

Interest Rate Strategy

EU bond: una questione di transitorietà

Le obbligazioni EU sono attualmente al centro dell'attenzione del mercato poiché in diversi ambiti si sta valutando la loro inclusione negli indici governativi euro. Questo è però solo uno tra i diversi progetti che l'Unione Europea sta portando avanti per migliorare la liquidità e l'efficienza del mercato, così da ridurre anche il premio di rendimento ora pagato rispetto ad altri emittenti tripla A. Nel frattempo, con il recente aumento dei tassi, l'Unione europea sta fronteggiando il problema dell'aumento della spesa per interessi sulla quota delle sovvenzioni di NGEU.

Nel lungo termine, così come testimonia la struttura per scadenze del premio richiesto dal mercato, concentrato soprattutto sul lungo termine, il problema principale è che questo mercato viene percepito come transitorio. In questa prospettiva sarebbe decisiva la proposta del Commissario all'economia, P. Gentiloni di usare la RRF come un modello per i programmi europei futuri così da creare un mercato permanente di safe asset euro e dotare l'Unione europea di una capacità fiscale propria.

Le obbligazioni EU sono attualmente al centro dell'attenzione del mercato poiché in diversi ambiti si sta valutando la loro inclusione negli indici governativi euro. Uno dei maggiori gestori di indici finanziari, ICE-Bofa (Intercontinental Exchange Inc) ha aperto una consultazione pubblica sull'opportunità di modificare la definizione di "emittente sovrano" in modo tale da contemplare l'inclusione dei titoli EU negli indici governativi. Il sondaggio si chiuderà il prossimo 30 giugno e la decisione dell'ICE sarà annunciata ad agosto, con eventuale entrata in vigore delle modifiche da fine ottobre 2024. La proposta di ICE è di modificare la definizione di emittente sovrano tuttora adottata che recita: "The Sovereign asset class is comprised of debt issued by an independent country's central government denominated in that country's official currency" aggiungendo un richiamo specifico "In addition, the European Union issuing in euro is considered Sovereign."

L'indice ICE-Bofa European Union in euro (codice Bloomberg G0EU) è costituito da 53 emissioni per un valore nominale corrente di 520 miliardi di euro. Il passaggio dei titoli EU dalla categoria supras a quella governativa determinerebbe una significativa ricomposizione dei pesi per diversi indici:

- 1) Indice ICE-BofA Euro Quasi-Government (codice Bloomberg EQ00), che include 1,472 emissioni per un valore nominale di 2710 miliardi di euro circa, di cui 275 titoli (1110 miliardi di euro nominali) sono supranational, compresi i titoli EU. L'uscita dei titoli UE dall'indice richiederebbe una riallocazione del 19,2% dell'indice.
- 2) indice ICE-Bofa Euro Government (codice Bloomberg EG00), che comprende 516 titoli per un valore facciale pari a 8,483 miliardi di euro. I titoli EU avrebbero un peso nell'indice governativo del 5,4% circa e ridurrebbero di conseguenza il peso degli emittenti governativi (-1,2% Italia, -1,1% Germania, -1,4% Francia e -0,8% Spagna).

Esempi di cambiamento dei pesi in alcuni indici ICE-Bofa (simulazioni ISP)

Index	Bloomberg code	Market value	Nominal Amount EUR Bn	Number of issues	Weight of EU excluded (-) /(+)included
European Union	G0EU	424	520	53	-
Euro Quasi-government	EQ00	2,236	2,710	1,476	-18,96%
Euro Government	EG00	7,354	8,487	516	5,45%
Euro Broad market	EMU0	13,458	15,591	7,500	3,05%

Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

7 maggio 2024 9:54 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities
Research

