

Interest Rate Strategy

Emissioni UE: ritorno al futuro

Nonostante la conclusione prevista per il 2026 del programma di finanziamento su larga scala Next Generation EU (NGEU), la presenza dell'Unione Europea come emittente sul mercato del debito proseguirà nel medio termine.

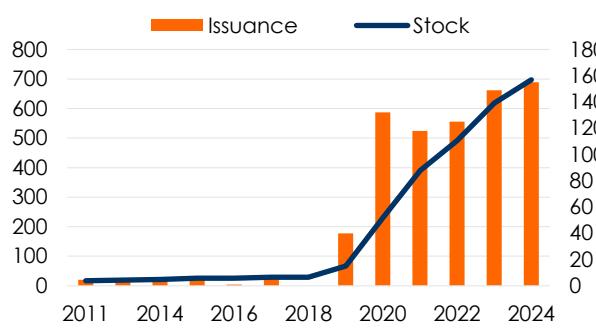
L'UE, infatti, deve far fronte a esigenze finanziarie crescenti e urgenti, tra cui l'incremento della spesa per la difesa e il sostegno all'Ucraina. Il nuovo Quadro Finanziario Pluriennale (QFP)2028-2034, in risposta a tali esigenze, introduce ulteriori programmi che si affiancheranno a quelli esistenti e che saranno finanziati sia con risorse proprie sia tramite nuove emissioni di debito UE.

La curva di credito beneficerà della maggiore percezione da parte del mercato dell'Unione Europea come emittente permanente e dell'incremento dello stock di debito in circolazione.

Il 2026 segnerà la conclusione del programma NextGenerationEU (NGEU), il piano di rilancio dell'UE in risposta alla pandemia che ha rappresentato una svolta storica nella dinamica della spesa a livello comunitario. Durante gli anni precedenti il 2019, infatti, le emissioni dell'UE sono state sporadiche e volte a finanziare prestiti a singoli Stati membri in difficoltà. Con l'emergenza COVID-19 ed il lancio dei programmi SURE e NGEU per supportare la ripresa economica europea, le emissioni dell'UE sono cresciute esponenzialmente: lo stock di debito circolante è aumentato da 52 miliardi del 2018 fino all'attuale livello di 700 miliardi di euro. La conclusione di un programma di emissione di debito dell'UE su larga scala come NGEU non compromette, tuttavia, il ruolo dell'UE come emittente nel medio periodo. Il nuovo Quadro Finanziario Pluriennale (QFP) 2028-2034, come proposto dalla Commissione a luglio, prevede infatti l'introduzione di ulteriori programmi. Questi si aggiungeranno a quelli già esistenti e saranno finanziati sia mediante risorse proprie e sia attraverso nuove emissioni obbligazionarie a breve e lungo termine.

Il nuovo QFP per il periodo 2028-2034, prevede uno stanziamento di 1.800 miliardi di euro (1,26% del RNL a prezzi 2025). Le negoziazioni tra Commissione e Parlamento sono iniziate, con l'obiettivo di definire la struttura e le dimensioni finali del QFP entro gennaio 2028. Escludendo la quota dei rimborsi NGEU, il QFP proposto per il periodo successivo al 2027 riflette, in termini nominali, un aumento di 367,2 miliardi di euro, ma in termini reali rappresenta un aumento solo dello 0,02% del RNL. Il nuovo QFP verrà finanziato principalmente con risorse proprie. Per tale ragione e' previsto un rafforzamento delle risorse proprie tramite un innalzamento permanentemente del contributo degli Stati membri dall'1,4% all'1,75% del RNL dell'UE annuo ed un 0,25% del RNL annuo aggiuntivo in caso di crisi per garantire le passività sul lato del bilancio (in caso di attivazione il contributo a livello nazionale salirebbe al 2%).

Emissioni UE e stock debito circolante (mld. euro)



Fonte: Commissione UE, Intesa Sanpaolo

QFP 2028-2034- le principali rubriche (mld euro)



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Sono, inoltre, previste delle nuove risorse proprie che concorgeranno per circa 58 miliardi all'anno (entrate derivanti da quote di emissioni dell'UE ETS1, accisa sul tabacco, proventi dalla vendita quote di carbonio, rifiuti elettronici non raccolti, risorsa societaria per l'Europa).

