

Focus
Il BTP Italia torna dopo due anni

Dopo oltre due anni torna una nuova emissione di BTP Italia, titolo indicizzato all'inflazione italiana con cui il Tesoro si è rivolto per la prima volta alla clientela retail, oltre un decennio fa, principalmente con strumenti creati per incontrare alcune esigenze specifiche di questa categoria di risparmiatori. Il titolo ha una durata di 7 anni, offre una cedola reale minima garantita dell'1,85% e un premio dell'1% per chi lo compra in emissione e lo tiene fino a scadenza. Ai livelli attuali dei rendimenti di mercato, il bond offre un premio rispetto al nominale corrispondente e ad altri titoli indicizzati.

Il nuovo BTP Italia avrà scadenza 7 anni e un rendimento reale minimo garantito dell'1,85%, a cui andrà sommata la protezione dall'inflazione. Per la clientela dei piccoli risparmiatori e affini, che potranno sottoscrivere il titolo dal 27 al 29 maggio (salvo chiusura anticipata), non sarà applicato alcun tetto massimo. Al contrario, per i clienti istituzionali il collocamento avverrà nella mattina del 30 maggio e potrebbe prevedere un riparto.

L'inflazione media italiana (indice FOI ex tabacco) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 1,8%. La cedola reale minima garantita è stata fissata a 1,85%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia, che si ottiene per approssimazione sommando l'inflazione attesa alla cedola reale, è pertanto in area 3,65%, superiore di quasi decimi al BTP nominale corrispondente, che scambia poco sotto il 3,10%, il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di oltre 50pb, se l'inflazione, nel periodo di riferimento, risultasse in linea con le nostre previsioni. In altre parole, il livello d'inflazione implicita (breakeven inflation o BEI, cioè il tasso di crescita dei prezzi sopra il quale conviene detenere il BTP Italia rispetto al nominale corrispondente) all'emissione è all'1,22%. Questo è più basso di oltre 5 decimi rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (1,8%) e inferiore anche all'inflazione incorporata nel corrispondente titolo indicizzato al dato europeo (in area 1,8%). Nel complesso, il titolo, per la sua caratteristica principale di protezione del potere d'acquisto, risulta particolarmente indicato in contesti d'inflazione crescente, ma resta anche un valido strumento difensivo in un contesto di minore volatilità attesa rispetto all'inflazione realizzata negli ultimi anni. L'investimento nel BTP Italia appare interessante in particolare in termini relativi rispetto al corrispondente nominale e in un'ottica di detenzione fino alla scadenza, caso in cui si otterrebbe anche il premio fedeltà dell'1%, pari ad un extra-rendimento annuo di circa 14pb.

26 maggio 2025 - 16:05 CET

Data e ora di produzione

Obbligazioni

Research Department
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Fulvia Riso

Analista Finanziario

26 maggio 2025 - 16:10 CET

Data e ora di circolazione

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

	mag 2018 - mag 2026	ott 2019 - nov 2027	mar 2023 - mar 2028	nov 2022 - nov 2028	mag 2022 - giu 2030	mag 2025 - giu 2032
Ammontare collocato (mld euro)	7,71	6,75	9,92	11,99	9,44	ND
Durata del titolo	8 anni	8 anni	5anni	6anni	8anni	7anni
Rendimento reale garantito (%)	0,55	0,65	2	1,6	1,6	1,85
Rendimento nominale a 8 (*5) (**7) anni (%)	1,50	0,65	4,12 (*)	3,96 (*)	3,40	4,07 (**)
Rendimento nominale a 2 anni (%)	-0,3	-0,3	3,72	2,76	1,48	2,03
Rendimento nominale a 10 anni (%)	1,9	0,88	4,61	4,19	3,57	3,57
Spread BTP-Bund (pb)	130	135	186	203	192	100
CDS Italia (pb)	98	120	95	145	133	56

Nota: (*) titolo a 5 anni; (**) titolo a 7 anni. Fonte: Bloomberg, Intesa Sanpaolo

I prezzi del presente documento sono aggiornati alle ore 14:00 del 26 maggio 2025.

Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Torna il BTP Italia, con l'impennata dell'inflazione alle spalle, ma in un contesto internazionale incerto

Il BTP Italia, titolo il cui obiettivo principale è proteggere dall'andamento dell'inflazione, offrendo un rendimento reale a cui verrà poi sommata l'inflazione realizzata nel periodo, torna in un momento in cui da una parte si assiste alla stabilizzazione della crescita dei prezzi vicino all'obiettivo della banca centrale, ma dall'altra lo scenario è gravato da incertezze, legate prevalentemente al contesto internazionale.

L'aggressiva politica statunitense in tema di commercio estero ha nuovamente acceso la volatilità sui mercati ad inizio aprile anche se la sospensione dei dazi reciproci, inaspettatamente elevati, e l'apertura alla fase negoziale hanno ridimensionato i timori. In questo contesto il Tesoro ha deciso di tornare sul mercato con un titolo che protegge i risparmiatori dai movimenti dell'inflazione e, insieme, permette di attirare il più possibile gli investitori retail, in un quadro favorito anche dalla lenta ma progressiva riduzione dello spread rispetto ai titoli tedeschi e dal miglioramento delle valutazioni di alcune agenzie di rating (Moody's ha portato l'Outlook sulla valutazione Baa3 a Positivo da Neutrale il 23 maggio scorso). Una crescente quota di questa tipologia di investitori, che, per tipologia di portafoglio e finalità degli investimenti, tipicamente detiene i propri acquisti per lunghi periodi di tempo ed è orientata a portare a scadenza i titoli, contribuisce a rendere lo stock di debito in circolazione più stabile e meno soggetto alle oscillazioni temporanee del mercato.

Dettagli del collocamento

I primi tre giorni, da martedì 27 a giovedì 29 maggio, saranno riservati ai risparmiatori individuali, mentre agli investitori istituzionali è dedicata la mattinata del 30 maggio. Per questa emissione il Tesoro si posiziona sulla durata di 7 anni, con scadenza 4 giugno 2032.

Per gli investitori retail l'allocazione resta illimitata: tutti gli ordini vengono cioè soddisfatti, ma il Tesoro si riserva di chiudere anticipatamente il collocamento. La fase dedicata agli investitori istituzionali si aprirà alle 10 e si chiuderà alle 12 del 30 maggio 2025. Al termine, le proposte di adesione di questi ultimi verranno soddisfatte interamente, ovvero, nel caso in cui le richieste eccedessero la quantità che il MEF intende offrire, Borsa Italiana procederà ad applicare un meccanismo di riparto equi-proporzionale. Il Tesoro sceglie dunque di venire incontro a tutti gli ordini della clientela retail (salvo chiusura anticipata) con l'obiettivo, come detto, di favorire l'incremento della quota di debito in mano a quella tipologia di investitori, mentre si riserva la possibilità di gestire l'ammontare totale dell'emissione attraverso l'opzione del riparto per gli istituzionali.

Il tasso reale annuo minimo garantito per questa nuova emissione è stato comunicato lunedì 26 maggio ed è pari al 1,85%. Il tasso reale garantito effettivo sarà comunicato giovedì 29 maggio prima del collocamento per gli istituzionali e potrà essere rivisto solo al rialzo rispetto al tasso minimo comunicato. Il premio fedeltà dell'1% sarà corrisposto in una sola tranche alla scadenza del titolo agli investitori retail che hanno acquistato il bond in collocamento e lo avranno detenuto per l'intera durata.

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 gli investitori retail che detengono il titolo fino a scadenza; 4) il canale di emissione (MOT) e l'allocazione illimitata per la clientela retail.