Chiara Manenti

Fixed Income Strategist

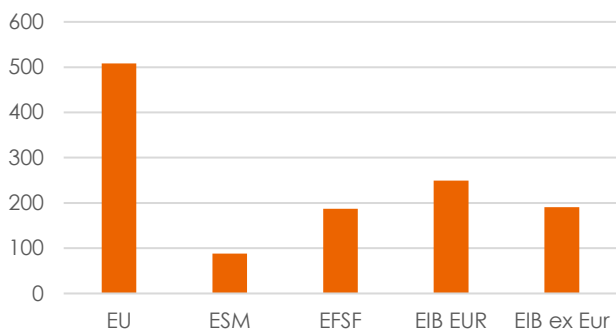
7 maggio 2024 9:58 CET

Data e ora di circolazione

L'idea di includere i titoli UE tra i titoli governativi è uno tra i diversi progetti che l'Unione Europea sta portando avanti per migliorare la liquidità e l'efficienza del mercato, così da ridurre anche il premio di rendimento ora pagato rispetto ad altri emittenti tripla A.

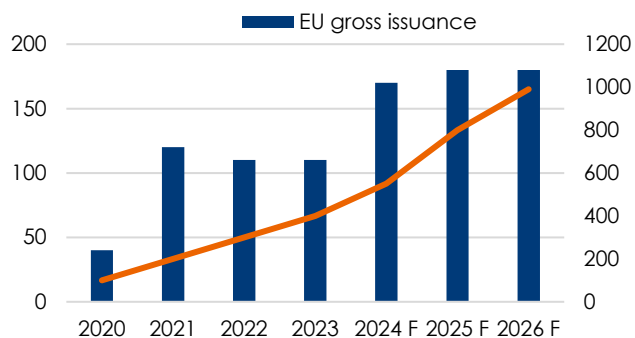
L'Unione Europea è oggi il principale emittente di titoli sovranazionali in euro, con uno stock di titoli in circolazione che ha superato 500 miliardi di euro grazie al finanziamento del programma NGEU, approvato nel luglio 2020 e diventato operativo da ottobre 2020. Da quest'anno, inoltre, le emissioni UE sono impiegate anche per finanziare l'assistenza finanziaria all'Ucraina, dopo l'erogazione di 7,2 miliardi nel 2022 e 18 miliardi di euro nel 2023 avvenuta tramite prestiti MFA: entro il 2027 si prevede che il supporto finanziario all'Ucraina, in totale 50 miliardi, sia finanziato per 30 miliardi attraverso emissioni UE. Secondo le proiezioni dell'emittente, le emissioni lorde annuali ammonteranno a circa 180 miliardi nel triennio 2024-2026 mentre lo stock di titoli in circolazione salirà intorno a 800 miliardi di euro a fine 2025 e a quasi 900 miliardi a fine 2026. La Commissione Europea stima che entro la fine del 2026 i titoli EU saranno pari al 40% dello stock di governativi euro tripla A e la loro quota negli attuali indici Supranational, Sub-sovereign and Agency (SSA) diventerà eccessivamente elevata e pari al 60%-70% degli indici. Da qui la necessità di fare confluire questi titoli negli indici governativi, dimensionalmente anche più ampi di quella SSA.

Totale in circolazione dei principali emittenti sovranazionali euro



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Obbligazioni UE verso un trilione a fine 2026 (Mld euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Uno dei fattori propulsivi del mercato EU è stata la decisione della Commissione UE di **adottare un approccio unificato di funding** per tutti i programmi esistenti e futuri (schema sotto), che non risponde più ad una logica back-to-back rispetto agli esborsi dei fondi ma si basa su uno schema comune di emissione che risponde alle seguenti caratteristiche:

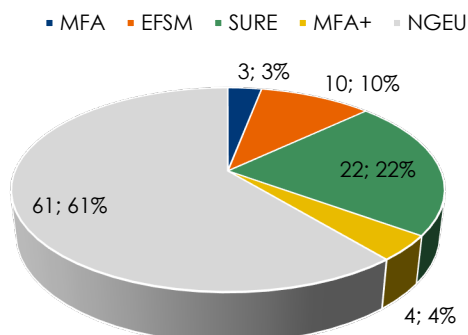
- Struttura di gestione del rischio e di governance unificata;
- Diversificazione delle tipologie di strumenti (EU bill, EU bond, EU green bond);
- Diversificazione delle modalità di emissione (aste competitive, sindacati);
- Pubblicazione di un programma di funding annuale e semestrale (con un calendario di aste).