In seconda istanza, il nuovo QFP verrà finanziato tramite emissioni obbligazionarie UE. La proposta di QFP 2028-2034 comprende nuovi programmi che prevedono l'erogazione di prestiti agli Stati membri e partner finanziati da emissioni obbligazionarie:

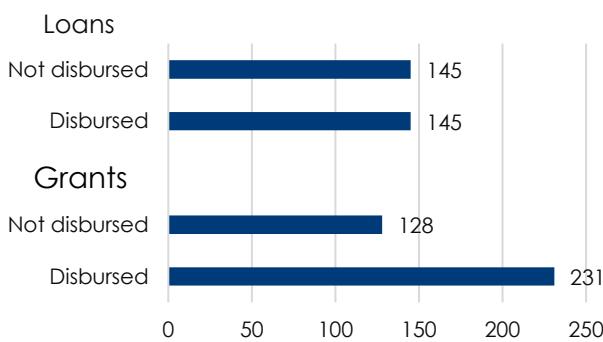
- fino a 150 miliardi di prestiti tramite Catalyst Europe;
- un nuovo meccanismo di emergenza da attivare in caso di gravi crisi, che consente all'Unione Europea di preservarsi una certa flessibilità e prontezza all'emergere di situazioni di crisi;
- 100 miliardi di euro di prestiti e sovvenzioni all'Ucraina nell'ambito della riserva dedicata per sostenere il paese;
- 95 miliardi di euro per garanzie e prestiti nell'ambito della politica economica e assistenza macrofinanziaria (l'ammontare tra prestiti e sovvenzioni verrà deciso successivamente in base ad esigenze).

Inoltre, l'UE dovrà continuare a finanziare i programmi già in essere e che si concluderanno nel periodo di competenza del nuovo QFP e che analizziamo di seguito.

■ **Conclusione del programma NGEU e roll-over parziale dei titoli in scadenza.** Il programma NGEU terminerà a fine 2026; tuttavia, l'ammontare finale delle risorse effettivamente erogate resta ancora incerto.

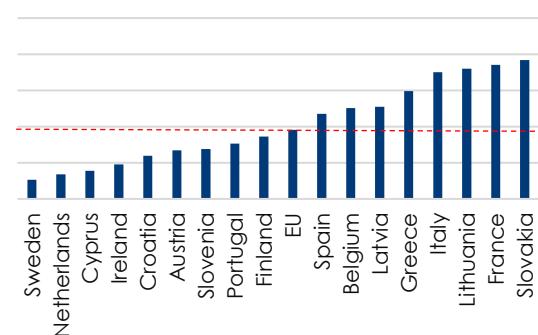
Circa 275 miliardi di euro del Dispositivo per la Ripresa e Resilienza (RRF) dei 650 previsti dovranno ancora essere distribuiti entro dicembre 2026. Gli Stati membri avranno tempo fino a settembre 2026 per richiedere i pagamenti finali di fondi tramite prestiti e sovvenzioni. Attualmente, il 36% delle sovvenzioni (130 miliardi) e il 50% dei prestiti (145 miliardi) risultano non ancora erogati. Un documento del [Parlamento Europeo](#) indica che i paesi hanno posticipato l'utilizzo dei fondi all'ultimo anno a causa della complessità strutturale delle misure finanziarie dalla RRF. Le frequenti revisioni dei PNRR nazionali e i ritardi nell'attuazione rendono l'assorbimento totale dei fondi entro la fine del 2026 una sfida significativa. È probabile che molti paesi daranno priorità alle sovvenzioni rispetto ai prestiti, data la diminuzione degli spread di credito che ha reso i prestiti UE meno convenienti per diverse nazioni. La Spagna, infatti, ha già annunciato che non ricorrerà più a prestiti dall'UE nel corso del 2026 e quindi rinuncerà a circa 60 miliardi di prestiti previsti dall'allocazione della RRF.

