

BTP Italia: nuova emissione, torna la durata a 4 anni

A sei mesi dall'ultima emissione, avvenuta nel maggio 2018, torna in collocamento il BTP Italia, titolo del Tesoro indicizzato al tasso di inflazione nazionale. I primi tre giorni, da lunedì 19 a mercoledì 21 novembre, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 22 novembre. Per questa emissione il Tesoro torna alla durata scelta per le prime emissioni, ossia 4 anni.

Le principali caratteristiche del BTP Italia in emissione sono: (1) la rivalutazione del capitale con cadenza semestrale; (2) l'**indicizzazione all'inflazione italiana** e non europea; (3) il collocamento tramite MOT; (4) la **protezione dalla deflazione non solo per il capitale ma anche per la cedola** e (5) il premio fedeltà per **investitori retail** che detengono il titolo fino alla scadenza. Per gli **investitori istituzionali** il collocamento avverrà nella mattina dell'ultimo giorno e potrebbe prevedere un riparto. Al contrario, per la clientela dei piccoli risparmiatori e affini non sarà applicato alcun tetto massimo, ma i giorni di collocamento - da lunedì 19 a mercoledì 21 novembre 2018 - potranno essere ridotti a due in caso di chiusura anticipata, come già accaduto in precedenza.

L'inflazione media italiana per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno all'1,5%. **La cedola reale minima garantita è stata fissata 1,45%**. Il rendimento nominale lordo, che si trova in prima approssimazione sommando il rendimento reale garantito all'inflazione di periodo attesa, potrebbe essere quindi in area 3%. Considerando gli strumenti alternativi, nominali, **la valutazione relativa al BTP Italia appare attraente**, avendo un'inflazione di *break-even* (ossia sopra la quale conviene detenere il BTP Italia rispetto agli altri strumenti) intorno allo 0,8%, decisamente più bassa sia delle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (4 anni) che rispetto a quella incorporata nel corrispondente titolo indicizzato all'inflazione europea (vicina all'1,2%). Detto in altre parole, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 3% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia oggi intorno al 2,2%. Anche la valutazione rispetto agli strumenti analoghi, ossia gli **altri BTP Italia** scambiati sul secondario, nonostante sia resa più complessa dalla differente durata dei titoli, sembra rendere attraente il BTP Italia in emissione, grazie ad un'inflazione di *break-even* inferiore a quella scambiata sul secondario.

La base degli investitori prevalentemente domestica e la quotazione sui mercati *retail* dovrebbe esporre il titolo a una minore volatilità rispetto ai corrispondenti BTP indicizzati all'inflazione europea e ai BTP nominali, in un contesto come quello attuale di persistente volatilità sui BTP. Questa caratteristica potrebbe essere un punto a favore dell'emissione in corso nell'attuale quadro di incertezza dal punto di vista politico, che potrebbe indurre un perdurare delle oscillazioni di breve periodo sul mercato.

Nel complesso, le considerazioni esposte portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia di nuova emissione in termini relativi rispetto al corrispondente nominale, ma anche in termini assoluti, in particolare in un'ottica di detenzione dei titoli in portafoglio fino alla scadenza (conseguendo così, se investitore *retail*, anche il "premio fedeltà").

19 novembre 2018

13:36 CET

Data e ora di produzione

19 novembre 2018

13:41 CET

Data e ora di prima diffusione

Obbligazioni

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per Investitori
privati e PMI

Fulvia Risso
Analista Finanziario

Indicatori di sintesi delle condizioni di mercato nell'emissione in programma e in quelle emissioni precedenti più recenti