Infine, una quinta caratteristica che aveva reso il titolo interessante anche nei momenti di crescita negativa dei prezzi è che, in caso di deflazione, le cedole vengano comunque

Fulvia Risso

Il Tesoro torna ad emettere il BTP Italia in un contesto in cui l'inflazione è vicina al target della BCE, ma la politica commerciale statunitense rende incerte le prospettive di medio periodo

I tempi del collocamento

Cedole e premio fedeltà

Le caratteristiche del BTP Italia

Protezione dalla deflazione per il capitale e le cedole

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 (http://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/btp_italia/).

Previsioni d'inflazione e ipotesi di rendimento

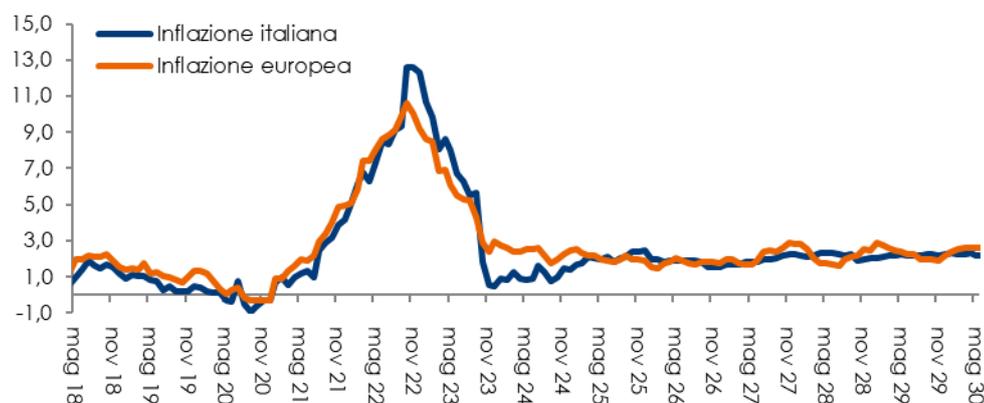
Il BTP Italia è un titolo di Stato indicizzato all'inflazione italiana e fornisce pertanto all'investitore una protezione contro l'effettivo aumento del costo della vita domestico. Infatti, in Eurozona, i prezzi al consumo dipendono, oltre che da fattori "esogeni" ai singoli paesi (come l'azione della BCE e i prezzi delle materie prime), anche dalle dinamiche interne di domanda e offerta e dalle decisioni nazionali in materia di imposizione fiscale e, più in generale, di politica economica. Gli ultimi tre anni sono stati condizionati da una volatilità molto elevata dell'inflazione, con un'impennata dei prezzi legata alle conseguenze della pandemia in termini di rimodulazione delle catene di produzione e alla guerra in Ucraina. La veloce reazione delle banche centrali con rapidi rialzi dei tassi e il riassorbimento dei prezzi delle materie prime hanno riportato la crescita dei prezzi al consumo vicina ai target della Banca Centrale Europea e hanno permesso una discesa dei target rate. Il BTP Italia, per la sua caratteristica principale di protezione del potere d'acquisto, risulta particolarmente indicato in contesti d'inflazione crescente, anche se il quadro attuale è quello di una normalizzazione rispetto agli anni precedenti. Tuttavia, lo scenario è appesantito da una nuova incognita: la politica commerciale statunitense e gli effetti di medio lungo periodo.

In prospettiva ci aspettiamo come scenario centrale che l'inflazione europea, ferma al 2,2% in aprile, possa stabilizzarsi intorno al 2% nei prossimi mesi per poi tornare a salire, moderatamente, dalla fine dell'estate. La risalita dovrebbe comunque risultare temporanea con una media annua per il 2025 a 2,1%. La crescita dei prezzi dovrebbe poi ulteriormente rallentare nel 2026 a 1,8%. L'inflazione italiana prosegue la tendenza ad un (moderato) rialzo e si sta riavvicinando a quella della media dell'Eurozona, dopo essere stata al di sotto di tale livello da oltre un anno. Ci aspettiamo un'inflazione poco variata nei prossimi mesi (attorno al 2% a/a) e poi una salita nell'ultimo trimestre del 2025, seguita da una nuova moderazione nel 2026. Nel complesso, vediamo una media di 2,2% quest'anno e 1,8% il prossimo.