Ammontare di prestiti e sovvenzioni a livello aggregato erogati e da erogare (mld. euro)



Fonte: RRF scoreboard, Intesa Sanpaolo

Spread governativi vs Bund 10 anni (bps)

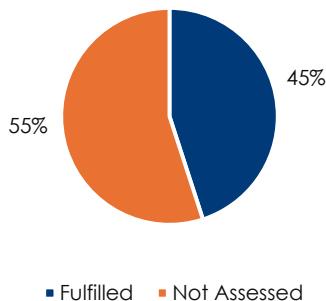


Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

L'ammontare finale del debito emesso per finanziare NGEU, ovviamente, inciderà sul profilo dei rimborsi futuri. Il piano di scadenze attuale prevede un aumento delle esigenze di rimborso già dal prossimo anno ed i titoli in scadenza nel 2026 saranno pari a 47 miliardi. I titoli relativi al programma NGEU inizieranno a scadere nel 2028 e proseguiranno fino al 2058. In base al programma NGEU, l'UE è tenuta a pagare gli interessi e il rimborso dei capitali a scadenza per quanto riguarda le sovvenzioni. I prestiti verranno invece rimborsati dagli Stati membri.

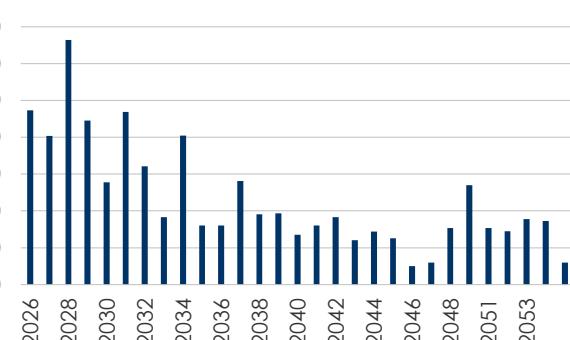
L'UE stima che saranno necessari 40-50 miliardi di euro all'anno per finanziare il roll-over dei titoli in scadenza nel periodo 2028-2034.

Stato di raggiungimento degli obiettivi previsti dai PNRR



Fonte: RRF Scoreboard, Intesa Sanpaolo

Scadenze titoli UE (mld, euro)



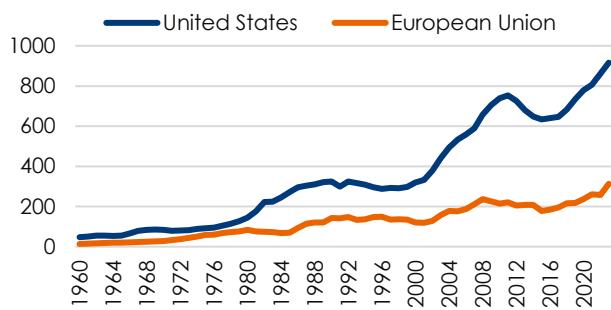
Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

■ **Fondo SAFE.** Una voce di spesa rilevante nel medio periodo per l'UE è quella destinata al settore della difesa. Lo scorso giugno, i membri della NATO hanno approvato l'innalzamento del target di spesa per la difesa in percentuale al PIL al 5%, notevolmente più elevato rispetto alla media attesa per l'UE del 2,1% nel 2025. Ursula von der Leyen ha dichiarato che i Paesi dell'UE necessiteranno di 500 miliardi di spesa per la difesa nel prossimo decennio. Il piano Rearm EU incoraggia gli investimenti nel settore della difesa e della sicurezza dei singoli Paesi tramite l'attivazione della clausola di salvaguardia, ma rimane una strada difficilmente percorribile per i Paesi ad alto debito e con necessità di consolidamento dei conti pubblici. A livello UE, invece, il Fondo SAFE, istituito a maggio 2025, prevede l'erogazione di 150 miliardi di euro di prestiti dal 2026 al 2030. Diciannove paesi hanno richiesto di poter accedere ai prestiti UE tramite il fondo SAFE per l'intero plafond. La Commissione esaminerà i piani nazionali per la difesa trasmessi dai Paesi richiedenti a novembre scorso. Una volta approvati i piani nazionali di spesa per la difesa, l'UE procederà con l'erogazione dei prefinanziamenti, presumibilmente già a febbraio 2026.