	VIII em apr 2015	IX em apr 2016	X em ott 2016	XI em ott 2017	XII em ott 2017	XIII em maggio 2018	XIV-em nov 2018
Ammontare collocato (mld di euro)	9,4	8,0	5,2	8,6	7,1	7,7	ND
Durata del titolo	8 anni	8 anni	8 anni	6 anni	6 anni	8 anni	4 anni
Rendimento reale garantito (%)	0,5	0,4	0,35	0,45	0,25	0,4(***)	1,45
Rendimento nominale (*) 6 o (**) 8 anni (%)	1,03(**)	0,80(**)	1,14(**)	1,30(*)	1,20(*)	1,50(**)	2,2
Rendimento nominale a 2 anni (%)	0,16	-0,14	-0,08	-0,17	-0,30	-0,12%	1,2
Rendimento nominale a 10 anni (%)	1,26	1,21	1,43	2,27	1,83	1,91	3,4
Spread BTP-Bund (pb)	111	106	134	186	143	130	305
CDS Italia (pb)	109	129	142	166	121	98	278

Nota: em=emissione. (***) rendimento reale minimo garantito. Fonte: Bloomberg

I dati del presente documento sono aggiornati alle ore 12:00 del 19.11.2018 salvo diversa indicazione. Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

La scelta di dimezzare la durata

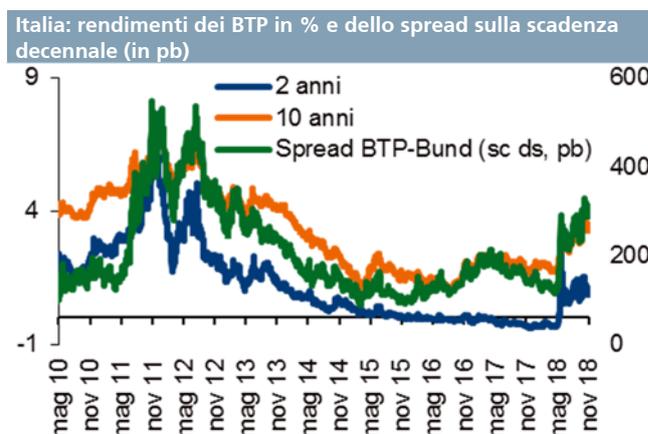
A sei mesi dall'ultima emissione, avvenuta nel maggio 2018, torna in collocamento il BTP Italia, titolo del Tesoro indicizzato al tasso di inflazione nazionale¹. Per questa emissione il Tesoro torna alla durata originaria dei titoli, ossia di 4 anni, con scadenza 26 novembre 2022.

La riduzione della durata, che viene dimezzata a 4 anni dagli 8 anni proposti nell'ultima emissione e torna ad essere nella sua formulazione originaria, adottata per i primi quattro collocamenti avvenuti tra il 2012 e il 2013, è probabilmente una conseguenza del contesto in cui avviene il collocamento. Il quadro di riferimento è infatti decisamente cambiato rispetto a sei mesi fa: l'incertezza sul fronte della politica economica e dei conti pubblici in uno scenario macro di evidente rallentamento e lo scontro tra il nuovo esecutivo e la UE circa la manovra per il prossimo anno si sono tradotti in un deciso aumento dei rendimenti di mercato. Con il tasso sul BTP a due anni tornato ampiamente positivo, quello sul decennale in area 3,5% e lo spread rispetto ai titoli tedeschi di pari scadenza la fotografia appare molto più simile a quella del biennio 2012-13 rispetto a quella in cui sono stati emessi i BTP Italia negli anni a seguire. Tuttavia la struttura economica e istituzionale sottostante è decisamente migliorata: l'Italia ha un deficit e un fabbisogno estero inferiori e soprattutto ha una posizione nei confronti dell'estero nettamente migliore, con le partite correnti in surplus e non più in deficit e una posizione finanziaria netta negativa ma molto inferiore in termini di percentuale di PIL. Inoltre, l'Europa ha nel frattempo costruito una serie di meccanismi di sostegno tali da poter gestire eventuali crisi prima che diventino sistemiche.

