

Interest Rate Strategy

Green Bond Brief

In aumento l'offerta di EGB green

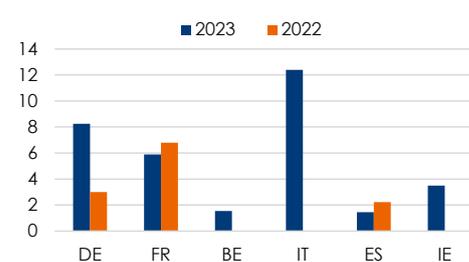
Il 2022 è stato dominato da un livello di incertezza senza precedenti che ha pesato sull'offerta di green bond governativi nell'area euro. Il livello elevato dei prezzi energetici ed i rendimenti in rapido rialzo hanno scoraggiato gli investimenti, ad esempio, in energie rinnovabili richiedendo costi iniziali elevati e, di conseguenza, penalizzando le emissioni di green bond. I primi mesi del 2023, al contrario sono stati caratterizzati da una ripresa di emissioni di green bond governativi: il calo dei prezzi delle materie prime e l'approssimarsi della fine ciclo di politica monetaria restrittiva hanno favorito il ricorso al mercato primario. Da inizio anno ad oggi sono stati collocati 34 miliardi di euro di green bond governativi europei, quasi il 70% dell'ammontare collocato in tutto il 2022. Il totale del debito governativo green in essere nell'area euro ha superato i 200 miliardi di euro. Alcuni emittenti già presenti sul mercato dei green bond hanno collocato nuovi benchmark come l'Italia, l'Irlanda, la Germania e l'Austria mentre la Spagna, la Francia e il Belgio hanno effettuato riaperture di titoli già in circolazione. Nei prossimi mesi, ci attendiamo l'emissione del primo green bond da parte della Grecia.

Emissioni governative green area euro: un confronto con il 2022 (mld, euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Emissioni green 2022 e 2023: un confronto tra i principali paesi emittenti (mld, euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

BTP Green: nuovo collocamento e andamento del green premium

Il Tesoro italiano ha collocato il 4 aprile scorso un nuovo BTP green con cedola 4% e scadenza ottobre 2031 per un importo di 10 miliardi. La scadenza pari a 8 anni offre continuità alla curva dei BTP green in circolazione (BTP 1.5% 30/04/45 e BTP 4 04/30/35) e più in generale a quella dei governativi green dell'area euro, maggiormente concentrata sulle scadenze lunghe ed ultra-lunghe. Il BTP 4% 10/2031 ha ricevuto ordini per 53 miliardi ed è stato collocato presso 290 investitori. Il titolo ha avuto un buon riscontro da parte del settore estero che si è aggiudicato il 62,6% dell'importo collocato, leggermente inferiore rispetto a quello del BTP 4% 04/2035 (68%) e BTP 1.5% 04/2045 (73%). Durante il collocamento, la guidance sul BTP convenzionale 0.6% 08/2031 è stata rivista al ribasso da 10 a 8 pb. Il BTP green 4% 10/2031 è stato prezzato con un rendimento lordo annuo del 4.05% corrispondente ad una concessione pari a 10 pb circa, leggermente superiore rispetto a quella registrata durante il collocamento di settembre 2022 del BTP 4% 04/30/35, pari secondo i nostri calcoli a 6 pb.

Il premio di nuova emissione superiore rispetto al precedente collocamento può essere spiegato da due fattori: 1) **l'incidenza di un contesto di mercato più incerto** per gli effetti della restrizione del credito e per le attese di un'accelerazione della riduzione di bilancio da parte della BCE e 2) **l'offerta elevata di green bond governativi nell'area euro nel mese di aprile**. Il 5 aprile, il giorno dopo il collocamento del BTP green è stato riaperto il Bonos 1% 07/2042, il 14 aprile l'OAT green 0.10% 07/2038, il 18 aprile è stato collocato un nuovo green bond dell'Austria 2.9% 05/2029 ed

31 maggio 2023 – 14:38 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities Research