La gestione delle aste sia competitive sia in sindacato si avvale di un network di primary dealer, che da novembre 2023 ha anche il compito di fornire supporto anche alla liquidità del mercato secondario su MTS e BrokerTec (24 dei 37 primary dealer hanno aderito a fine 2023). L'emittente si avvale inoltre di un conto di liquidità presso la BCE per la gestione dei fondi.

Un ulteriore elemento che ha dato supporto al mercato dei titoli UE è stata la decisione della BCE a giugno 2023 di riassegnare il debito emesso dall'Unione Europea dalla categoria di haircut II alla categoria I, la stessa del debito governativo, motivandola con l'accresciuta liquidità del mercato. La Commissione Europea incoraggia le controparti di mercato a fornire alle obbligazioni UE la stessa qualità di trattamento delle garanzie delle obbligazioni sovrane.

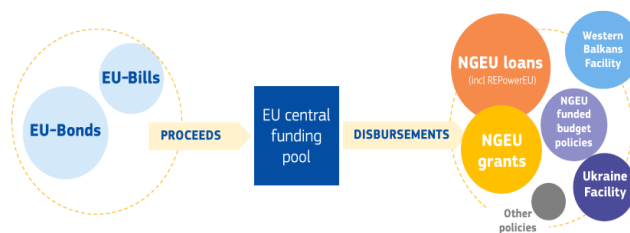
Da gennaio 2024, il regolamento di tutte le nuove emissioni UE avviene tramite l'infrastruttura European Issuance Service (EIS), dove la Banca nazionale del Belgio (NBB-SSS), funge da depositario centrale di titoli (Central Securities Depository CSD-issuer), distribuendo i titoli sul mercato primario attraverso i suoi collegamenti con le CSD-investitori in tutta l'Unione Europea. La Banca Centrale Europea agisce in qualità di agente pagatore. La nuova infrastruttura presenta un duplice vantaggio, in quanto permette il regolamento diretto di titoli e obbligazioni dell'UE in TARGET2 (T2S) e facilita l'uso dei titoli UE come garanzia da parte delle controparti delle banche centrali.

Suddivisione dei fondi finanziati con emissioni UE a fine 2023 (Mld EUR, % tot)



Fonte: Comm.Eu, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Il nuovo approccio di funding unificato dell'UE



Fonte: Comm.Eu, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

La prima Survey presso investitori svolta lo scorso anno ha evidenziato che circa 80% del campione vede i titoli EU come sostituti dei titoli governativi euro core e il 54% circa come comparabili a grandi emittenti con rating elevato. Il volume di debito in circolazione e un ciclo regolare di offerta sono le due caratteristiche principali che a giudizio degli investitori avvicinano i titoli UE ai governativi euro.

Oltre a valutare l'inclusione negli indici governativi, l'UE sta lavorando su due progetti che potrebbero aumentare l'efficienza del mercato:

- L'introduzione di contratti future sui titoli EU, così da dare maggiori opportunità di hedging e facilitare anche l'attività di trading sul mercato secondario;
- Lo sviluppo di un mercato repo sui titoli EU riservato ai primary dealer, che potrebbe essere operativo nel 2024.

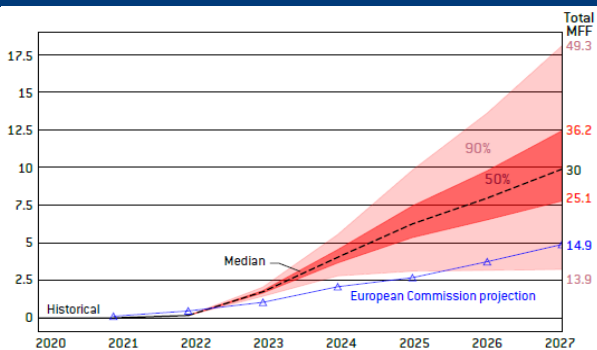
Il rialzo dei tassi ha creato un problema di costo del debito

I costi relativi al pagamento degli interessi e del capitale sul debito dell'Unione europea emesso per finanziare la parte non rimborsabile del programma di ripresa post-pandemia devono essere coperti dal bilancio dell'UE. La Commissione aveva stanziato una dotazione complessiva di 14,9 miliardi di EUR nel Multiannual Financial Framework (MFF) 2021-2027 per coprire i pagamenti degli interessi per le sovvenzioni erogate ma questo importo si basava infatti sull'ipotesi che i rendimenti medi sarebbero gradualmente aumentati dallo 0,55% osservato nel 2021 all'1,15% nel 2027, ben al di sotto quindi sia dei rendimenti correnti di mercato sia dei rendimenti attesi di consenso per i prossimi anni. La Commissione ha rivisto al rialzo le sue stime della dotazione necessaria per coprire i pagamenti degli interessi di un importo tra 17-27 miliardi, in aggiunta alla dotazione prevista.

Lo scorso 6 febbraio, il Parlamento Europeo e il Consiglio hanno concordato per la prima volta una revisione intermedia del Regolamento del MFF, a cui anche la Commissione ha dato il via libera, che introduce delle modifiche ai massimali di spesa del MFF e l'applicazione ed entità di strumenti speciali oltre questi massimali.

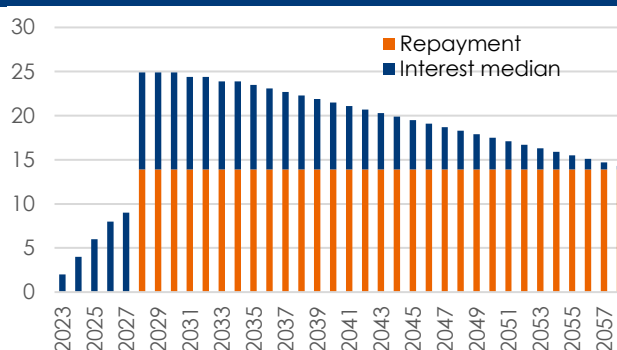
L'accordo prevede in particolare un nuovo "meccanismo a cascata" di finanziamento per coprire gli sfioramenti relativi ai pagamenti di interessi connessi a Next Generation EU (schema sotto). Tale meccanismo può mobilitare un nuovo strumento speciale di emergenza, EU recovery instrument (EURI) al di là dei massimali del RFF in ultima istanza ovvero solo nel caso siano necessari ulteriori fondi dopo le prime due tappe.

Costi annui e totali degli interessi previsti a carico dell'UE nel MFF 2021-27 (in miliardi di euro)



Fonte: Brugel, Comm.EU, Intesa Sanpaolo

Rimborsi annuali previsti del capitale e degli interessi passivi sostenuti dall'UE (in miliardi di EUR)

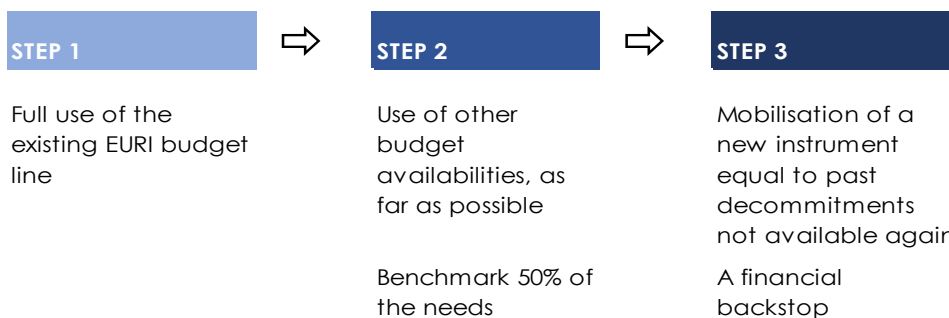


Fonte: Eur.Parliament BUDG Committee, Intesa Sanpaolo

Questo nuovo strumento ha una dimensione circoscritta come indicato dal Consiglio europeo a dicembre 2023¹: "Il Consiglio presterà particolare attenzione al livello dei disimpegni mobilitati nella terza fase in caso in cui tale livello raggiunga 5 miliardi di euro in un anno o superiori i 15 miliardi di euro cumulativamente negli anni 2025-27. Se, in via eccezionale, uno o più Stati membri ritengono che vi siano serie preoccupazioni in merito alla mobilitazione del backstop, possono chiedere al presidente del Consiglio europeo di deferire la questione al prossimo Consiglio europeo."

Meccanismo a cascata EURI

EURI CASCADE MECHANISM



Fonte: Comm.EU, Intesa Sanpaolo

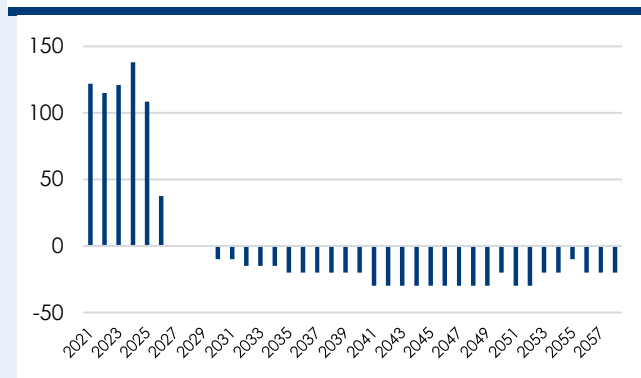
Il finanziamento delle spese per NGEU resta però sfidante negli anni oltre il 2027. Secondo uno studio pubblicato dal Comitato per il Budget del Parlamento europeo (BUDG) lo scorso ottobre, sulla base dei tassi forward a 10 anni, che erano di circa 50pb più elevati rispetto a quelli correnti, i tassi d'interesse annuali erano stimati in aumento a 10,8 miliardi di euro nel 2030 (0,05% del PIL EU) e poi iniziare a calare fino al 2058, per una spesa complessiva in questo arco temporale di 221 miliardi di euro. La distribuzione di probabilità dei tassi swap a 10 anni indica più in dettaglio per la spesa per interessi cumulata un range tra 283-151 miliardi di euro (50% di probabilità).

¹ <https://www.consilium.europa.eu/media/68901/st00023-en23.pdf>

BOX - La dinamica delle emissioni nette e lorde EU al 2058

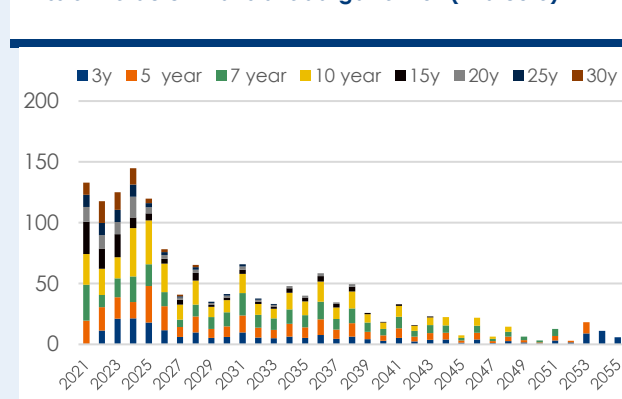
Le emissioni nette UE saranno positive negli anni in cui i fondi di prestiti e sovvenzioni dovranno essere erogati, sia in termini di sovvenzioni sia di prestiti, poi oltre il 2026 si verificherà una gestione delle scadenze con l'obiettivo di mantenere le emissioni nette vicino a zero. Questa fase si estenderà fino al momento in cui inizieranno ad essere rimborsati i prestiti, che inizierà dal 2030, guardando agli accordi sui prestiti concessi all'Italia. Il vincolo di estinguere interamente il debito contratto per finanziare NGEU non oltre il 2058 richiederà che gradualmente la durata delle emissioni offerte venga ridotta (per es. non potranno essere emessi titoli a 10 anni oltre il 2048). Nei grafici sottostanti presentiamo uno dei possibili scenari per le emissioni UE sull'orizzonte di vita del programma NGEU: la dinamica delle emissioni nette, nel grafico a sinistra, corrisponde all'andamento delle emissioni lorde, che tengono in considerazione il rollover dei titoli nell'arco temporale considerato, rappresentate nel grafico di destra per durata all'emissione. La vita media pesata per le quantità delle emissioni lorde dovrebbe essere pari a 8,5-9,5 anni nei primi 8 anni del programma, scendere poi a 8 anni nel decennio successivo e arrivare gradualmente a 3 anni nel 2055.

Emissioni nette ex T-bills di obbligazioni UE (oltre 2023 previsioni ISP, Mld euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Emissioni lorde ex T-bills di obbligazioni UE (Mld euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

A partire dal 2028 il budget europeo dovrà includere non solo la spesa per interessi ma anche accantonamenti per rimborsare i titoli fino ad azzerare lo stock nel 2058. La simulazione del BUDG proietta una spesa per rimborsi delle sovvenzioni NGEU di 13,9 miliardi annui a cui si sommano gli interessi: nello scenario centrale con 50% di probabilità, la spesa annuale potrebbe raggiungere un picco di 22-27 miliardi di euro nel 2030 e poi scendere verso 14 miliardi circa alla fine del programma. Il costo complessivo del programma ammonterebbe a 582-715 miliardi di euro. In uno scenario alternativo di riduzione del differenziale tra titoli EU e swap di circa 35pb rispetto allo scenario base permetterebbe un risparmio cumulato di circa 25 miliardi di euro (197 miliardi anziché 221 miliardi).

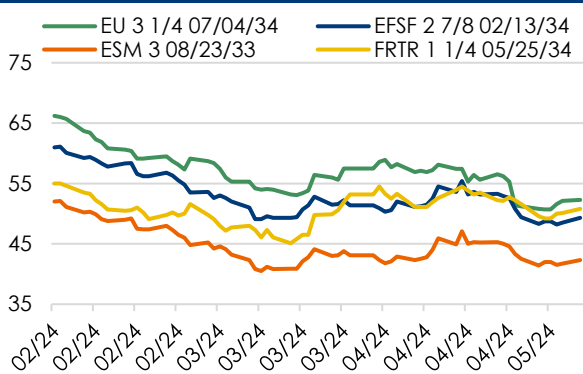
I titoli EU hanno spazio di sovra performare ancora

La notizia dell'annuncio della possibile inclusione negli indici governativi ha già avuto un effetto di mercato positivo sul segmento EU: lo spread di rendimento EU-Bund 2034 si è chiuso di 5 pb da inizio aprile ad oggi, rispetto ad una chiusura di 2pb di ESM 2033 e spread stabili di OAT e BEI. I titoli ex benchmark con scadenza 2032 hanno stretto di 6pb contro una chiusura di 3pb di ESM, OAT e BEI. Anche in termini di Z-spread i titoli EU hanno sovra performato da inizio aprile gli altri emittenti europei (grafico). Osservando la curva dei rendimenti, i titoli EU pagano uno spread positivo rispetto alla curva BEI in euro, differenziale che risulta significativo sulle scadenze a 10 anni e superiori; anche rispetto alla curva ESM, EU quota più cara fino all'area 7 anni, ma su scadenze più lunghe il differenziale è positivo (13pb su 10Y e 15Y e 16pb su 25Y). I progetti in via di attuazione per incrementare la liquidità della curva EU, tra i quali l'inclusione negli indici benchmark governativi, potranno sostenere a nostro avviso una ulteriore sovra performance dei titoli EU, ma nel lungo termine così come testimonia il premio richiesto dagli investitori, il problema principale resta quello di un mercato che viene percepito come transitorio, in quanto la duration media dei titoli in circolazione si ridurrà velocemente già dal 2030 in poi e tutte le obbligazioni

NGEU scadranno entro il 2058. In questa prospettiva sarebbe essenziale se la proposta del Commissario all'economia, P. Gentiloni sul finanziamento del modello di crescita dell'EU avesse seguito.

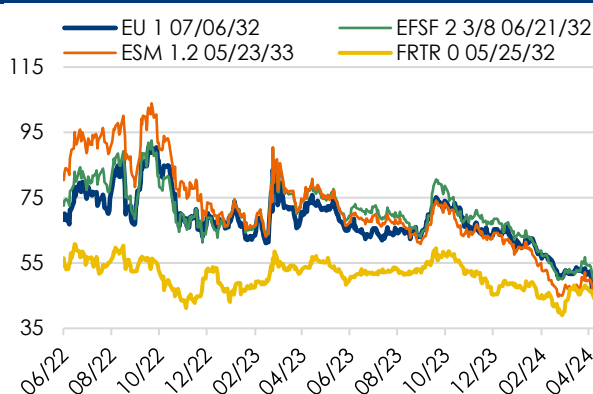
Nell'ambito del 15° dialogo del Parlamento europeo sul dispositivo RRF², Gentiloni ha sottolineato che gli investimenti su verde, digitale, difesa e sostegno alla ricostruzione dell'Ucraina richiederanno ulteriori impegni finanziari anche dopo il 2026 e che i benefici dell'indebitamento comune tramite titoli EU non sono stati sfruttati pienamente, anche in termini di costi di finanziamento, a causa della natura temporanea del programma RRF. Gentiloni ha proposto poi che la RRF sia usata come un modello per i programmi europei futuri così da creare un mercato permanente di safe asset euro e dotare l'Unione Europea di una capacità fiscale propria.

Spread vs Bund 2034 (YTM bp)



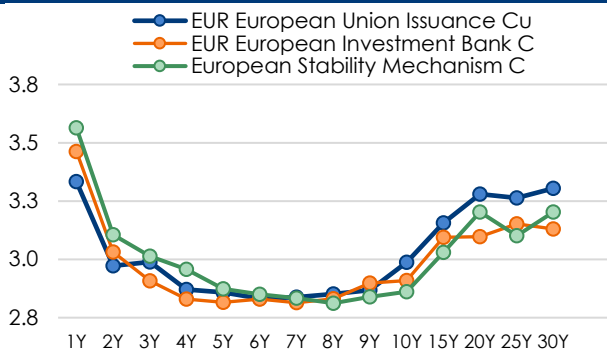
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Spread vs Bund 2032 (YTM bp)



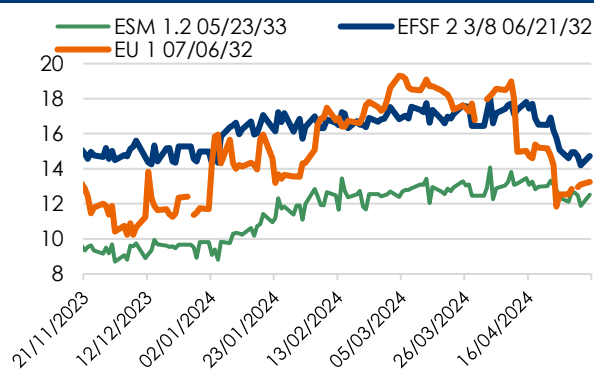
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Benchmark EU vs EIB EUR and OAT (YTM%)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Z-spread EU, EFSF e ESM (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