Torna la durata a 4 anni, in risposta anche al contesto di volatilità sui BTP, che potrebbe piacere più agli investitori *retail* che agli istituzionali

Italia: fondamentali economici migliori rispetto al 2011		
	2011	2018
Meccanismi di sostegno	SMP, EFSF (in costruzione). Percepiti come inadeguati	ESM (anche programmi precauzionali) BCE: OMTs
Fabbisogno	Deficit 4,2% del PIL; debito 116%, in rialzo Fabbisogno netto: 86 mld (2010), 69 mld (2011)	Deficit: 2,1% del PIL o meno; debito 133%, stabile. Fabbisogno netto (non coperto da PSPP): +27 mld stimati nel 2018 (+45 nel 2019)
Bilancia dei pagamenti	Partite correnti: -3,4% del PIL Deficit commerciale e dei redditi	Partite correnti: +2,5% del PIL Surplus commerciale e dei redditi
Debito estero	Posizione finanziaria netta: -23% del PIL (3T2010). Quota estera di debito pubblico: >50% Passività estere nette delle banche: -360 mld	Posizione finanziaria netta: -8% del PIL (3T2017) Quota estera di debito pubblico: 30% Passività estere nette delle banche: -186 mld (3T2017)

Fonte: Intesa Sanpaolo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Queste considerazioni potrebbero essere a supporto dell'emissione in un quadro prospettico che d'altra parte risulta molto incerto e potrebbe indurre ancora volatilità sul debito sovrano italiano. In questo contesto la scelta di dimezzare la durata può spiegare, unitamente alla considerazione generale che in momenti di ampie oscillazioni di mercato i bond più corti trovano più interesse in emissione, anche valutando la tipologia di investitori a cui è dedicata l'emissione. Infatti se le scadenze più lunghe possono essere preferite dagli investitori istituzionali per valutazioni sia di contesto di mercato sia di composizione di portafoglio in generale, la durata di quattro anni potrebbe rinvigorire l'interesse della clientela retail, in particolare quella orientata a portare il titolo a scadenza e quindi non influenzata particolarmente dalle oscillazioni di mercato.

¹ L'indice di riferimento utilizzato è il FOI ex tabacco

Dettagli del collocamento

I primi tre giorni, da lunedì 19 a mercoledì 21 novembre, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 22 novembre. Come detto, per questa emissione il Tesoro torna alla durata di 4 anni, con scadenza 26 novembre 2022.

Nel dettaglio, per i *retail* l'allocazione resta illimitata, ossia tutti gli ordini vengono soddisfatti ma, in linea con le emissioni precedenti, **il Tesoro si riserva di chiudere anticipatamente il collocamento, se giudicasse la domanda eccessiva**. La comunicazione dell'eventuale chiusura anticipata nel secondo giorno di collocamento (20 novembre) verrà data al termine del primo giorno (19 novembre) oppure entro le ore 13 dello stesso secondo giorno. Nel caso di chiusura anticipata nel terzo giorno (21 novembre), la comunicazione verrà effettuata al termine del giorno precedente (20 novembre). Tale comunicazione, di cui verrà dato ampio riscontro, sarà contestuale da parte del MEF e di Borsa Italiana e sarà pubblicata secondo le rispettive prassi. Per gli investitori istituzionali, la seconda fase si aprirà alle 9 e si chiuderà alle ore 11 del giorno 22 novembre 2018. Al termine, le proposte di adesione degli investitori istituzionali verranno soddisfatte interamente, ovvero, nel caso in cui la quantità raccolta ecceda quella che il MEF intende offrire, Borsa Italiana procederà ad applicare un meccanismo di riparto equi-proporzionale. **Il Tesoro, con le potenziali opzioni della chiusura anticipata per i *retail* e del riparto per gli istituzionali, si è dotato di due strumenti tali da poter controllare l'ammontare complessivo dell'emissione.**

Il **tasso reale annuo minimo garantito** per questa nuova emissione è stato comunicato venerdì 15 novembre 2018 ed è **pari all'1,45%** poco dopo la chiusura degli ordini sarà reso noto il tasso reale effettivo.