La spesa per la difesa entrerà nel nuovo QFP nella rubrica 2 (Competitività, Prosperità e Sicurezza) nell'ambito del più ampio settore d'investimento "**resilienza e sicurezza, industria della difesa e spazio**", con una dotazione di 130 miliardi di euro. Sempre all'interno della Rubrica 2 è presente la **Connecting Europe Facility** per 18 miliardi per supportare la mobilità militare.

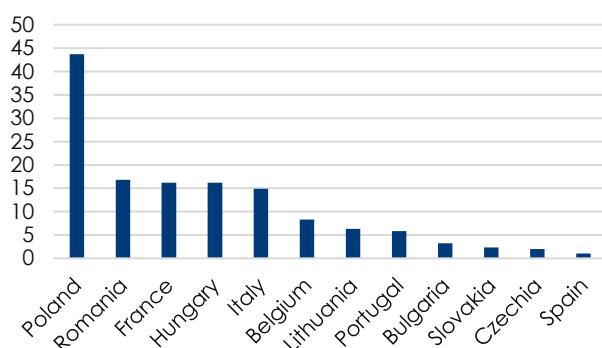
La presidente della BCE Lagarde, durante un'intervista al Financial Times, ha espresso apertura verso emissioni comunitarie per il finanziamento della spesa per la difesa, tramite un programma di emissioni equivalente al NGEU ("We did so for COVID because it was a matter of survival. Defence is equally a matter of survival and emergency").

Spese per la difesa (mld dollari)



Fonte: World Bank group, Intesa Sanpaolo

Allocazione prestiti fondo SAFE per paese (mld euro)



Fonte: UE, intesa Sanpaolo

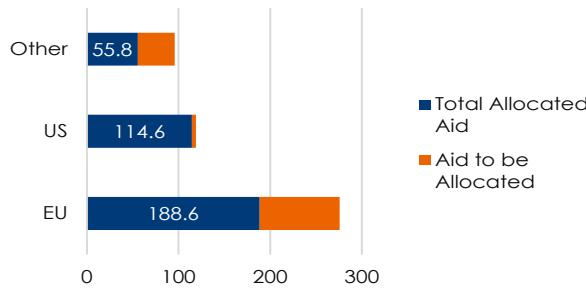
■ **Aiuti all'Ucraina.** Dall'inizio dell'invasione russa in Ucraina di febbraio 2022 a novembre 2025, l'UE ha fornito un supporto finanziario pari a 177 miliardi di euro, destinato al sostegno del bilancio statale, alla ripresa e alla ricostruzione del paese, ad aiuti umanitari e militari. L'UE risulta il principale finanziatore dell'Ucraina, superando anche gli Stati Uniti con 114 miliardi di euro di supporto finanziario erogato. L'UE ha utilizzato diversi meccanismi per erogare aiuti all'Ucraina, tra i principali: la **Macro-Financial Assistance (MFA)** con cui ha concesso prestiti a medio-lungo termine e sovvenzioni all'Ucraina per 7,2 miliardi nel 2022 e 18 miliardi nel 2023. L'**European Peace Facility**, un fondo fuori bilancio dell'UE utilizzato per finanziare spese militari e attività di difesa, dotato di 17 miliardi per il periodo tra il 2021 ed il 2027 e la **Ukraine Facility**, che prevede una dotazione di 50 miliardi di euro complessivi allocati tra il 2024 ed il 2027 per l'implementazione di un piano di riforme che consente all'Ucraina l'ingresso nell'UE. Inoltre, l'UE ha finalizzato l'erogazione di 14 miliardi di euro su un totale di 18 miliardi di prestiti all'Ucraina nell'ambito dell'iniziativa G7 denominata "Extraordinary Revenue Acceleration" (ERA). Questa cifra rappresenta il contributo totale dell'UE all'accordo più ampio del G7, che mira a fornire collettivamente circa 45 miliardi di euro di sostegno finanziario urgente a Kiev. L'erogazione di questi fondi è garantita dai profitti futuri generati dagli asset sovrani russi immobilizzati (congelati) nelle giurisdizioni del G7 e dell'UE¹. I rimborsi e il pagamento degli interessi sui prestiti concessi nell'ambito del quadro del G7 sono coperti dai profitti generati dagli attivi russi immobilizzati e versati tramite il meccanismo di cooperazione per i prestiti all'Ucraina (ULCM).

Aiuti finanziari, umanitari e militari UE da febbraio 2022 a ottobre 2025



Fonte: European Parliament, Intesa Sanpaolo

Aiuti allocati ed erogati dall'UE e dagli Stati Uniti (mld euro) da febbraio 2022 ad ottobre 2025



Fonte: Kiel Institute, Intesa Sanpaolo

¹ <https://www.g7italy.it/wp-content/uploads/G7-Leaders-Statement-on-Extraordinary-Revenue-Acceleration-ERA-Loans.pdf>

Gli aiuti finanziari dell'Unione Europea all'Ucraina sono stati erogati in gran parte sotto forma di prestiti agevolati. Questi prestiti, che costituiscono circa il 75% del totale, prevedono condizioni estremamente favorevoli, inclusi lunghi periodi di grazia prima che l'Ucraina debba iniziare a rimborsare il capitale. L'onere finanziario è ulteriormente alleggerito dal fatto che l'UE stessa si fa carico del costo degli interessi tramite sovvenzioni dirette. Il 3 dicembre scorso, la Commissione Europea ha proposto² due soluzioni per il supporto finanziario dell'Ucraina per il periodo 2026-2027, stimato in circa 90 miliardi:

- 1) emissioni UE tramite il mercato dei capitali, garantite dal bilancio a lungo termine;
- 2) il "**Reparation Loan**", basato su prestiti che la Commissione otterrebbe dalle istituzioni finanziarie che detengono gli attivi russi immobilizzati (210 miliardi di euro). In questa ipotesi, l'UE prenderebbe in prestito fondi dalle istituzioni finanziarie che detengono gli attivi russi e lo presterebbe all'Ucraina a tasso zero. L'Ucraina rimborserebbe il prestito una volta che la Russia avrà pagato i danni causati dalla guerra.

Il prossimo Consiglio europeo del 18-19 dicembre prenderà in esame le due soluzioni individuate. Il Belgio risulta tra i principali paesi contrari alla proposta di "Reparation Loan", poiché la maggior parte degli attivi immobilizzati (185 miliardi) è depositata presso Euroclear, con sede a Bruxelles, e teme qualche risposta offensiva della Russia e chiede di poter dividere i rischi finanziari e legali con gli altri paesi. La Commissione e i suoi consulenti legali sostengono che ciò non equivale a una confisca dei beni, poiché la Russia manterebbe comunque un diritto sul denaro e sugli altri beni ed ha inoltre introdotto clausole di salvaguardia per proteggere gli Stati membri e le istituzioni da possibili misure ritorsive da parte della Russia.

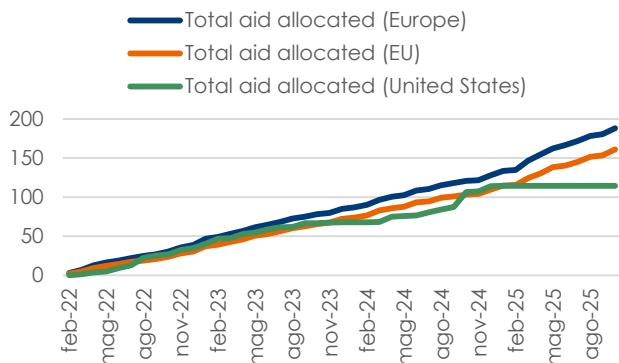
L'ipotesi alternativa di indebitamento dell'UE sui mercati è altrettanto difficilmente percorribile, poiché richiederebbe l'unanimità dei Paesi per poter essere approvata, ma incontra l'opposizione dell'Ungheria, fortemente contraria a ulteriori aiuti all'Ucraina.

Il protrarsi del conflitto con la Russia continua ad accrescere le necessità di finanziamento dell'Ucraina. Secondo le stime dell'IMF³, la necessità di finanziamento per il periodo 2023-2027 ammonta a 153 miliardi di dollari nello scenario base. Secondo le stime dell'IMF, risulterebbero ancora non allocati 63 miliardi di dollari di finanziamenti. In uno scenario peggiorativo in cui il conflitto dell'Ucraina perdura fino a metà 2026, i finanziamenti cumulati ammonterebbero a 165 miliardi di dollari. Considerata la scarsa propensione degli Stati Uniti a finanziare ulteriormente l'Ucraina, aumenta il rischio che spetti all'UE intervenire con importi superiori a quelli previsti.