L'inflazione è vicina al target della BCE e dovrebbe stabilizzarsi nel corso dei prossimi anni, ma fattori esogeni potrebbero alimentare la volatilità

Inflazione europea e italiana previste a 2,2% in media annua nel 2025 e a 1,8% nel 2026

Inflazione europea e inflazione italiana a confronto



Nota: previsioni da maggio 2025. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream

Sul periodo di riferimento per il BTP Italia l'inflazione è attesa in media al 2,1% sia per quella italiana che per quella europea (per quest'ultima abbiamo previsioni fino al 2030). L'indice dei prezzi al consumo FOI ex-tobacco, che viene utilizzato per il calcolo della protezione dall'inflazione del BTP Italia, presenta un profilo di fatto analogo all'indice complessivo per i prezzi domestici, ma su livelli inferiori di circa tre decimi sull'intero orizzonte temporale: la variazione media a/a del FOI ex-tobacco è attesa rispettivamente a 1,7% nel 2025, 1,5% nel 2026 e 1,8% dall'emissione alla scadenza del BTP Italia.

I rischi su questo profilo sono, a nostro avviso, bilanciati. L'apprezzamento dell'euro, la possibilità che la Cina ridirezioni almeno in parte i propri manufatti a basso costo in Europa e i prezzi contenuti delle materie prime potrebbero spingere verso il basso, mentre la recente salita delle aspettative inflazionistiche, soprattutto delle famiglie, indica la presenza di pressioni anche nella direzione opposta.

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

Ipotesi di rendimento

La cedola reale minima garantita è stata fissata al 1,85%. Come appena detto, la variazione media annua dell'indice dei prezzi di riferimento (indice FOI ex-tabacco) per la durata del titolo dovrebbe essere, secondo le nostre previsioni, intorno al 1,8%. Il rendimento nominale all'emissione del BTP Italia è pertanto in area 3,65%. Considerando che il BTP nominale corrispondente (BTP 0,95% giugno) scambia poco sotto il 3,10%, il BTP Italia offrirebbe una sorta di "premio" di oltre 50pb. In altre parole, il livello d'inflazione implicita (breakeven inflation o BEI, cioè il tasso di crescita dei prezzi sopra il quale conviene detenere il BTP Italia rispetto al nominale corrispondente) all'emissione è al 1,22%, ossia più basso rispetto alle nostre previsioni per l'arco temporale di riferimento (pari 1,8% per 7 anni).

Alla base della differenza di rendimento a scadenza - a oggi, 1,85% più inflazione attesa per il BTP Italia e circa 3,10% per il BTP nominale di riferimento - si segnalano anche caratteristiche tecniche cruciali (già indicate nella sezione precedente) prima fra tutte la 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 comporta che i BTP Italia siano, in teoria, strumenti potenzialmente soggetti ad ampie oscillazioni di prezzo (sia temporali, che tra prezzo di domanda e di offerta), che tipicamente caratterizzano le emissioni illiquide. Di conseguenza, parte del premio (in termini di maggior rendimento) che i BTP Italia offrono deriva dalla loro modesta liquidità. Inoltre, il Tesoro, nella determinazione del tasso reale, probabilmente tiene in considerazione il canale di emissione e la volontà di fidelizzare gli investitori privati, meno soliti ad affacciarsi sul primario.