Federica Migliardi

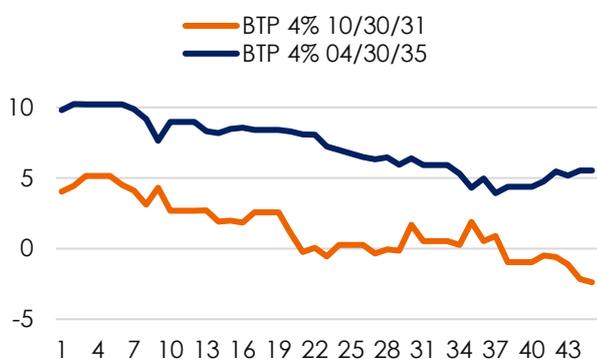
Fixed Income Strategist

31 maggio 2023 – 14:43 CET

Data e ora di circolazione

infine il 24 aprile il green Bund 2.3% 02/2033. Nei giorni successivi al collocamento, il BTP 4% 10/2031 ha sovraperformato sul mercato secondario, riassorbendo parte del premio ed attualmente il green premium, calcolato come differenza tra lo Z-spread del BTP green rispetto all'interpolato sulla curva convenzionale, risulta pari a 4pb. Dal confronto dell'andamento del green premium del BTP 4% 10/2031 e del BTP 4% 04/2035 nei 45 giorni successivi al collocamento, si può notare una dinamica molto simile di pricing sul secondario. Durante i primi giorni di quotazione dopo il collocamento, si può osservare una riduzione del green premium positivo in entrambi i casi ad indicare la presenza di una domanda forte che favorisce la convergenza del green bond verso la curva convenzionale. Nei dieci giorni precedenti il collocamento del nuovo BTP 4% 10/203, si può notare una sovraperformance del BTP 4% 04/2035 e BTP 1.5% 04/2045 a segnalare un aumento della domanda anche dei due titoli già in circolazione (grafico in basso a destra).

Andamento green premium BTP green 4% 10/2031 e BTP green 4% 04/2035 nei 45 gg successivi al collocamento (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

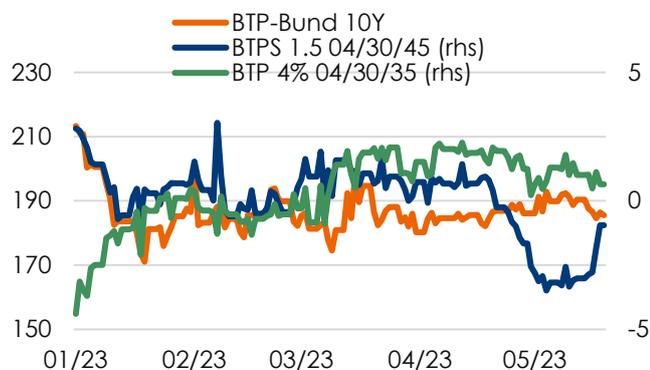
Andamento green premium BTP 4% 04/2035 e BTP 1.5% 04/2045 nei giorni precedenti il collocamento del nuovo BTP green (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

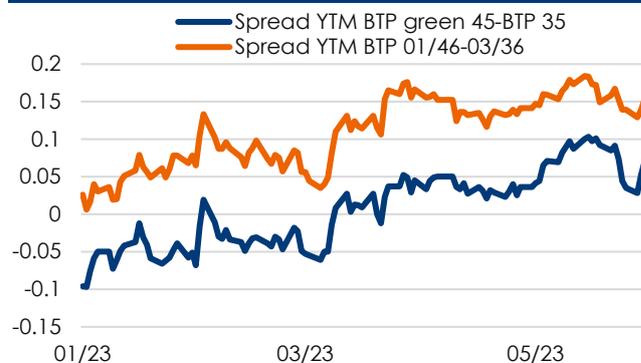
Particolarmente positiva la performance del BTP green 2045, il cui green premium da +3pb di inizio anno è diminuito fino a toccare un minimo a -3pb in una fase di moderata sottoperformance dell'Italia; il titolo è destinato a restare caro dato un prezzo ben al di sotto della pari che lo rende interessante per gli investitori mentre rende più difficile per l'emittente incrementarne l'ammontare in circolazione.

Spread BTP-Bund e green premium BTP 4% 04/2035 e BTP 1.5% 04/2045 (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