Il cosiddetto "**premio fedeltà**", ossia l'ammontare fisso pari al 4 per mille lordo del nominale sottoscritto, sarà corrisposto dal MEF esclusivamente agli investitori *retail* che abbiano acquistato il titolo durante la prima fase del periodo di collocamento e lo abbiano detenuto fino alla scadenza (26 novembre 2022).

Le principali **caratteristiche** che differenziano questa tipologia di titoli dagli altri BTP indicizzati presenti sul mercato (BTPei) sono: (1) **la corresponsione non solo delle cedole ma anche della rivalutazione del capitale con cadenza semestrale**; (2) **l'indicizzazione all'inflazione italiana** e non alla media europea; (3) **il "premio fedeltà"** per investitori *retail* che detengono il titolo fino alla scadenza (pari al 4 per 1.000 del nominale sottoscritto); (4) **il canale di emissione (MOT) e l'allocazione illimitata** per la clientela *retail*.

Infine, una quinta caratteristica è che **in caso di deflazione** le cedole vengono comunque calcolate sul capitale nominale investito, quindi **con una protezione estesa non solo alla quota capitale ma anche agli interessi**.

Il **taglio minimo sottoscrivibile è di 1.000 euro** o multipli senza limitazioni. I BTP Italia si possono sottoscrivere direttamente *online* attraverso i sistemi di *home banking*, dove sia attiva la funzione di negoziazione titoli attraverso l'accesso al MOT. In alternativa, come per tutti gli altri titoli di stato, ci si può rivolgere allo sportello della banca in cui si detiene un conto titoli.

Per maggiori dettagli si rimanda al sito del Ministero del Tesoro, nella sezione appositamente dedicata a questa tipologia di titoli (http://www.tesoro.it/focus/article_0045.html).

I tempi del collocamento

Il "premio fedeltà" resta riservato per il *retail*

Le caratteristiche del BTP Italia

Protezione dalla deflazione non solo per il capitale ma anche per le cedole

Previsioni di inflazione e ipotesi di rendimento

Come scritto nella sezione precedente, il BTP Italia è un titolo di stato indicizzato all'inflazione italiana: fornisce pertanto all'investitore una protezione contro l'effettivo aumento del costo della vita. I prezzi al consumo dipendono, oltre che da fattori "esogeni" ai singoli Paesi (come l'azione della BCE e i prezzi delle materie prime), anche dalle dinamiche interne di domanda e offerta e dalle decisioni nazionali in materia di imposizione fiscale. In questo contesto, **uno strumento che ha come punto di riferimento l'inflazione italiana rappresenta un'effettiva protezione dalla variazione del potere d'acquisto domestico.**

Indicizzazione all'inflazione italiana: un'effettiva protezione del potere d'acquisto



Nota: l'area grigia indica le previsioni. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream

Le nostre previsioni sull'inflazione italiana, rispetto alla data dell'ultima emissione del BTP Italia (novembre), sono piuttosto simili a quelle formulate per l'ultima emissione dello scorso maggio, in un contesto in cui permane l'incertezza sia a livello globale sulle dinamiche di lungo periodo di crescita e prezzi, che a livello domestico sulle prospettive di crescita e di politica economica del Paese. Con riferimento all'indice dei prezzi FOI ex-tabacco (indice utilizzato per i BTP Italia), superato un lungo periodo di deflazione, il massimo di periodo a 1,7% è stato toccato con la rilevazione di aprile 2017; l'inflazione è poi scesa più rapidamente delle previsioni. Il minimo a 0,4% di aprile 2018 dovrebbe tuttavia essere alle spalle: le prospettive sono per una stabilizzazione intorno ai livelli attuali per i prossimi mesi. Nel complesso la dinamica dell'inflazione domestica dovrebbe essere piuttosto simile, ma più volatile, rispetto a quella dell'inflazione europea, che finora si è rivelata in media più elevata di quella italiana. Su un orizzonte temporale più ampio, la nostra previsione è di un'inflazione intorno all'1,5% per fine 2019. Il tasso tendenziale dovrebbe poi riportarsi in linea con quello europeo, poco sotto il 2%, obiettivo della BCE. Inoltre il rischio di breve periodo, dato il rallentamento economico che sembrerebbe più marcato in Italia che nel resto dell'area euro, potrebbe essere sbilanciato verso il basso per i prezzi al consumo domestici con un ampliamento del *gap* rispetto a quelli europei.