Caratteristiche di mercato che impattano su rendimento e volatilità dei titoli

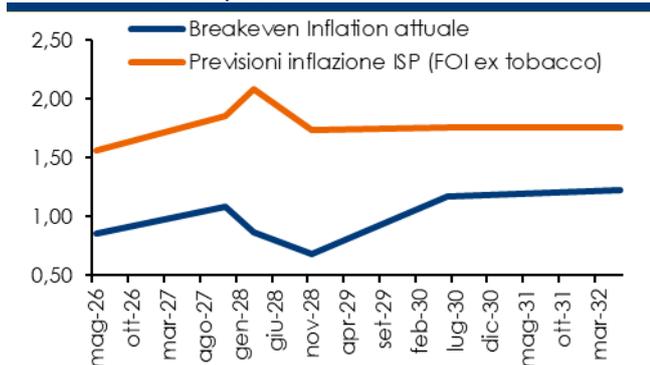
BTP Italia vs. BTPei e BTP nominale corrispondente

Considerando gli strumenti alternativi nominali (il titolo nominale di riferimento per la valutazione dell'emissione attuale è il BTP 0,95% scadenza giugno 2032), il BTP Italia appare più attraente in termini di rendimento a scadenza. Infatti, come già detto, rispetto a un ipotetico rendimento nominale in area 3,65% (cedolare reale + inflazione attesa) del BTP Italia, il nominale di riferimento scambia poco sotto il 3,10%. Come evidente dal grafico a sinistra nella pagina successiva, l'inflazione implicita nei BTP Italia è inferiore a quella attesa, secondo le nostre previsioni, su tutto l'orizzonte temporale, rendendo i titoli di questo comparto, a parità di altre condizioni, ad oggi in media più attrattivi rispetto ai nominali corrispondenti.

Inoltre, il BTP Italia appare un'alternativa interessante rispetto all'altra tipologia di titoli che proteggono dall'inflazione (ossia i BTPei, titoli indicizzati all'inflazione europea), anche da un punto di vista valutativo, oltre che come migliore protezione contro la volatilità di mercato. La

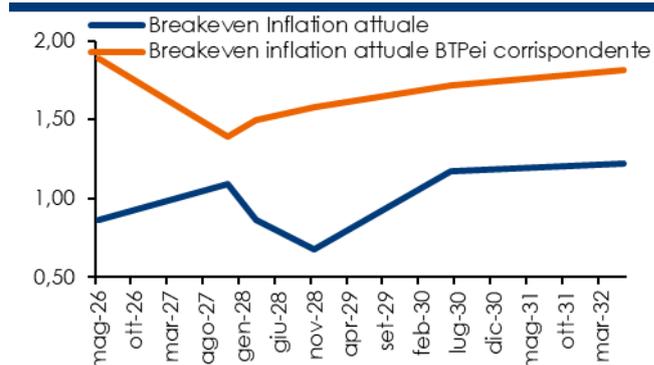
fotografia attuale dei prezzi rivela come l'inflazione di breakeven incorporata nel BTP Italia in emissione sia, come già scritto, in area 1,22%, inferiore di circa 60pb rispetto a quella incorporata nel corrispondente BTPei (BTP 1,25% scadenza settembre 2032, indicizzato all'inflazione europea). Queste considerazioni, data anche la fase di mercato, puntano verso una preferenza per i BTP Italia rispetto ai BTPei. Inoltre, come si evince dal grafico a destra, l'inflazione di breakeven risulta inferiore lungo tutta la curva dei BTP Italia rispetto a quella dei BTPei, rendendo i primi strumenti, a parità di altre condizioni, più convenienti dei secondi.

Inflazione di breakeven della curva di BTP Italia e previsioni d'inflazione Intesa Sanpaolo



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inflazione di breakeven della curva BTP e della curva BTPei



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Confronto con le emissioni precedenti di BTP Italia

Le emissioni di BTP Italia hanno espresso performance divergenti rispetto ai nominali corrispondenti. I collocamenti ancora in circolazione precedenti lo scoppio della guerra in Ucraina (maggio 2018 e ottobre 2019) hanno espresso un ritorno totale relativo superiore rispetto a quello del nominale corrispondente. Le emissioni più recenti (del 2022 e del 2023), complici la discesa dell'inflazione e il contestuale calo dei rendimenti di mercato, hanno invece al momento una performance analoga o di poco inferiore a quella dei nominali corrispondenti.

