

Interest Rate Strategy

Green Bond Brief

Le emissioni governative green dell'area euro: l'offerta si struttura

La pandemia con le sue conseguenze senza precedenti sulle economie mondiali rappresenta un'occasione per orientare le misure di espansione fiscale adottate dai vari paesi verso una ripresa sostenibile e resiliente. Lo scorso anno l'offerta netta di debito green a livello globale ha raggiunto i 210 miliardi di euro, + 24% rispetto al 2019, mentre le emissioni di social bond hanno toccato i 137 miliardi, quasi 8 volte l'ammontare registrato nel 2019. La fase di forte espansione iniziata nella seconda metà del 2020 è proseguita anche nel primo trimestre 2021 e lo stock di debito volto a finanziare progetti ambientali e sociali è cresciuto di 103 e 70 miliardi di euro rispettivamente.

L'ammontare in essere di titoli governativi green ha raggiunto i 110 miliardi a fine marzo scorso, essi rappresentano una quota marginale del debito pubblico complessivo, e soltanto il 12% del debito green totale circolante. Tra le motivazioni principali che spingono i governi ad emettere debito verde, secondo un recente sondaggio effettuato da Climate Bond Initiative fra 19 emittenti governativi, vi sono il contrasto al cambiamento climatico, il supporto alla crescita dei green bond ed il segnale di commitment trasmesso al mercato; un ruolo secondario è attribuito al pricing più vantaggioso. L'area euro ha un ruolo preponderante poiché l'ammontare outstanding di titoli di debito green emessi da governi appartenenti all'Unione Europea a fine marzo scorso è risultato pari all'82% del governativo green mondiale. I fattori che supportano lo sviluppo del mercato europeo sono sia gli obiettivi ambiziosi prefissati dalla Commissione Europea, come la riduzione delle emissioni di gas del 55% entro il 2030 ed il raggiungimento della neutralità climatica nel 2050, sia la creazione di un quadro di riferimento normativo tramite la Tassonomia.

Durante il primo trimestre di quest'anno sono stati collocati 20 miliardi di titoli governativi green, oltre alle riaperture di Olanda, Belgio e Francia (OAT 1.75% 06/2039), l'Italia e la Francia hanno emesso due nuovi titoli per 15.5 miliardi di euro complessivi.

Il 3 marzo è stato collocato il primo BTP green 1,50% 04/2045 per 8,5 miliardi di euro. I dettagli sul collocamento comunicati dal MEF segnalano una forte domanda da parte del settore estero, che detiene il 73.7%, e da parte di investitori ESG (Environmental, Social and Governance), che hanno sottoscritto più della metà del titolo. Considerando invece la suddivisione per tipologia di investitori, possiamo notare che il 53% del titolo è stato collocato presso asset manager ed il 34%

12 aprile 2021 – 15:53 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

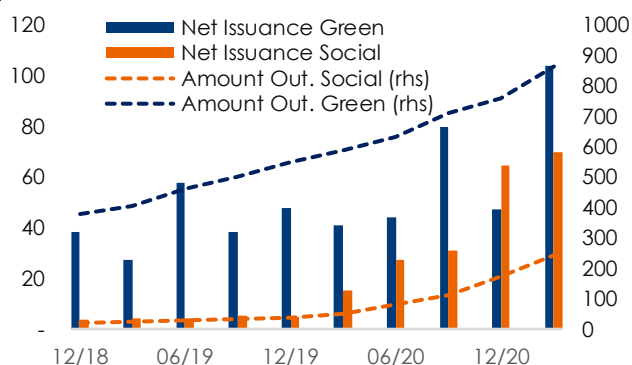
Macroeconomic and Fixed Income Research

Federica Migliardi  
Fixed Income Strategist

12 aprile 2021 - 15:57 CET

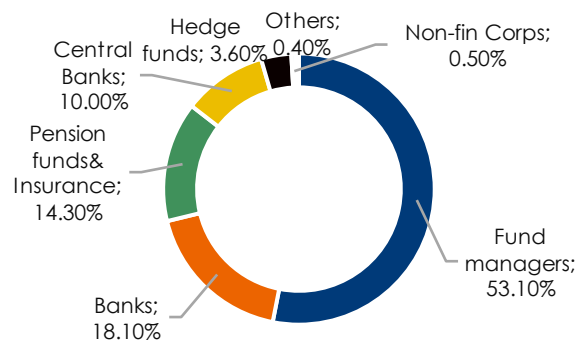
Data e ora di circolazione

Emissioni nette trimestrali ed ammontare outstanding, un confronto tra green e social bond



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Il collocamento del BTP Green per tipologia di investitori



Fonte: MEF, Intesa Sanpaolo

presso investitori con ottica di detenzione di lungo periodo (fondi pensioni, assicurazioni e banche centrali).

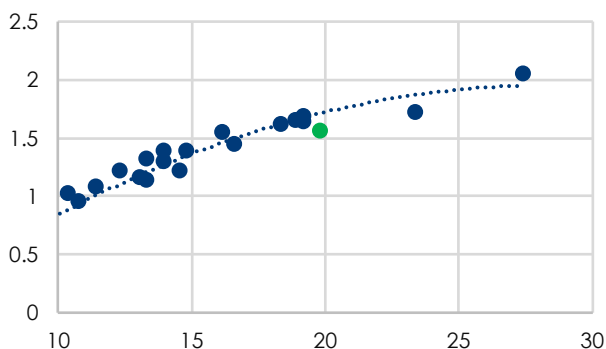
Il BTP green ha l'obiettivo di finanziare parte delle spese individuate con la legge di Bilancio 2020 e pari a 34.8 miliardi di euro per il triennio 2018-2021 finalizzate a raggiungere gli obiettivi delineati dal Piano Nazionale Integrato dell'Energia e del Clima 2030. Tali spese non costituiscono il totale degli investimenti ambientali che il governo sosterrà: sono escluse, infatti, le spese non conformi con il Quadro di Riferimento per l'emissione di titoli di Stato green e quelle che verranno finanziate tramite Next Generation EU. Il Quadro di Riferimento per l'emissione di titoli di Stato green è in linea con i Green Bond Principles di ICMA e per quanto possibile con la bozza dei Green Bond Standard dell'Unione Europea e riconduce le spese ammissibili al finanziamento tramite BTP Green a sei settori differenti: Fonti rinnovabili per la produzione di energia elettrica e termica, Efficienza Energetica, Trasporti, Prevenzione e controllo dell'inquinamento ed economia circolare, Tutela dell'ambiente e della diversità biologica, Ricerca.

Il BTP green è stato collocato con uno spread finale di 12 pb sul BTP 1,8% 03/2041, pari al *fair value* al momento dell'emissione. La guidance iniziale è stata ridotta di 3 pb a segnalare la forte domanda, che ha superato gli 80 miliardi di euro. Sebbene il titolo abbia una storia recente sul mercato secondario, nei giorni successivi all'emissione ha sovraperformato la curva ed attualmente prezza circa 2pb di green premium, riflettendo l'effetto scarsità generato da una base di investitori con prospettive di detenzione di lungo periodo.

A metà marzo è stato collocato il secondo OAT 0.5% 06/2044 per 7 miliardi di euro per finanziare una parte dei 15 miliardi di spese green previste per il 2021. L'emissione OAT 0.5% 06/2044 si aggiunge ai 28.8 miliardi di OAT 1.75% 06/2039 già in circolazione portando la Francia al primo posto per ammontare emesso. I dettagli dell'allocazione mostrano che, come per il BTP green, gli investitori ESG hanno avuto un'incidenza molto alta detenendo più del 57% del titolo, invece, i fondi pensioni, le assicurazioni e le banche centrali possiedono in totale il 32%, gli asset manager il 36%, le banche il 27% ed infine gli hedge fund il 6%.

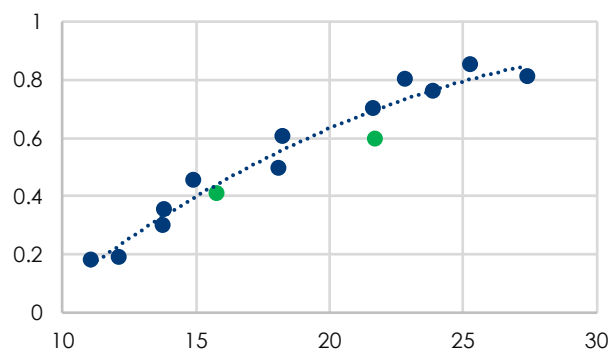
L'OAT 0,5% 06/2044 è stato prezzato durante la fase di primario con uno spread di 18 pb rispetto all'OAT green 1,75% 06/2039, attualmente ha un rendimento inferiore rispetto all'interpolato di circa 2 pb, mentre l'OAT 06/2039 è in linea con la curva.

**Curva BTP: yield-to-maturity (asse y, pb) vs duration (asse x) tratto 10-30Y**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

**Curva OAT: yield-to-maturity (asse y, pb) vs duration (asse x) tratto 10-25Y**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

## Il mercato secondario: liquidità e green premium

Abbiamo effettuato un'analisi prendendo in considerazione 8 titoli governativi green europei con l'obiettivo di valutare la liquidità ed il green premium rispetto ai titoli convenzionali. Per poter quantificare la presenza di un green premium, abbiamo calcolato la differenza tra lo Z-spread del titolo green e l'interpolato considerando i due bond convenzionali con scadenza più ravvicinata e caratteristiche simili (cedola e valuta di emissione). Valori negativi di tale differenza indicano la presenza di un green premium ossia l'investitore è disposto a cedere una parte del rendimento per detenere il titolo. Sulla base dei nostri calcoli, la media della differenza tra gli Z-spread dei titoli green considerati ed i rispettivi interpolati negli ultimi sei mesi è risultata compresa tra -0.5 e -3 pb, escludendo l'emissione più recente dell'OAT 06/2044 pari a -5 pb. Come si può notare dal grafico in basso a destra, seppur l'evidenza del premio sia modesta ed il campione dei titoli governativi ancora limitato, si può riscontrare una correlazione positiva con la durata residua del green bond.

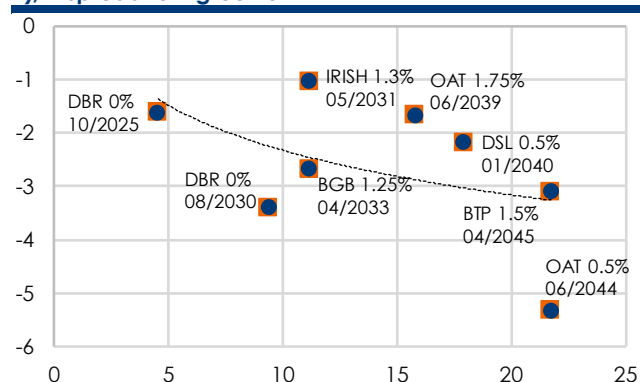
Per valutare la relazione tra la liquidità ed il green premium, abbiamo confrontato il bid-ask spread medio degli ultimi sei mesi e l'ammontare outstanding del titolo green rispetto al non-green con scadenza più vicina. Abbiamo in questo caso escluso dall'analisi il BTP e l'OAT green 06/2044 poiché emessi da poche settimane. Possiamo notare che l'OAT 06/2039 ed il titolo emesso dall'Irlanda (IRISH 03/18/2031) rispetto agli altri governativi, risultano essere più simili ai titoli convenzionali per ammontare outstanding e bid-ask spread. Il green premium è in entrambi casi contenuto e pari a -1.7 pb e -1 pb rispettivamente rivelando stesse dinamiche di pricing dei titoli green e convenzionali. Nei casi di minore liquidità del titolo green rispetto al convenzionale, come per il Bund a 10 anni (DBR 08/2030) ed il green del Belgio (BGB 04/2033), il green premium è ancora più negativo e riflette una maggiore rilevanza del "fattore" green rappresentato da una base di investitori con ottica di detenzione di lungo periodo. Un recente studio della Banca d'Italia<sup>1</sup> che analizza quattro titoli governativi green dell'area euro (OAT 06/2039, Belgio, Olanda e Irlanda), mostra la presenza di una relazione negativa tra green premium e bid-ask spread: per ogni pb di aumento del bid-ask spread, la differenza tra Z-spread del titolo green ed interpolato diminuisce di -0.896 pb. La minore liquidità del green bond non richiede un aumento del rendimento a compensazione, anzi l'investitore è disposto a rinunciare al rendimento per detenere il titolo green.

### Titoli governativi green e convenzionali: un confronto tra bid-ask spread, ammontare outstanding e Z-spread

	bid-ask green (bp)	bid-ask (bp)	GREENIUM (bp)	amount out (%)
FRTR 1.75 06/25/2039	1.0	1.0	-1.7	1.09
BGB 1.25 04/22/2033	1.7	1.4	-2.7	0.57
DBR 0 08/15/30	0.5	0.2	-3.2	0.21
DBR 0 08/2025	0.9	0.5	-1.6	0.20
IRISH 1.35 03/18/2031	1.0	0.9	-1.0	0.65
NETHER 0.5 01/15/2040	0.9	0.6	-2.2	0.65

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

### Z-spread green- interpolato (asse y, pb) vs duration (asse x); Z-spread<0 = greenium



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

<sup>1</sup> <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/green-bonds-the-sovereign-issuers-perspective/>

## Emissioni governative europee nel 2021

Le prospettive dell'offerta sono ancora di crescita per i prossimi mesi. In base ai piani di funding pubblicati a fine anno, stimiamo che le emissioni governative green possano raggiungere i 54 miliardi di euro nel 2021, più del doppio rispetto al 2020. Analizziamo nel dettaglio le emissioni governative green attese per i prossimi mesi.

- La **Francia**. L'Agence France Trésor ha dichiarato che nel corso dell'anno effettuerà ulteriori riaperture dell'OAT 06/2039 avendo ancora 6.5 miliardi di euro di spesa ammissibile residua.
- La **Germania**, come pubblicato nel piano di funding annuale e confermato dal piano di trimestrale, emetterà il primo green Bund a 30 anni in sindacato nel mese di maggio. Nel mese di settembre è prevista, inoltre, l'emissione di un secondo green bund a 10 anni. Le due emissioni prevedono un target complessivo per 11 miliardi di euro in linea con il funding realizzato nel 2020.
- **Belgio e Olanda** hanno ancora a disposizione per ulteriori collocamenti sul mercato circa un miliardo di euro in totale, tenuto conto delle riaperture già effettuate.
- La **Spagna** ha annunciato che emetterà il primo titolo green nel terzo trimestre 2021 dopo averlo rimandato a causa della pandemia. L'emissione riguarderà il tratto a lunga della curva e avrà un target tra i 5 ed i 10 miliardi di euro.
- L'**Italia** potrebbe riaprire il BTP green nel quarto trimestre, come dichiarato settimana scorsa da D. Iacovoni, responsabile della Direzione Debito Pubblico del MEF.

L'**Austria**, la **Slovenia** e la **Danimarca**, invece, sono in una fase meno avanzata rispetto agli altri paesi sopra menzionati. L'Austria, come annunciato a gennaio da Stix, membro del Managing Board del Tesoro, sta analizzando le spese ammissibili ed il formato di una potenziale emissione green valutando anche il modello tedesco dei twin bond. La Danimarca, invece, ha avviato l'anno scorso uno studio su un possibile ingresso nel mercato green tramite un modello innovativo che prevedrebbe la simultanea offerta di due obbligazioni, un titolo nominale e un certificate green per favorire un livello sufficiente di liquidità (per maggiori dettagli si veda Green Bond Brief Febbraio 2020). Questo modello potrebbe adattarsi anche ad altri emittenti governativi con limitate esigenze di liquidità. La Slovenia è in fase di predisposizione del Green Bond Framework.

### Eurozona: offerta di green bond nel 2021

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Total
Germany					5				6				11
France	1.5		7		1.5		1.5			1.5	2		15
Belgium		0.8				0.8							2
Netherland		1.7											2
Ireland							1						1
Italy			8.5								8		17
Spain									7				7
<b>Total</b>	<b>1.5</b>	<b>2.5</b>	<b>15.5</b>		6.5	0.8	2.5	0	13	1.5			54

Fonte: Siti nazionali del Tesoro, Intesa Sanpaolo Nota: i numeri evidenziati in grassetto si riferiscono ad emissioni già effettuate

L'**Unione Europea**, infine, dopo aver emesso 75.5 dei 100 miliardi di Sure bond a partire dall'anno scorso potrebbe entrare nel mercato dei green bond nel 2021. La tempistica, tuttavia, è strettamente legata all'effettiva operatività del fondo NGEU. Il recente blocco della Corte Costituzionale tedesca che impedisce la ratifica del fondo europeo per la ripresa (Recovery and Resilient Facility) potrebbe ritardare infatti l'implementazione attualmente prevista per la seconda metà dell'anno. Una volta superata l'impasse, l'Unione Europea diventerà il principale emittente di green bond poiché il 30% del fondo NGEU pari a 225 miliardi di euro sarà investito in

progetti ambientali finanziati tramite emissioni che saranno collocate sul mercato tra il 2021 ed il 2026.

### La transizione ambientale del bilancio della BCE

Il dibattito sul ruolo delle Banche Centrali nella transizione climatica prosegue con diversi gradi di avanzamento. La Banca Centrale Europea (BCE) è infatti ancora in una fase di analisi mentre la Bank of England (BOE), ha compiuto un importante passo verso l'integrazione dei fattori ambientali nella conduzione della politica monetaria avendo annunciato ad inizio marzo che modificherà i criteri a valere sugli acquisti di titoli corporate (Corporate Bond Purchase Scheme) per incorporare l'impatto climatico degli emittenti. La decisione della BOE ha fatto seguito alla richiesta del governo di adeguare la politica monetaria per favorire il raggiungimento dell'obiettivo di neutralità ambientale nel 2050. Nei prossimi mesi la BOE comunicherà le nuove condizioni sugli acquisti corporate con l'obiettivo di renderle operative in occasione delle operazioni di reinvestimento pianificate nel quarto trimestre di quest'anno.

Per quanto riguarda la BCE, diversi membri del Consiglio Direttivo si sono mostrati a favore dell'integrazione dei principi di sostenibilità ambientale nello svolgimento della politica monetaria. Durante la conferenza stampa successiva al meeting di dicembre, la Presidente **Lagarde** ha sottolineato come pur non essendo compito della BCE quello di adottare misure legislative o fiscali volte a favorire la transizione ambientale, l'impatto del rischio climatico sulla stabilità dei prezzi e sui portafogli in gestione verranno valutati durante la revisione strategica. La Presidente Lagarde ha inoltre sottolineato che, al fine di valutare propriamente i rischi ambientali sottostanti i portafogli in gestione, è fondamentale il completamento del lavoro della Commissione Europea nella predisposizione del quadro normativo che definisca le attività in base all'impatto ambientale. Nella conferenza stampa di marzo, Lagarde ha ribadito che gli acquisti effettuati in passato non possono essere modificati tuttavia è possibile valutare l'inclusione dei fattori ambientali per la gestione degli acquisti futuri, dei reinvestimenti previsti proseguire ancora a lungo, e sui criteri di ammissibilità dei titoli a garanzia delle operazioni di rifinanziamento. L'impatto di un'eventuale modifica di questi ultimi, potrebbe essere rilevante tenuto conto di un ammontare in essere di titoli detenuti a garanzia dalla BCE pari a circa 2000 miliardi al 30 novembre 2020. Recentemente, **Schnabel**<sup>2</sup> ha sottolineato l'obbligo della BCE di intervenire nel rispetto di quanto previsto dall'art. 11 del Trattato sul funzionamento dell'Unione Europea<sup>3</sup> e dell'obiettivo della stabilità dei prezzi. I fenomeni meteorologici estremi hanno, infatti, un impatto diretto sui prezzi dei beni alimentari, sui costi di produzione e possono provocare un deterioramento del credito delle banche. Secondo Schnabel, in presenza di esternalità negative, il principio di neutralità di mercato applicato agli acquisti non è adeguato e necessita di essere integrato da fattori ambientali come ad esempio la quantità di emissioni di gas serra prodotte dall'emittente. Il portafoglio CSPP, ora pari 300 miliardi di euro inclusi gli acquisti tramite PEPP, risulta sovraesposto a settori che, secondo i dati Eurostat, risultano associati ad una maggiore quantità di emissioni gassose inquinanti da parte degli emittenti. Il tradizionale principio di neutralità conduce di fatto ad un bias verso settori ad alta intensità di emissioni e deve essere "corretto" per il costo sociale associato all'impatto climatico. Diverse sono le proposte per l'integrazione dei fattori ambientali, dall'esclusione dei settori ad alta intensità di emissione all'introduzione di indicatori che possano tener conto dello sforzo degli emittenti di ridurre le emissioni rispetto alle altre imprese appartenenti al settore come proposto da **Villeroy**. Su posizioni più conservative si è espresso **Weidmann** manifestando perplessità sul ruolo della BCE nel favorire la transizione climatica, responsabilità primaria degli Stati, e sulla possibilità di

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303\\_1~f3df48854e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html)

<sup>3</sup> Art.11 TFEU "Le esigenze connesse con la tutela dell'ambiente devono essere integrate nella definizione e nell'attuazione delle politiche e azioni dell'Unione, in particolare nella prospettiva di promuovere lo sviluppo sostenibile."

effettuare acquisti violando il principio di neutralità, non essendo compito della BCE quello di eliminare le distorsioni del mercato.

A settembre terminerà la revisione strategica di cui il cambiamento climatico costituisce un importante capitolo. Una possibile modifica dei criteri di ammissibilità agli acquisti o ai titoli posti in garanzia potrebbe avere notevole impatto sul mercato e sul pricing. Le evidenze del green premium sui governativi sono ancora molto contenute ma dovranno essere monitorate in base all'evoluzione del mercato ed alle decisioni future della BCE.

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definiti dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente

scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Metodologia di valutazione

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com