Le previsioni di inflazione: rischi verso il basso nel breve periodo per l'inflazione italiana

Nel complesso, **sull'orizzonte temporale che coinvolge il titolo BTP Italia**, ossia da oggi a maggio 2026, **l'inflazione media annua dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, in area 1,5% per l'indice dei prezzi al consumo italiano a fronte di un aumento medio dei prezzi a livello europeo dell'1,7% a/a.**

Questo è il punto da cui partire per fare alcune considerazioni sull'ipotetico rendimento. **In particolare, il rendimento nominale del titolo all'emissione sarà, per approssimazione, il tasso reale effettivo più l'inflazione annua media dall'emissione alla scadenza (stimata).**

La cedola reale minima garantita è stata fissata all'1,45%. L'ipotetico rendimento nominale lordo che, come già indicato, si trova in prima approssimazione sommando il rendimento reale garantito alla variazione dei prezzi attesa nel periodo, potrebbe essere così in area 3%, più elevato del rendimento che offre un BTP nominale di simile scadenza (all'apertura del collocamento del BTP Italia di nuova emissione, il rendimento del BTP 5,5% 1 novembre 2022 era in area 2,2%).

Ipotesi di rendimento

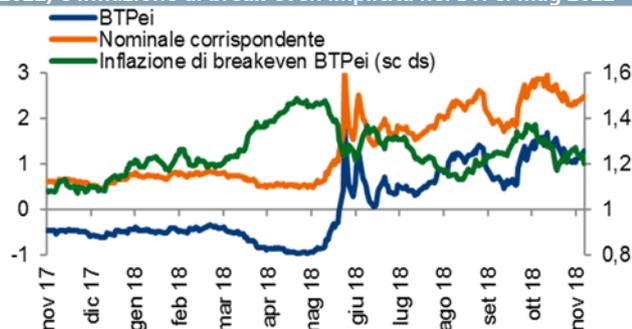
Questa differenza, oltre che per fattori tecnici per i quali si rimanda al paragrafo successivo, si spiega valutando la cosiddetta inflazione di *break-even* incorporata nei prezzi dei titoli. Ricordiamo che l'inflazione di *break-even* è il tasso di inflazione al quale, se effettivamente realizzatosi nel corso della vita del titolo, risulta indifferente, dal punto vista della performance, detenere il titolo indicizzato o il titolo nominale. Pertanto, un'inflazione di *break-even* bassa aumenta, *ceteris paribus*, la probabilità che l'inflazione effettiva di periodo sia superiore e che quindi convenga detenere il titolo reale. **Nel BTP Italia di nuova emissione, considerando la cedola minima, è incorporata un'inflazione di *break-even* in area 0,8%, inferiore pertanto alle nostre previsioni d'inflazione** che, in media per l'arco temporale di riferimento, sono in area 1,5%.