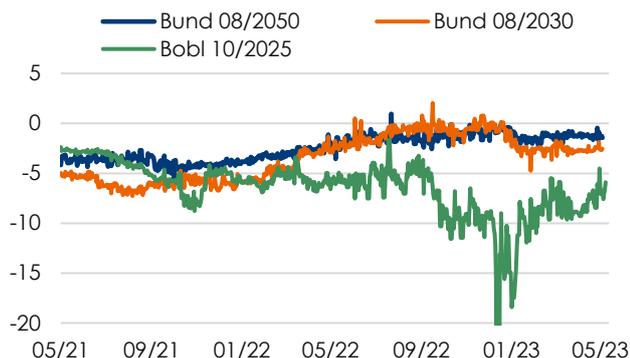
Confronto pendenza curva green e convenzionale (%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Considerando le dinamiche più di lungo periodo, possiamo notare come con l'inizio del ciclo dei rialzi a luglio 2022 e l'aumento dell'incertezza, il green premium sia tendenzialmente diminuito in valore assoluto nella maggior parte dei green bond governativi¹. Come possiamo notare nel grafico in basso a destra, anche il Bonos 1% 07/2042 che ha sovraperformato rispetto al BTP 1.5% 04/2045 durante tutta la fase del ciclo restrittivo, negli ultimi mesi non ha fatto eccezione a questa tendenza ed ora risulta avere un green premium in linea con quello del BTP 1.5% 04/2045.

Green premium Bund 08/2050, Bobl 10/2025 e Bund 08/2030 (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Green premium BTP 1.5% 04/2045 e Bonos 1% 07/2042 (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

La cessazione dei reinvestimenti del portafoglio APP ed implicazioni sulla decarbonizzazione del bilancio BCE

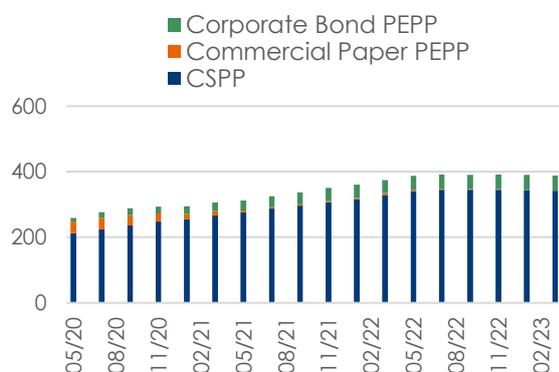
A fine marzo, la BCE ha pubblicato il [primo documento di informativa finanziaria sul clima in relazione ai titoli societari appartenenti al portafoglio CSPP dell'APP e PEPP](#) (portafoglio corporate) che sintetizza l'impatto ambientale associato agli attivi a bilancio. Tale documento, che verrà pubblicato con cadenza annuale, vuole promuovere la trasparenza in materia di comunicazione finanziaria sul clima e la BCE valuterà in futuro se estenderlo ad altri portafogli (PSPP e covered bond).

In base ai dati pubblicati nel documento e relativi al portafoglio di titoli corporate a fine gennaio, risulta che quasi l'80% degli emittenti ha un punteggio elevato in termini di performance climatica e superiore a 3, in una scala di misurazione da 0 a 5. Per quantificare invece le emissioni di carbonio connesse al portafoglio corporate ed utilizzando come proxy le emissioni dell'emittente del titolo, si possono considerare diversi parametri, come l'intensità media ponderata di carbonio (WACI), l'intensità di carbonio, le emissioni totali di carbonio e l'impronta di carbonio.

Dal 2020 ad oggi, le emissioni di carbonio totali associate al bilancio BCE, sono aumentate in conseguenza all'espansione del portafoglio corporate per l'aumento degli acquisti netti mensili nella fase post pandemica. Considerando, invece, come parametro di misurazione, la media ponderata dell'intensità di carbonio (WACI), si può notare un notevole miglioramento dopo il 1° di novembre 2022, a seguito dell'applicazione dei nuovi criteri sui reinvestimenti dei titoli in scadenza del portafoglio corporate. Infatti, la media ponderata dell'intensità di carbonio del portafoglio è diminuita più del 65%, considerando i flussi dei reinvestimenti del quarto trimestre rispetto a quelli effettuati nei primi tre mesi dell'anno.

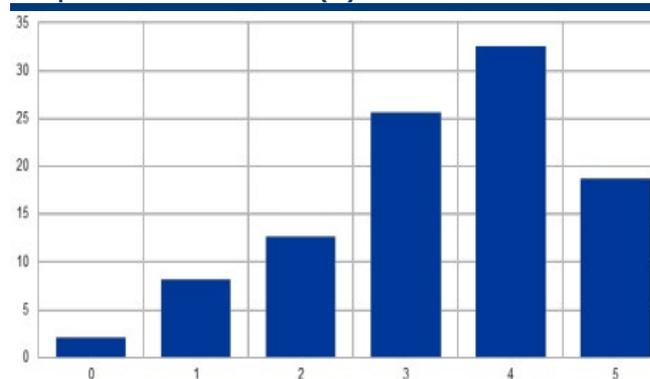
¹ Green Bond Brief 23 gennaio 2023

Ammontare portafoglio CSPP (APP e PEPP, mld Eur)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Percentuale titoli corporate (APP+ PEPP) sul totale in base alla performance climatica (%)