Ai livelli attuali, confrontando il BTP Italia in emissione con strumenti analoghi, ossia gli altri BTP Italia scambiati sul mercato secondario, emerge che rispetto al titolo con scadenza più vicina e considerando la cedola reale minima garantita, il BTP Italia attualmente in emissione presenta un'inflazione di breakeven solo marginalmente superiore.

BTP Italia in circolazione: rendimenti reali e inflazioni di breakeven

	mag 2018 - ott 2019 - mar 2023 - mag 2026	nov 2027	mar 2028	nov 2022 - nov 2028 - giu 2030	mag 2022 - giu 2032	mag 2025
Rendimento reale	1,05	1,00	1,33	1,60	1,55	1,85
Rendimento BTP nominale. corrisp.	1,91	2,09	2,19	2,28	2,72	3,07
Breakeven Inflation	0,86	1,09	0,86	0,68	1,17	1,22
Rendimento reale BTPei	0,01	0,70	0,70	0,70	1,01	1,26
Breakeven Inflation BTPei	1,89	1,39	1,50	1,58	1,72	1,81
Previsioni inflazione ISP (FOI ex tabacco)	1,57	1,85	2,08	1,74	1,76	1,76

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Il premio fedeltà

Il premio fedeltà rappresenta una percentuale del valore nominale dell'investimento ed è corrisposto esclusivamente a chi acquista i BTP Italia durante la prima fase del periodo di collocamento e li detiene fino alla scadenza. Per l'emissione attuale, il premio è stato portato all'1%, che si traduce in un extra-rendimento annuo aggiuntivo per chi detiene il titolo fino a scadenza di circa 14pb.

Il premio fedeltà dell'1% si traduce in un extra-rendimento di 14pb

Considerazioni finali

Il Tesoro con i BTP Italia ha finora raccolto oltre 200 miliardi di euro. L'emissione più corposa è quella di maggio 2020 che, con quasi 22,3 miliardi di euro, ha di poco superato quella di novembre 2013; la più piccola, da 2,2 miliardi, è stata quella del novembre 2018, fortemente condizionata dalla situazione politica e di mercato del momento. La quota di clientela retail, da quando il collocamento è aperto anche agli istituzionali (ossia da aprile 2014), è stata sempre piuttosto alta, toccando un massimo con l'emissione di giugno 2022 al 77%. La storia dei collocamenti del BTP riflette le condizioni di mercato che hanno attraversato il debito domestico e i timori d'inflazione.

Prima dell'emergenza Covid-19 e della guerra in Ucraina, il contesto di rendimenti prossimi allo zero anche sulle scadenze più lunghe, unito alle aspettative d'inflazione sempre più compresse, sembrava aver reso questi titoli progressivamente meno appetibili (almeno parzialmente) per la clientela retail, mentre il drastico cambio di scenario dopo la pandemia ha profondamente modificato la propensione alla protezione dall'inflazione. Oggi, il contesto sembra puntare ad una normalizzazione della crescita dei prezzi e della gestione della politica monetaria, ma è gravato dalla pesante incertezza che arriva dalla politica commerciale statunitense.

Nel complesso, le nostre considerazioni portano a ritenere interessante l'investimento nel BTP Italia di nuova emissione in termini relativi rispetto al corrispondente nominale, soprattutto 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 S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, 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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

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 13.05.2025.

Il presente documento è distribuito da 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 Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/person-e-famiglie/mercati.html>).

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: <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 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 – 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, 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 S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

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.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate 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'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né l'/gli analista/i né qualsiasi altra persona strettamente legata all'/agli analista/i operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. L'/Gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.
4. L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente raccomandazione non riceve bonus, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basati su specifiche operazioni di investment banking.

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 <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato 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.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research
Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Monica Bosi