Alla base della suddetta differenza di rendimento a scadenza - a oggi 1,45% più inflazione attesa per il BTP Italia e 2,2% per il BTP nominale di riferimento (BTP 5,5% novembre 2022) - si segnalano anche **caratteristiche tecniche cruciali**, prima fra tutte la differente liquidità degli strumenti. I BTP Italia, proprio per la tipologia di investitori a cui sono prevalentemente rivolti e per le modalità di collocamento, sono contraddistinti da un ammontare in circolazione inferiore a quello tipico dei BTP nominali. Questo significa che i BTP Italia sarebbero strumenti potenzialmente soggetti ad ampie oscillazioni di prezzo (sia temporali sia tra prezzo di domanda e prezzo di offerta) che tipicamente caratterizzano le emissioni illiquide. Di conseguenza, parte del premio (maggior rendimento) che i BTP Italia offrono deriva dalla modesta liquidità. D'altra parte, la mancanza di un mercato pronti contro termine per questi strumenti, unita alla tendenza "da cassettista" dell'investitore tipo, riduce la volatilità del titolo, come evidente anche dall'andamento dei prezzi dei titoli della stessa tipologia già emessi. Infine, il Tesoro, nella determinazione del tasso reale, probabilmente tiene in considerazione il canale di emissione in parte nuovo (*internet banking*) e la volontà di fidelizzare investitori meno soliti ad affacciarsi sul primario (*retail*).

BTP Italia vs. BTP nominale e BTPei

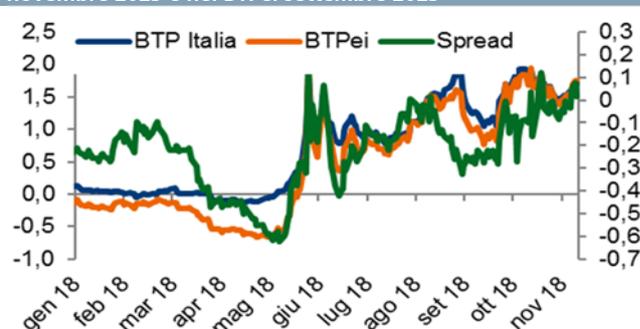
Per quanto scritto, **considerando gli strumenti alternativi nominali** (il titolo nominale di riferimento per la valutazione dell'emissione attuale è il BTP 5,5% scadenza novembre 2022), **il BTP Italia appare dunque attraente, offrendo un ipotetico rendimento nominale lordo decisamente superiore.** Come già detto, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 3% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia oggi in area 2,2%.

Rendimento del nominale corrispondente (5,5% novembre 2022) e inflazione di *break-even* implicita nel BTPeI mag 2022



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto tra inflazione di *break-even* implicita nel BTP Italia novembre 2023 e nel BTPeI settembre 2023



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Più complessa la valutazione rispetto all'altra tipologia di indicizzati presente sul mercato, ossia i titoli legati all'inflazione europea. La fotografia attuale dei prezzi rivela come l'inflazione di *break-even* incorporata nel BTP Italia in emissione sia in area 0,8%, inferiore di circa 40pb rispetto a quella incorporata nel corrispondente BTPeI (scadenza maggio 2022, indicizzato all'inflazione europea), pari a 1,2%, mentre le previsioni per il sentiero futuro dei prezzi indicano un'inflazione italiana che dovrebbe essere solo leggermente inferiore a quella europea.

Inoltre, in questo periodo di elevata volatilità sul debito italiano, si registra una miglior tenuta del comparto dei BTP Italia rispetto agli indicizzati. Il comparto dei BTP Italia ha avuto una dinamica maggiormente difensiva dei BTPeI sugli strappi del mercato: il differenziale di rendimento reale tra BTP Italia 11/2023 BTPeI 9/2023 si è stretto passando da un territorio ampiamente negativo a uno spread nullo sia durante lo scorso maggio, quando i BTP avevano sofferto la trattativa per la composizione del nuovo esecutivo, sia in autunno dopo la presentazione della manovra 2019 (si veda grafico sopra a destra). **Queste considerazioni, data anche la fase di mercato, puntano verso una preferenza per i BTP Italia rispetto ai BTPeI.**

Confronto con le emissioni precedenti di BTP Italia

Il confronto con gli strumenti analoghi, ossia gli altri BTP Italia scambiati sul secondario è reso più complesso dal cambiamento di durata del titolo che si è verificato nel corso delle diverse emissioni. Il BTP in emissione ha infatti una durata dimezzata rispetto all'ultimo collocato in maggio. Considerando comunque sia quest'ultimo titolo che il BTP Italia scadenza 2023, con la cedola reale minima garantita, il nuovo BTP Italia mostra un'inflazione di *break-even* di una ventina di punti base inferiori e pertanto dovrebbero renderlo, a parità di altri, più attrattivo per un inserimento in portafoglio.