² https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_25_2903

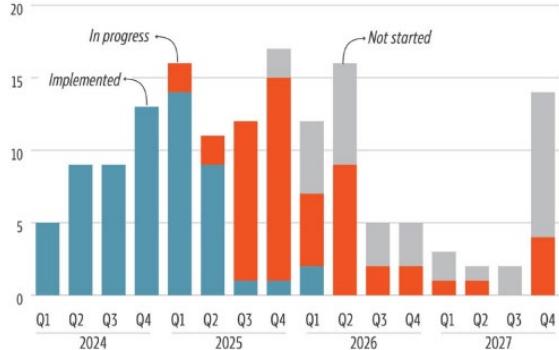
³ <https://www.imf.org/-/media/files/publications/cr/2025/english/1ukrea2025002-print-pdf.pdf>

Somma cumulata aiuti finanziari per mese, febbraio 2022 - ottobre 2025 (mld euro)



Fonte: Kiel Institute, Intesa Sanpaolo

Piano Ucraina indicativo di implementazione delle attività - ottobre 2025



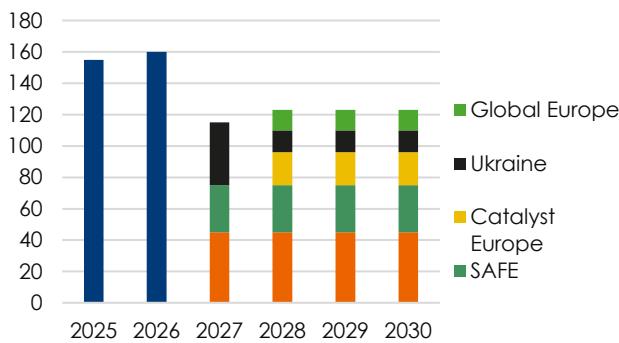
Fonte: Parlamento EU, Intesa Sanpaolo

Impatti sull'offerta 2025-2030

L'unione Europea prevede di collocare un totale di 700 miliardi di titoli durante il periodo 2025-2030. L'offerta linda per il 2026 è prevista pari a 160 miliardi, che in termini netti equivale a 113 miliardi, circa in linea con l'ammontare collocato quest'anno.

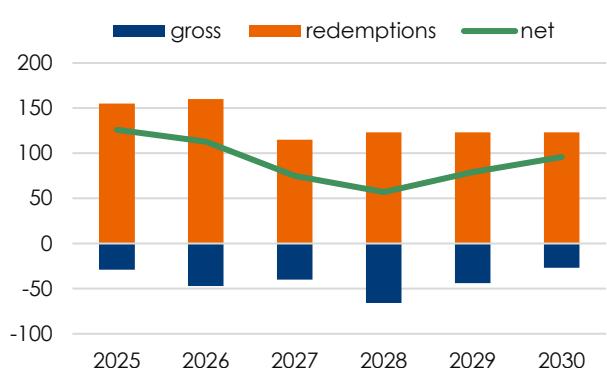
Dal 2027 al 2030, considerando i contributi dei singoli programmi, l'offerta linda dovrebbe attestarsi intorno a 110 miliardi nel 2027 e 125 miliardi per gli anni successivi. In termini netti, l'offerta è attesa in sostanziale calo, dato l'aumento delle scadenze previste soprattutto per il 2028. L'offerta netta, in base alle nostre stime, scenderà a 80 miliardi nel 2027 e 60 miliardi circa nel 2028 mentre salirà nuovamente nel 2029 ad 80 miliardi e 96 miliardi nel 2030.