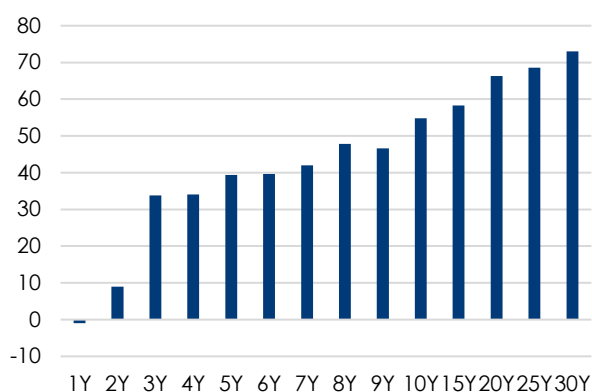
Usando come esempio il solo capitolo difesa, a livello nazionale le spese per la difesa hanno dimensioni rilevanti e sono aumentate dall'invasione dell'Ucraina da un totale di 240 miliardi di euro nel 2022 a 280 miliardi di euro nel 2023, mentre per l'anno in scorso la spesa complessiva dovrebbe raggiungere 350 miliardi di euro. A livello europeo, attualmente esiste un bilancio di quasi 8 miliardi di euro per il periodo 2021-2027 dedicato al Fondo europeo per la difesa, di cui 2,7 miliardi di euro per finanziare la ricerca collaborativa nel settore della difesa e 5,3 miliardi di euro per finanziare progetti di sviluppo collaborativo delle capacità a integrazione dei contributi nazionali. Le azioni del bilancio dell'UE sono integrate poi dallo strumento europeo per la pace

² [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/755741/IPOL_IDA\(2024\)755741_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2024/755741/IPOL_IDA(2024)755741_EN.pdf)

(EPF), un meccanismo di finanziamento fuori bilancio per le azioni dell'UE con implicazioni nel settore militare e della difesa nell'ambito della politica estera e di sicurezza comune (PESC).

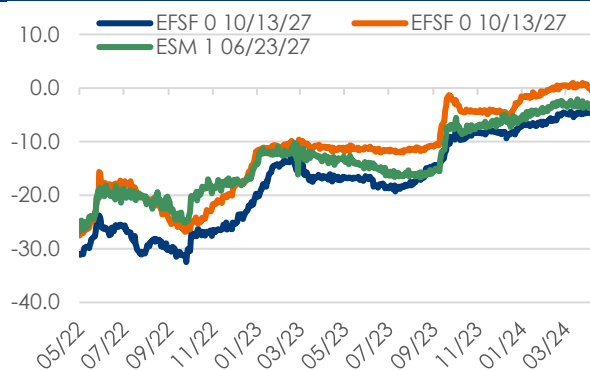
In conclusione, i diversi progetti messi in atto per accrescere la liquidità e l'efficienza del mercato dei titoli EU possono sicuramente portare ad una ulteriore sovra performance del segmento, ma la decisione di rendere permanente il mercato dei titoli EU come strumento di finanziamento di alcuni capitoli del bilancio dell'Unione Europea sarebbe a nostro avviso fondamentale per ridurre il premio al rischio oggi pagato soprattutto sul tratto lungo e ultra lungo della curva.

Spread EU-DBR sui benchmark (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Z-spread EU, EFSF e ESM (pb)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

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., 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

Chiara Manenti (Responsabile)

Sergio Capaldi (Rates)

Federica Migliardi (Rates)

Asmara Jamaleh (FX)

Daniela Corsini (Commodities)

chiara.manenti@intesasnpaolo.com

sergio.capaldi@intesasnpaolo.com

federica.migliardi@intesasnpaolo.com

asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com

daniela.corsini@intesasnpaolo.com