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

I nuovi criteri che riguardano i reinvestimenti dei titoli del portafoglio corporate si inseriscono all'interno di una serie articolata di misure previste dal Piano per il clima della BCE, pubblicato a luglio 2021 e si basano sulla preferenza nella riallocazione degli importi in scadenza verso gli emittenti con migliore performance climatica². L'applicazione di tali criteri sui reinvestimenti, ha inoltre una funzione segnaletica per il mercato, in quanto i dati pubblicati settimanalmente dalla BCE contenente gli ISIN dei titoli in portafoglio indicano gli emittenti più virtuosi in termini di sostenibilità ambientale.

Durante l'ultima riunione di maggio, la BCE ha comunicato che i reinvestimenti del portafoglio APP, verranno totalmente interrotti con decorrenza 1° luglio 2023, mentre proseguiranno i reinvestimenti del portafoglio PEPP fino ad almeno la fine del 2024. L'interruzione dei reinvestimenti del portafoglio CSPP dell'APP che costituisce l'88% del totale del portafoglio corporate della BCE, implica un rallentamento nel processo di riduzione delle emissioni gassose.

Come sottolineato da **I. Schnabel**³, l'interruzione dei reinvestimenti del portafoglio CSPP, comporta il passaggio della BCE da un ruolo attivo ad uno passivo nel processo di decarbonizzazione degli attivi. La riduzione delle emissioni del portafoglio, infatti, non sarebbe più determinata da una traiettoria prevedibile verso la neutralità del bilancio ma dipenderebbe unicamente dal ritmo di riduzione dell'impatto ambientale attuato dalle aziende emittenti dei titoli in portafoglio. In aggiunta, rallentando la decarbonizzazione del bilancio, potrebbe risultare compromesso il raggiungimento dell'obiettivo di neutralità ambientale entro il 2050 previsto dall'accordo di Parigi e di quello intermedio di riduzione del 55% delle emissioni nel 2030 rispetto a quelle del 1990 adottato a livello europeo con il piano "Fit for 55". La BCE ha considerato un'analisi di scenario sul portafoglio di titoli corporate CSPP e PEPP basata su tre diverse alternative: 1) interruzione dei reinvestimenti; 2) reinvestimenti di tutti i titoli in scadenza e 3) acquisti netti positivi di titoli corporate (CSPP + PEPP) pari a 2 miliardi al mese. Tutti gli scenari assumono reinvestimenti ed acquisti basati sui nuovi criteri che tengono conto dei fattori climatici. In base all'analisi della BCE, solo nell'ipotesi di mantenimento di acquisti netti positivi si ridurrebbero in maniera considerevole le emissioni legate agli attivi a bilancio e si

² I nuovi criteri di allocazione dei reinvestimenti privilegiano gli emittenti con migliore performance climatica quantificata tramite l'assegnazione di un punteggio che varia da 0 a 5, in base a tre diversi parametri: 1) misurazione delle emissioni gassose passate; 2) target di riduzione delle emissioni inquinanti future; 3) trasparenza nella comunicazione delle emissioni gas serra. Il punteggio risulta crescente al crescere della performance climatica.

³ I. schanbel "Monetary policy tightening and the green transition", 10 gennaio 2023.

raggiungerebbe l'obiettivo intermedio di riduzione delle emissioni del 55% nel 2030. Al contrario, negli scenari 1) e 2) (interruzione di bilancio e reinvestimenti di tutti i titoli in scadenza), l'obiettivo non verrebbe raggiunto.

La fase di riduzione del bilancio della BCE potrebbe richiedere quindi delle misure aggiuntive per garantire un allineamento con gli obiettivi previsti dall' accordo europeo ed internazionale.

Una soluzione potrebbe essere rappresentata dalla **sostituzione** dei titoli societari con punteggio più basso con quelli emessi da aziende con miglior performance climatica. Tale soluzione, tuttavia, presenterebbe la criticità di rischiare di interrompere il processo di miglioramento della performance ambientale di alcuni emittenti che andrebbe contro l'intento della BCE di promuovere la transizione climatica. Un ulteriore passo che potrà considerare la BCE riguarderà l'estensione delle considerazioni climatiche sui portafogli PSPP e covered bond per allinearli all'obiettivo di neutralità ambientale. L'estensione al portafoglio PSPP presenta tuttavia notevoli sfide in quanto i criteri di allocazione degli acquisti e dei reinvestimenti sono determinati dalle capital keys. Nel frattempo, la sospensione dei reinvestimenti ha un effetto di diminuzione della domanda di asset green da parte della Banca Centrale che potrebbe ridurre la sovraperformance dei titoli green rispetto ai convenzionali.

EU Green Bond Standard: verso la fine di un lungo percorso

Ad inizio maggio il Consiglio ed il Parlamento Europeo hanno definito la versione finale del Regolamento sugli EU Green Bond Standard (EU GBS), dopo avere raggiunto un accordo il 28 febbraio scorso. Il testo finale rappresenta il risultato di un lungo processo durato quasi due anni dalla prima proposta della Commissione Europea di luglio 2021 e tuttavia la normativa si applicherà solo 12 mesi dopo la pubblicazione nella Gazzetta Ufficiale dell'Unione Europea, quindi non prima di metà 2024.

Gli EU GBS si pongono l'obiettivo di favorire lo sviluppo del mercato dei green bond, minimizzando i rischi di "greenwashing" per gli investitori e fissando degli "standard chiari, quantitativi, dettagliati e comuni" nella definizione di attività sostenibile a livello ambientale basata sulla Tassonomia Europea⁴ che aumenterà la credibilità degli emittenti e renderà le diverse emissioni maggiormente confrontabili.

Gli EU GBS offrono, infatti, un'alternativa agli standard già in uso dal mercato (ICMA Green Bond Principles e Climate Bond Standard) nella definizione di EU Green Bond e potranno essere adottati da tutte le tipologie di emittenti includendo anche i non residenti nell'Unione Europea. L'adesione agli EU GBS da parte di un emittente di green bond rimarrà su base volontaria e gli emittenti di green bond potranno decidere di adottarli in alternativa od in aggiunta agli altri standard in uso dal mercato.

Il Regolamento degli EU Green Bond Standard prevede che prima della scadenza dell'EU Green Bond i proventi dell'emissione, al netto delle spese sostenute, dovranno essere allocati in linea con la Tassonomia Europea in una o in una combinazione delle seguenti:

- a) Immobilizzazioni in attività non finanziarie, incluse quelle delle famiglie;

⁴ La tassonomia Europea REGULATION (EU) 2020/852 è entrata in vigore a luglio 2020 e definisce le attività sostenibili a livello ambientale. Un'attività si definisce sostenibile a livello ambientale se soddisfa uno dei sei obiettivi ambientali previsti: (1) cambiamento climatico, (2) adattamento al cambiamento climatico, (3) uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine, (4) transizione verso un'economia circolare, (5) prevenzione e controllo dell'inquinamento e (6) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi ed inoltre rispetta i seguenti 4 requisiti: 1) contribuisce sostanzialmente ad uno dei sei obiettivi; 2) Non arreca danni significativi agli altri 5 obiettivi previsti; 3) venga condotta nel rispetto di garanzie minime di salvaguardia previste dall'art.18 dello stesso Regolamento e 4) soddisfi i criteri tecnici (technical screening criteria) recepiti dagli atti delegati.

- b) spese in conto capitale (CapEx), incluse quelle sostenute da famiglie;
- c) spese operative (OpEx) sostenute fino a tre anni antecedenti la data di emissione del green bond;
- d) attivi finanziari a condizione che siano acquisiti entro 5 anni successivi alla data dell'emissione dell'obbligazione;

La normativa concede un margine di flessibilità nell'allocazione dei proventi in relazione ad un quadro normativo ancora in evoluzione. Il regolamento definisce, infatti, gli EU Green Bond come le emissioni obbligazionarie in cui almeno l'85% dei proventi venga investito in progetti in linea con la Tassonomia Europea. Il restante 15% rappresenta una sorta di cuscinetto di flessibilità (flexibility pocket) che può essere investito anche in attività economiche per le quali non esistono criteri tecnici di screening ai sensi del Regolamento (UE) 2020/852 (Technical Screening Criteria) alla data di emissione dell'EU Green Bond o per alcune attività di sostegno internazionale in accordo con le linee guida internazionali (United Nations Framework Convention on Climate Change- UNFCCC- e l'official development assistance-ODA comunicato all' OECD Development Assistance Committee). Ricordiamo per chiarezza che i criteri tecnici di screening sono implementati tramite gli atti delegati e consentono di definire un'attività economica sostenibile a livello ambientale in base ai sei obiettivi previsti dalla Tassonomia Europea.

Nel caso in cui i proventi dell'emissione finanzino spese in conto capitale o spese operative che rispetteranno l'allineamento alla Tassonomia europea ad una data successiva rispetto all'emissione del EU Green Bond, l'emittente dovrà pubblicare un piano (**CapEx Plan**), incluso nel Prospetto Informativo che prevede la tempistica secondo cui i proventi saranno allineati alla Tassonomia Europea e comunque entro la scadenza dell'emissione. L'emittente dovrà pubblicare annualmente i progressi sull'implementazione del piano e l'allineamento alla Tassonomia in base al CapEx Plan dovrà essere poi certificato da una società di revisione esterna entro 60 giorni dalle scadenze previste dal piano.

Un aspetto più complesso della normativa riguarda l'allineamento dei proventi in considerazione ad una modifica degli screening tecnici successivamente alla data di emissione del green Bond (**Grandfathering provisions**). La normativa prevede che i proventi siano allocati in investimenti sopra elencati in linea con la Tassonomia Europea in base ai criteri tecnici di screening in vigore alla data di emissione del bond. Tuttavia, nel caso in cui durante la vita del green bond: 1) alcuni proventi non siano ancora allocati; 2) i proventi finanzino attività che risulteranno allineate alla Tassonomia Europea ad una data futura prevista in base al Capex Plan ed inoltre nel caso in cui i criteri tecnici di screening dovessero essere modificati successivamente alla data dell'emissione del green bond, tali proventi potranno essere allineati alla tassonomia entro 7 anni successivi all'entrata in vigore della modifica. Qualora invece l'emittente utilizzi i proventi dell'emissione per finanziare un portafoglio di attività fisse o finanziarie (portfolio approach), gli emittenti potranno includere nel portafoglio quelle attività i cui screening tecnici erano applicabili 7 anni prima della pubblicazione documento di allocazione (allocation report) con cui l'emittente documenta l'allocazione dei proventi nelle attività fisse o finanziarie.

La Commissione pubblicherà anche dei modelli (Template) ossia degli standard informativi che potranno essere utilizzati dall'emittente per comunicare l'allineamento dei proventi alla Tassonomia Europea durante la vita dell'emissione.

Infine, il regolamento richiede il parere positivo da parte di un revisore esterno, registrato e soggetto alla supervisione dell'ESMA, della documentazione pre-emissione (European Green Bond Factsheet) e post-emissione. Infatti, ogni 12 mesi fino alla completa allocazione dei proventi o fino al completamento del Capex Plan, l'emittente dovrà pubblicare il documento di allocazione dei proventi (allocation report) in attività in linea con la Tassonomia Europea.

L'emittente dovrà inoltre pubblicare un documento (impact report) che attesti l'impatto ambientale sull'utilizzo dei proventi dopo l'allocazione completa dei fondi.

BOX- Tassonomia Europea ed atti delegati: un riassunto sullo stato dell'arte

La tassonomia Europea (REGULATION (EU) 2020/852) è entrata in vigore a luglio 2020, attualmente sono stati definiti i criteri tecnici tramite gli atti delegati che definiscono le attività ambientali che consentono di determinare le attività economiche che rispettano i primi due obiettivi previsti di cambiamento climatico ed adattamento al cambiamento climatico e nel rispetto del principio del non arrecare un danno significativo a nessun altro obiettivo ambientale (Climate Delegated Act entrato in vigore il 1° gennaio 2022 e Complementary Climate Delegated Act entrato in vigore a gennaio 2023). Inoltre, è entrato in vigore l'atto delegato sugli obblighi di informativa riguardo alle attività economiche ecosostenibili il 1 gennaio 2022 (Disclosures Delegated Act). Si è concluso il 3 maggio, il periodo di consultazione pubblica riguardo ai criteri tecnici per la definizione di attività economiche che contribuiscono ai 4 obiettivi non climatici ovvero (i) uso sostenibile e protezione delle acque e delle risorse marine (ii) transizione verso un'economia circolare, (iii) prevenzione e controllo dell'inquinamento e (iv) protezione e ripristino della biodiversità e degli ecosistemi. La Commissione ha aperto inoltre una consultazione pubblica su alcune proposte di modifica sul Climate Delegated Act e Disclosures Delegated Act.

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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

Chiara Manenti (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com