Emissioni lorde UE 2025-2030



Fonte: EU, Intesa Sanpaolo

Emissioni lorde e nette 2025-2030



Fonte: EU, Intesa Sanpaolo

Considerazioni di mercato

Il 2025 è stato caratterizzato da una fase di propensione al rischio che ha favorito il restringimento degli spread di credito governativi. Il quadro macroeconomico positivo per l'Eurozona, caratterizzato da prospettive di crescita migliori del previsto e dal ritorno dell'inflazione al target, ha sostenuto la domanda e favorito l'assorbimento di un'offerta maggiore rispetto all'anno scorso in concomitanza con la riduzione del bilancio da parte della BCE. La dinamica della curva di credito dell'UE è molto correlata a quella dei Paesi con elevato merito creditizio e con il maggiore contributo alle risorse proprie dell'UE (Germania Aaa, Olanda Aaa e Francia Aa3 Moody's). Come evidente nel grafico a sinistra, confrontando l'OAT 1,25% 05/2035 e un'obbligazione EU 3,25% 07/2034, aventi duration simile, si osserva che i due bond hanno

mostrato una dinamica molto correlata in alcune fasi. Invece, successivamente all'emergere di una situazione di instabilità politica in Francia ed ai recenti downgrade da parte delle principali agenzie di rating a settembre 2025, l'allargamento dello spread sull'OAT non ha innescato un contagio sulla curva dei rendimenti dell'UE. Al contrario, la curva UE ha sovraperformato il debito francese, ritornando sui livelli registrati a metà del 2024. Il bond UE ha sovraperformato anche rispetto a un governativo tripla A dell'Olanda con una duration simile. Nel grafico in basso a destra notiamo, infatti, un restringimento dei differenziali tra gli asset swap spread da 30 a 15 da metà 2024 ad oggi.

Asset swap spread OAT 1.25% 05/2034 ed EU 3,25% 07/2034



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Asset swap spread EU 3.25% 07/2034 e NETHER 2.5% 07/2034



Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

In prospettiva, il rischio di downgrade e l'eventuale indebolimento creditizio dei principali Stati membri contributori delle risorse proprie dell'UE potrebbero avere ripercussioni negative dirette sia sul suo spread di credito sia sul rating sovrano dell'Unione. Inoltre, il materializzarsi di uno scenario di rischio di inasprimento del conflitto Russia-Ucraina ed una crescente esposizione dei prestiti verso l'Ucraina accrescerebbero i potenziali rischi sul bilancio.

Tuttavia, la nuova proposta di bilancio aumentando lo stanziamento di risorse proprie in maniera permanente da 1,4 ad un 1,75% del RNL (più uno 0.25% temporaneo in caso di emergenza) rende più solido il sistema delle garanzie qualora uno degli Stati membri dovesse non essere adempiente nei confronti di prestiti contratti con l'UE e risulta coerente con il piano di emissioni previste dopo la fine del programma NGEU. Inoltre, la presenza di programmi finanziati da emissioni EU aumenterà lo stock di debito circolante, considerati 225 i miliardi di titoli in scadenza da oggi al 2030, il totale delle emissioni EU circolanti raggiungerà i 1100 miliardi nel 2030, incrementando la percezione dell'UE come emittente permanente. Pertanto, riteniamo che questi fattori supporteranno il restringimento degli spread di credito dell'UE nel medio periodo.

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 SpA e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA, Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo SpA si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo SpA si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA 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 SpA.

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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 SpA 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 Divisione IMI Corporate & Investment Banking (www.imi.intesasanpaolo.com) - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 99.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA. 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 SpA.

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 SpA 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 SpA 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 SpA, 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 – in accordo con 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 e 2242 ove applicabile, 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 società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo SpA 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 SpA all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Si segnala che una o più società del Gruppo bancario Intesa Sanpaolo:

- negoziano o potrebbero negoziare in conto proprio strumenti finanziari (inclusi strumenti finanziari derivati) a cui questo documento fa riferimento;
- intendono sollecitare attività di investment banking o ottenere un compenso nei prossimi tre mesi dagli strumenti finanziari oggetto della presente relazione.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le specifiche informative relative agli interessi e ai 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.

Intesa Sanpaolo SpA agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi, tra gli altri, dalla Repubblica d'Italia.

Intesa Sanpaolo SpA Research Department - Responsabile Gregorio De Felice**Macroeconomic Analysis**

Luca Mezzomo (Responsabile)

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com**Rates, FX & Commodities Research**

Chiara Manenti (Responsabile)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Sergio Capaldi (Rates)

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

daniela.corsini@intesasanpaolo.com