

Interest Rate Strategy

**BTP green 4% 04/2035 deal review ed analisi green premium**

Il 6 settembre scorso il Tesoro italiano ha collocato 6 miliardi di euro di BTP green scadenza aprile 2035 e cedola pari al 4% annuo corrisposta su base semestrale. Si tratta del secondo BTP green collocato sul mercato dopo il BTP 1.5% 04/2045 emesso a marzo 2021 per 8,5 miliardi e successivamente riaperto a novembre per 5 miliardi. Il totale di debito governativo verde italiano in circolazione raggiunge quindi i 19,5 miliardi.

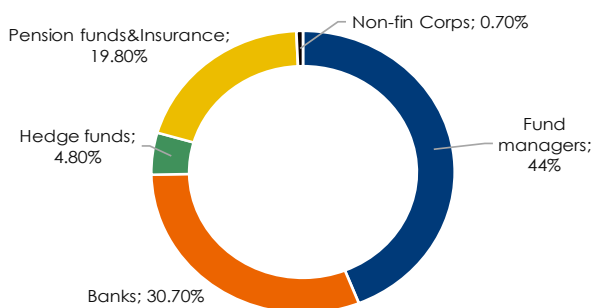
Il BTP green 4% 04/2035 ha ricevuto ordini per 40 miliardi da parte di 290 investitori. I dettagli sul collocamento comunicati dal MEF segnalano una forte domanda da parte del settore estero che ha sottoscritto il 68% del totale collocato, leggermente inferiore rispetto alla percentuale registrata con il primo collocamento del BTP 1.5% 04/2045 pari al 73%. Inoltre, la partecipazione di investitori ESG (Environmental, Social and Governance) è risultata elevata con una quota superiore al 50% del totale. Complessivamente, i fondi di gestione risultano la categoria di investitori che hanno sottoscritto la quota maggiore (44%), seguiti dalle banche (30%). Gli investitori con orizzonte temporale lungo (fondi pensione ed assicurazioni) hanno sottoscritto circa un quinto del BTP green.

L'importo collocato del BTP 4% 04/2035 finanzia parte dei 36 miliardi di spese sostenibili incluse nel Bilancio dello Stato per il periodo 2019-2022 ed in linea con il "Quadro di riferimento per l'emissione dei titoli di Stato Green".

Il BTP green 4% 04/2035 è stato collocato con uno spread finale di +5pb rispetto al BTP 3.35% 03/2035. La guidance è stata rivista al ribasso di 2 pb nel corso del collocamento, ad indicare una buona dinamica della domanda. Secondo i nostri calcoli, il BTP è stato emesso con una concessione per la nuova emissione pari a +6 pb rispetto alla curva. Il titolo ha sovraperformato durante i primi giorni di scambio sul *grey market* successivamente ha ritracciato ed ora il differenziale tra z-spread del BTP green ed interpolato risulta pari a +3 pb.

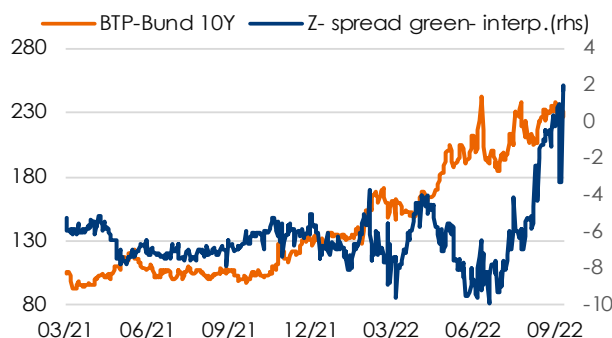
Considerando la performance sul secondario del primo BTP green (BTP 1.5% 04/2045) possiamo notare, come evidente dal grafico in basso a destra, la presenza di una correlazione positiva tra green premium, inteso come differenziale tra lo z-spread del BTP green e l'interpolato, e BTP-Bund spread a dieci anni. Durante la prima parte dell'anno, caratterizzata da elevata volatilità a seguito dello sfociare della crisi Russia-Ucraina, il BTP green si è rivelato più difensivo rispetto ad un BTP convenzionale.

**Il collocamento del BTP green 4% 04/2035 per tipologia di investitori**



Fonte: MEF, Intesa Sanpaolo

**Correlazione tra green premium BTP 1.5% 04/2045 (dx, pb) e BTP-Bund spread (sx, pb)**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

15 settembre 2022 – 13:10 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi

Fixed Income Strategist

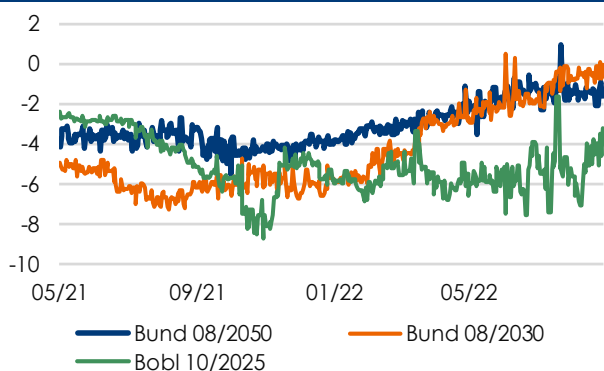
15 settembre 2022 – 13:15 CET

Data e ora di circolazione

Successivamente l'aumentare delle tensioni politiche interne e le preoccupazioni sulla tenuta della domanda globale hanno favorito un riallineamento del BTP green alla curva. Il green premium è passato infatti da -5pb di giugno scorso al valore attuale pari a 0. Considerando un altro periferico, il Bono 1% 07/2042 possiamo notare come il green premium abbia mantenuto un andamento piuttosto stabile, anche in questo caso correlato alla volatilità piuttosto contenuta del Bonos-Bund spread a dieci anni.

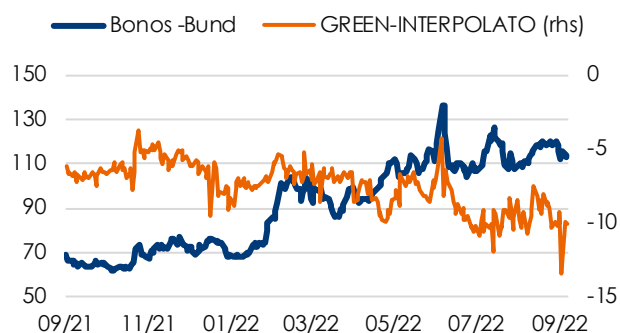
Tuttavia, la riduzione in valore assoluto del green premium si è potuta osservare anche nel caso di alcuni governativi green core. Infatti, il differenziale tra gli z-spread del green Bund tedeschi (grafico in basso a sinistra) e quello dei rispettivi twin bond convenzionali si è ridotto soprattutto per le duration più lunghe. In questo caso, l'avversione al rischio e la domanda di safe asset ha reso i titoli governativi tedeschi convenzionali più cari rispetto agli equivalenti green.

**Differenziale z-spread tra titoli governativi tedeschi green e convenzionali (pb)**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

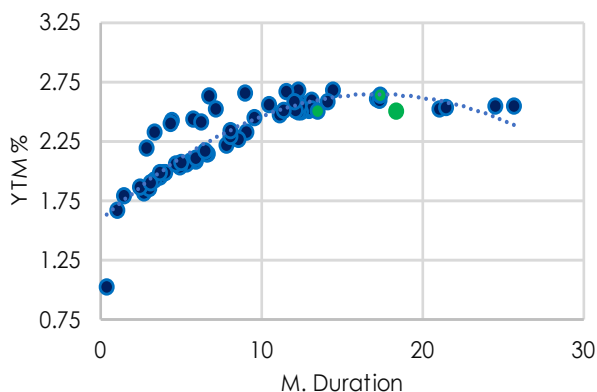
**Differenziale Z- spread Bono 1% 07/2042- interpolato e Bonos-Bund spread (pb)**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

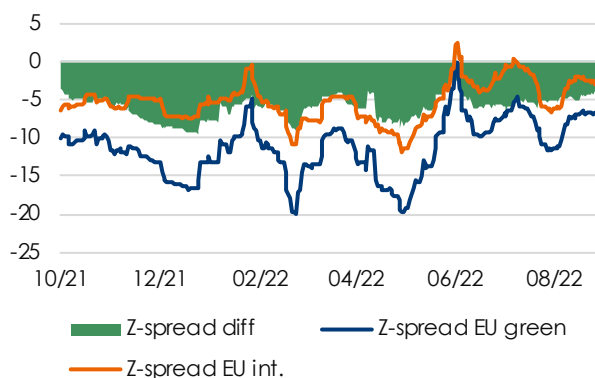
Analogamente, in ambito sovranazionale, si è potuto osservare una riduzione in valore assoluto del green premium nel caso del titolo dell'Unione Europea EU 0.4% 02/2037 che da -8 pb di marzo è salito a -3 pb attuali.

**Curva Unione Europea – YTM (%) vs Modified Duration (anni)**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

**Z-spread Eu 0.4% 02/2037, Z-spread interpolato e differenziale(pb)**



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

## Green Bond Governativi dell'area euro: volumi stabili nel 2022 nonostante il contesto di volatilità

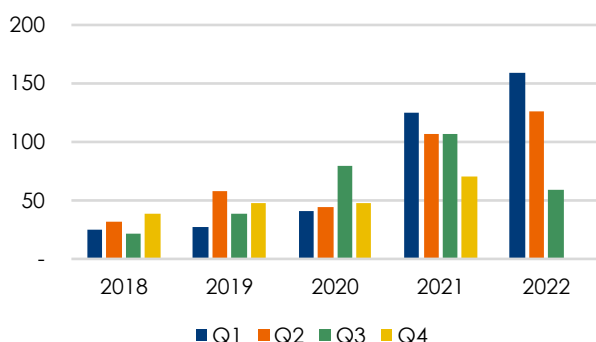
Nonostante il contesto di mercato sia stato segnato da forte incertezza e volatilità, l'offerta di green bond a livello globale è aumentata nel 2022 rispetto all'anno scorso e le emissioni nette nel primo e secondo trimestre sono risultate superiori di 34 e 20 miliardi rispetto a quelle registrate negli stessi trimestri del 2021. Secondo i dati Bloomberg, le emissioni nette classificate come green a livello globale collocate da inizio anno ad oggi hanno raggiunto i 350 miliardi di euro superando il livello toccato a fine settembre 2021 pari a 336 miliardi.

Per quanto riguarda le emissioni governative green dell'area euro, i volumi si sono mostrati stabili se confrontati con l'anno precedente nonostante i collocamenti sul primario siano stati condizionati da un mercato del credito estremamente volatile per il permanere del rischio geopolitico. Da gennaio ad oggi, i titoli governativi green dell'area euro emessi sul mercato hanno raggiunto i 44 miliardi di euro e ci attendiamo che a fine anno possano arrivare a 55 miliardi, di poco superiori alle emissioni realizzate nel 2021. L'ingresso di nuovi emittenti come l'Austria, che ha collocato il primo green bond a maggio di quest'anno e la Grecia, il cui collocamento è previsto nei prossimi mesi, contribuiscono a compensare le revisioni al ribasso della spesa green effettuata da alcuni emittenti come la Francia.

La **Francia**, ha il più elevato ammontare di green bond in circolazione pari a 51 miliardi di euro, equivalenti a più di un terzo dell'ammontare complessivo del debito governativo verde dell'area euro. L'AFT dopo aver emesso il primo OAT green nel 2017, attualmente in essere per 31 miliardi, ed un secondo nel 2021 per 16 miliardi, a maggio ha collocato sul mercato 4 miliardi di Green Inflation-Linked OAT, una nuova tipologia di green bond con cedole e capitale a scadenza rivalutata all'inflazione europea che rispecchia il legame tra transizione energetica ed andamento dell'indice dei prezzi al consumo.

A fine agosto, l'AFT ha pubblicato un comunicato con il quale informa che la spesa idonea nel 2022 è stata rivista al ribasso da 15 a 10 miliardi di euro. Il motivo della revisione è dovuto all'aumento dei prezzi energetici che ha comportato un rialzo del costo delle energie rinnovabili sui mercati all'ingrosso oltre il livello della tariffa di alimentazione per questi impianti.

### Emissione nette trimestrali green bond a livello globale (mld di euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

### Emissioni governative green dell'area euro (mld di euro)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	TOT
France		10	5	8	5	15	9.1	51
Ireland			3	2		1		7
Netherland					6	3	2	5
Belgium			5	3	1	1	5	15
Germany					12	13	14	38
Italy						14	6	20
Spain						5	2	7
Austria							4	4
TOT		10	13	19	22	50	44	157

Fonte: siti Agenzie del tesoro nazionali, Intesa Sanpaolo

La Germania è il secondo paese per ammontare emesso in green bond con 38 miliardi suddivisi in 5 titoli con scadenze 5, 10 e 30 anni, segue l'Italia che, con l'ultimo BTP green, ha raggiunto i 20 miliardi. Tra i nuovi emittenti governativi, abbiamo già menzionato l'Austria che a maggio ha collocato il primo titolo governativo green per 4 miliardi sul tratto lungo della curva (scadenza 2049). Tra gli ultimi collocamenti, ieri il Belgio ha emesso un nuovo green bond per 4.5 miliardi, scadenza aprile 2039 e cedola annuale a 2.75%. Nei prossimi mesi, ci attendiamo la prima

emissione green della Grecia, probabilmente nell'ultimo trimestre del 2022 ed un nuovo green bond dell'Irlanda.

## La BCE e l'integrazione del cambiamento climatico nelle operazioni di politica monetaria

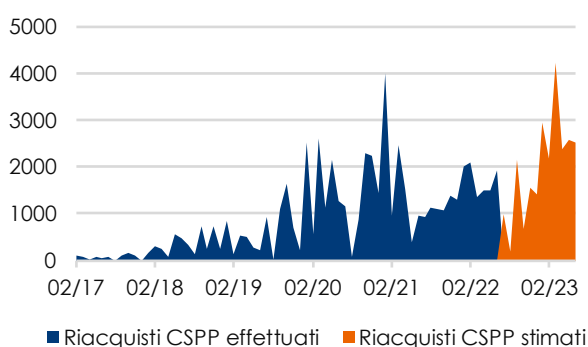
La BCE ha pubblicato a luglio un [comunicato](#) con il quale introduce importanti progressi nell'implementazione del [Piano di azione per il clima](#) annunciato a luglio 2021. Le nuove misure costituiscono un passo concreto verso l'integrazione delle considerazioni climatiche nelle operazioni di politica monetaria. La BCE intende, con queste misure, incorporare i rischi finanziari legati al clima nelle politiche di gestione del bilancio dell'Eurosistema, in linea con il mandato primario di garantire la stabilità dei prezzi e con quello secondario di favorire il raggiungimento degli obiettivi di neutralità dell'Unione Europea.

La BCE prevede di adottare i seguenti provvedimenti:

■ **Reinvestire i titoli in scadenza del portafoglio CSPP in emittenti a basso impatto climatico.** In passato, la BCE ha condotto i programmi di acquisto titoli nel rispetto del principio di neutralità di mercato con l'obiettivo di evitare distorsioni sui prezzi. Il principio di neutralità ha comportato tuttavia una sovraesposizione del portafoglio CSPP verso i settori ad alta intensità di emissioni come utility ed estrattivo, rispecchiando la composizione del mercato. Tale sovraesposizione ha aumentato i rischi di transizione climatica e fisici sottostanti al bilancio della BCE. Con le nuove misure approvate a luglio, la BCE ha comunicato che, **a partire da ottobre 2022, i reinvestimenti dei titoli appartenenti al portafoglio CSPP verranno effettuati privilegiando gli emittenti con una migliore "performance climatica"** ossia con parametri più bassi in termini di emissioni gas serra, obiettivi più ambiziosi di riduzione dell'impatto ambientale e maggiore trasparenza riguardo alle informazioni in ambito climatico. In questo modo il portafoglio verrà ribilanciato gradualmente verso gli emittenti più virtuosi in termini di impatto ambientale riducendo i rischi finanziari connessi al clima del portafoglio BCE.

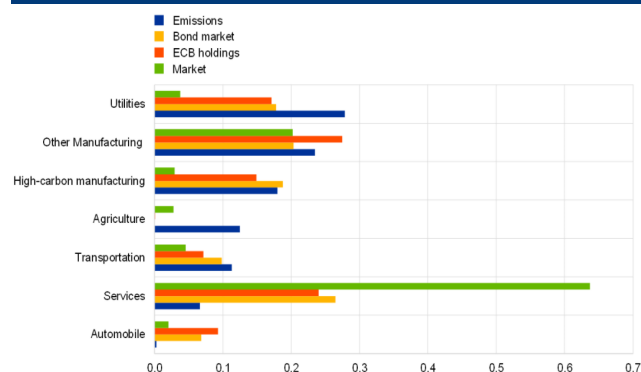
La BCE, prima dell'inizio dell'implementazione della nuova modalità di effettuazione dei riacquisti, pubblicherà maggiori dettagli riguardo ai criteri sottostanti che intenderà utilizzare. A partire dal primo trimestre 2023, inoltre, la BCE inizierà a comunicare periodicamente informazioni di carattere climatico riguardo alla composizione del portafoglio CSPP. La BCE tuttavia sottolinea che l'ammontare dei reinvestimenti dipenderà solo da decisioni relative alla gestione della politica monetaria. Secondo i dati della BCE, il totale dei titoli che scadranno entro agosto 2023 è pari a 26 miliardi di euro, il 7,5% del portafoglio CSPP. In base all'attuale guidance sui reinvestimenti APP, la BCE prevede di proseguire il roll-over "per un

Serie storica riacquisti CSPP effettuati e stimati (mln di euro)



Fonte: ECB, Intesa Sanpaolo

Sovraesposizione portafoglio CSPP verso settori ad alta intensità di emissioni



Fonte: ECB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/ecb.ar2021~14d7439b2d.en.html>

prolungato periodo di tempo" successivo al primo rialzo pertanto c'è la possibilità che nel 2023 possa prevedere una sospensione.

- **Limitare la quota di titoli emessi da società con elevato impatto ambientale stanziabile a garanzia nelle operazioni di credito effettuate dall'Eurosistema.** In una prima fase, i limiti riguarderanno strumenti di debito emessi da imprese non finanziarie, successivamente altre categorie potranno essere incluse con l'adozione di maggiore trasparenza nella comunicazione dei dati climatici. I provvedimenti entreranno in vigore **entro la fine del 2024** e nel momento in cui ci saranno tutti i presupposti tecnici per l'implementazione. Inoltre, **a partire da quest'anno, la BCE potrà valutare di riesaminare gli scarti** delle obbligazioni societarie portate a garanzia alla luce dei rischi legati al cambiamento climatico.
- **Prevedere obblighi di informativa sul clima per l'ammissibilità a garanzia.** La BCE accetterà come garanzie nelle operazioni di credito soltanto i titoli negoziabili ed i crediti di imprese che rispettino la direttiva Corporate Sustainability Reporting Directive (CSRD) una volta che verrà completata. La CSRD richiede una rendicontazione dei parametri di sostenibilità più dettagliata rispetto alla precedente direttiva Non-Financial Reporting Directive (NFRD) e la rende applicabile su un perimetro più ampio (società quotate e non quotate con più di 250 dipendenti e società PMI quotate). La CSRD **non entrerà in vigore prima del 2026** e di conseguenza anche i requisiti di informativa sulle garanzie non potranno essere applicati prima di quella data. Tuttavia, una quota significativa delle attività stanziabili a garanzia nelle operazioni di rifinanziamento dell'Eurosistema, quali i titoli derivanti da cartolarizzazioni e le obbligazioni garantite, non ricadono nell'ambito di applicazione della CSRD.
- **Affinamento della valutazione del rischio climatico.** La BCE, inoltre, per migliorare la corretta valutazione dei rischi climatici a livello di sistema, incoraggia le agenzie di rating ad adottare una maggiore trasparenza sulle modalità di integrazione dei criteri ambientali all'interno delle loro valutazioni. Infine, l'Eurosistema ha stabilito una serie di standard minimi comuni per le modalità con cui i sistemi di valutazione del credito interni alle banche centrali nazionali dovrebbero includere i rischi legati al clima nei loro rating. Gli standard minimi entreranno in vigore a fine 2024.

#### Timeline implementazione rischi climatici nella politica monetaria

Introduzione di nuovi criteri per i reinvestimenti CSPP che includano parametri di sostenibilità ambientale	Ottobre 2022
Implementazione del rischio climatico nel quadro di riferimento delle garanzie	Riesame degli scarti 2022, limitazioni di garanzie di soggetti con elevata impronta di carbonio entro 2024
Introduzione di requisiti di ammissibilità dei titoli a garanzia operazioni di credito	Disegno delle politiche 2022- implementazione in funzione dell'entrata in vigore della direttiva CDSR (2026)
Valutazione dell'impatto del cambiamento climatico sull'indirizzo di politica monetaria e sul meccanismo di trasmissione	2022
Introduzione di standard minimi di valutazione dei rischi climatici per banche centrali nazionali	2024

Fonte: ECB, Intesa Sanpaolo

## Un TLTRO in versione green

A giugno, alcuni accademici ed economisti in una lettera indirizzata al Consiglio Direttivo<sup>1</sup> hanno chiesto la possibilità di prevedere un periodo addizionale speciale del TLTRO legandolo, anziché alla performance effettuata sui prestiti, all'ammontare di finanziamenti erogati a favore di energie pulite e rinnovabili. Sebbene i livelli elevati di inflazione richiedano un'uscita da politiche accomodanti, la nuova crisi energetica rende ancora più necessaria una riduzione della dipendenza dai combustibili fossili russi dell'area euro attraverso un incremento di investimenti in energie alternative sia da parte del settore pubblico che privato. La Lagarde, in risposta a tale lettera, ha dichiarato di essere interessata, insieme ad alcuni membri del consiglio Direttivo, a valutare strumenti che possano supportare la transizione delle economie verso la neutralità come il TLTRO green. Il TLTRO green si potrebbe prospettare come la possibilità di rifinanziamento per il sistema bancario ad un tasso agevolato in funzione dell'ammontare di prestiti erogati per finanziare investimenti volti a ridurre l'impatto ambientale. Il TLTRO green avrebbe la finalità di abbassare il costo di funding di investimenti volti a migliorare il profilo di sostenibilità ambientale e di conseguenza ridurre i costi di transizione verso la neutralità. Alcune banche centrali hanno introdotto questa tipologia di prestiti per favorire il finanziamento di investimenti e prestiti da parte del settore bancario in progetti per contrastare il cambiamento climatico come la PBoC e la BOJ. Un TLTRO green presuppone tuttavia la possibilità di definire un prestito come green. La tassonomia europea in linea di principio potrebbe essere utilizzata anche nella definizione di prestito green ma come sottolineato in un paper della BCE<sup>2</sup>, non è attualmente sufficientemente prescrittiva e le banche non raccolgono sistematicamente le informazioni necessarie. In assenza di un sistema di definizione e di verifica diventa incerto l'utilizzo dei fondi tramite il TLTRO per finanziare progetti green. A marzo, Isabel Schnabel, in merito ad un possibile TLTRO green ha espresso le difficoltà dal punto di vista pratico della sua implementazione "*Many banks, for example, do not yet effectively differentiate between green loans and other loans, making a green TLTRO difficult on a practical level*"<sup>3</sup>

Al momento attuale, non ci sono ancora i presupposti tecnici per un'integrazione dei criteri climatici nel TLTRO tuttavia con il progresso e la diffusione degli screening anche da parte del settore bancario la BCE potrebbe valutare l'utilizzo di questo strumento.

---

<sup>1</sup> <http://www.positivemoney.eu/wp-content/uploads/2022/06/Open-Letter-ECB-Green-TLTROs-June-2022.pdf>

<sup>2</sup> BCE, Occasional Paper Series " Climate change and monetary policy in the euro area ", settembre 2021

<sup>3</sup> I. Schnabel "A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation", 17 marzo 2022

## 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 S.p.A.-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 separatezza 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 S.p.A. 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