BTP Italia maggio 2026, nominale corrispondente e inflazione di *break-even*



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

BTP Italia novembre 2023, nominale corrispondente e inflazione di *break-even*



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Considerazioni finali

La tipologia del BTP Italia ha finora raccolto oltre 140 miliardi di euro. L'emissione più corposa è stata quella del novembre 2013, per 22 miliardi di euro; la più piccola, da 5,2 miliardi, è stata quella dell'ottobre 2016. La quota di clientela *retail*, da quando il collocamento è aperto anche agli istituzionali (ossia da aprile 2014) è stata sempre piuttosto alta, oscillando tra il 40 e il 60%. L'ultima emissione, risalente allo scorso maggio, ha raccolto oltre 7,7 miliardi di euro, con una quota della clientela *retail* sul totale dell'ammontare di poco superiore al 50%, in linea con l'emissione precedente.

La principale componente di rischio del BTP Italia è quella legata al rischio-emittente: la base degli investitori prevalentemente domestica e la quotazione sui mercati *retail* dovrebbero tuttavia esporre il titolo a una minore volatilità rispetto ai corrispondenti BTP nominali e indicizzati all'inflazione europea, come di fatto si è registrato negli ultimi mesi. Questa caratteristica potrebbe essere un punto a favore dell'emissione in corso visto l'attuale contesto di incertezza dal punto di vista politico, che potrebbe indurre una persistenza delle oscillazioni di breve periodo sul mercato.

Nel complesso, le nostre considerazioni portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia di nuova emissione soprattutto in termini relativi rispetto al corrispondente nominale, ma anche in termini assoluti, in particolare in un'ottica difensiva e di detenzione del titolo in portafoglio fino alla scadenza (conseguendo così, nel caso di investitore *retail*, anche il "premio fedeltà").

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

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, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

La pubblicazione 'Focus' viene redatta senza una cadenza predefinita per analizzare temi di particolare interesse e che possono variare a seconda delle circostanze. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 10.10.2018.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet di Banca IMI (<http://www.bancaimi.prodottiequotazioni.com/Studi-e-Ricerche>) e di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti e 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,

all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – 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.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.

Disclosure specifiche

Forniamo le seguenti informazioni sui conflitti d'interesse del Gruppo Intesa Sanpaolo:

Banca IMI S.p.A. svolge il ruolo di Specialista in titoli di Stato italiani nell'ambito della distribuzione di BTP Italia 26/11/2022 e garantirà, unitamente all'altro Dealer e ai Co-Dealer, la sottoscrizione dei titoli oggetto dell'operazione fino ad euro 1.000.000.000.

Banca IMI S.p.A., svolge attività ordinaria di trading sul Mercato Telematico delle Obbligazioni (MOT), organizzato e gestito da Borsa Italiana S.p.A. e, in tale ambito, potrebbe operare anche successivamente al termine del Periodo di Distribuzione in qualità di market maker provvedendo a fornire prezzi di acquisto e/o di vendita dei Titoli durante gli orari di apertura del MOT, secondo le regole di funzionamento proprie dello stesso.

Certificazione dell'analista Attenzione singolare

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo sono riportati nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse sulla Società citata nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Altre indicazioni

1. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista hanno interessi finanziari nei titoli della Società citata nel documento.
2. Né l'analista né qualsiasi altra persona strettamente legata all'analista operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nella Società citata nel documento.
3. L'analista citata nel documento è socia AIAF.
4. L'analista citata nel documento non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi