

# SCENARIO 2023

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 4° TRIMESTRE

**PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

**INTESA**  **SANPAOLO**

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Strategia Eurizon Capital SGR

Paolo Guida Responsabile Ricerca per Investitori Privati e PMI, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Luca Mezzomo, Responsabile Ricerca Macroeconomica e Mercati Obbligazionari, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

# INDICE

## **SCENARIO 4° TRIMESTRE 2023**

Macroeconomia	2
Mercati	2
Previsioni su tassi, valute e materie prime	4
Quadro macroeconomico generale	5
Tassi, valute e materie prime	6

<b>NOTA METODOLOGICA</b>	<b>7</b>
--------------------------	----------

<b>AVVERTENZA GENERALE</b>	<b>8</b>
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 16.10.2023

# SCENARIO 4° TRIMESTRE 2023:

# SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

Negli ultimi mesi, i dati sono stati più deboli delle attese in Europa e Cina, ma superiori alle aspettative negli Stati Uniti, dove la prospettiva di contrazione del PIL si è allontanata. Il rallentamento della domanda è comunque diffuso e si prevede che la crescita mondiale sarà modesta anche nel 2024. In Europa, l'attività economica è ormai stagnante.

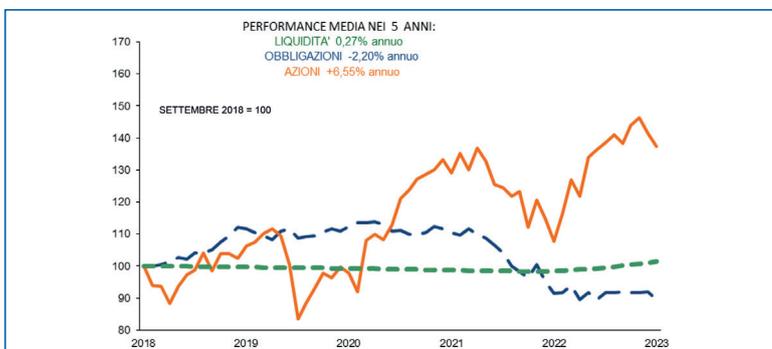
### Inflazione

L'inflazione è in netto calo negli Stati Uniti e in Europa, anche se i livelli restano superiori a quelli desiderati dalle banche centrali. Una ulteriore discesa è attesa nel 2024. L'inflazione sottostante sarà più persistente, anche per gli effetti della rincorsa salariale che inizia a manifestarsi e che riteniamo proseguirà nel prossimo biennio, ma le prospettive stanno migliorando.

### Politica monetaria

La restrizione della politica monetaria è stata ancora forte nei primi nove mesi del 2023, anche se già meno intensa rispetto al secondo semestre 2022, ma dovrebbe essere ormai conclusa. D'altro canto, il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% a lungo potrebbe indurre le banche centrali a mantenere un orientamento restrittivo della politica monetaria fino almeno alla metà del prossimo anno, continuando altresì con il drenaggio dell'eccesso di riserve e la riduzione dei loro portafogli di titoli.

## Le performance storiche



Nota: Base Numero Indice settembre 2018=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a giugno 2018. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da settembre 2018 a settembre 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI

## MERCATI

### Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca Centrale Europea ha effettuato un ultimo incremento dei tassi a settembre, spingendo al rialzo i tassi a breve Euribor. Le scadenze medio-lunghe dei tassi Eurirs hanno registrato un moderato aumento nella seconda metà di settembre, incorporando l'idea di tassi elevati più a lungo. Le prospettive di allentamento monetario nella seconda metà del 2024 alimentano aspettative di moderato calo dei tassi di mercato.

### Monetario

La BCE ha aumentato ancora i tassi d'interesse a settembre, alimentando un'ulteriore salita dei tassi monetari. Le prospettive di ulteriore restrizione monetaria appaiono a questo punto improbabili, nonostante una residua risalita dei tassi monetari sia legata alla graduale rimozione dei programmi di acquisto titoli. In termini reali, la redditività resta limitata da un'inflazione ancora elevata.

### Obbligazionario Governativo

I tassi governativi risultano positivi su tutte le scadenze e appaiono interessanti a fronte della fine dei rialzi dei tassi, in un contesto di rallentamento economico e minori pressioni inflazionistiche. Favorevole anche il contesto italiano, alla luce della stabilizzazione dei tassi core europei e spread in aumento da inizio anno, che fornisce una remunerazione aggiuntiva rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

## Dati e previsioni economiche

	2023 STIME PRECEDENTI	2023 STIME CORRENTI	2024 STIME CORRENTI
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	0.6	0.5	1.1
Inflazione	5.6	5.6	2.8
Tasso di interesse*	4.0	4.0	3.5
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	1.5	2.0	1.0
Inflazione	3.9	4.1	2.5
Tasso di interesse*	5.25-5.50	5.25-5.50	4.75-5.00
Tasso di cambio EUR/USD*	1.07-1.12	1.06-1.08	1.08-1.12

Nota: \* Tassi di fine periodo. Tasso sui depositi per la BCE; Tasso Fondi Federali per la Fed. I dati sono espressi in percentuale, a eccezione del dato sul tasso di cambio EUR/USD.

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

## Azionario

Dopo il recupero dei mesi scorsi, avvenuto a fronte di utili in calo, le valutazioni dei mercati azionari risultano più care rispetto ad inizio anno, ma ancora interessanti in ottica di medio termine. Nel breve termine il mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato e il connesso rischio di rallentamento economico possono essere fonti di volatilità.

## Valute

Dollaro in rafforzamento da luglio, ad invalidare il trend di discesa che era partito a settembre 2022. Agli attuali livelli il dollaro appare caro da un punto di vista valutativo, ma la for-

za relativa dell'economia USA rispetto alle altre e l'incertezza legata al mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato possono mantenere forte la valuta americana nel breve periodo.

## Materie Prime

Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento nei paesi occidentali e in Cina, alti tassi di interesse e non trascurabili pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole alla maggior parte delle materie prime. Tuttavia, la transizione energetica e uno strutturale sotto-investimento forniranno supporto alle quotazioni.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2023	2022	2017-2021 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	1,9	0,2	-0,2	Neutrale	Neutrale	2,0/2,4	Tassi più alti ma inflazione media attesa ancora elevata
Obbligazionario Euro	-0,5	-13,7	1,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/3,8	Tassi scontano in larga parte restrizione BCE
Obbligazionario Germania	-0,9	-13,2	0,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Tassi scontano in larga parte restrizione BCE
Obbligazionario Italia	0,6	-12,7	2,0	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Tassi su livelli interessanti
Azionario Europa	8,6	-8,1	4,9	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,3/8,3	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Italia	15,0	-5,9	5,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,0/8,7	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Stati Uniti	10,1 (11,0 in euro)	13,4 (-9,7 in euro)	10,3 (11,2 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,5/8,8 (3,6/7,9 in euro)	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve

Nota: i rendimenti netti sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; ND=non disponibile.

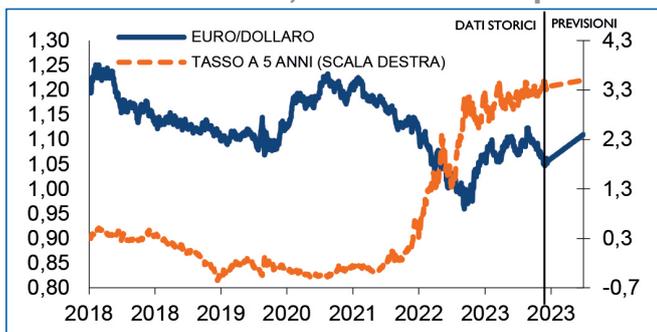
\* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di acquisto, data l'inflazione attesa.

\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,14 nel periodo di riferimento.

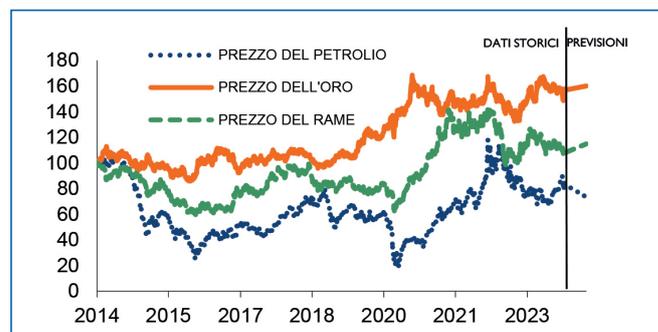
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 06.10.2023, se non diversamente indicato.

# PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

## L'andamento di tassi, valute e materie prime



Fonte: Bloomberg.



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2014 = 100.

## Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A MARZO 2024	TENDENZA 2024	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	5,25/5,50	5,25/5,50	Leggermente in discesa	Politica monetaria restrittiva conclusa, espansiva nel 2024
	Tasso di deposito BCE	4,00	4,00	Leggermente in discesa	Politica monetaria restrittiva conclusa, espansiva nel 2024
	Tasso Euribor 1 mesi	3,86	3,80/4,00	Leggermente in discesa	Stabile nella prima metà dell'anno, in discesa nella seconda metà
	Tasso Euribor 3 mesi	3,97	3,90/4,10	Leggermente in discesa	Stabile nella prima metà dell'anno, in discesa nella seconda metà
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	3,76	3,80/4,00	Leggermente in discesa	Stabile nella prima metà dell'anno, in discesa nella seconda metà
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	3,37	3,40/3,60	Leggermente in discesa	Stabile nella prima metà dell'anno, in discesa nella seconda metà
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	3,36	3,20/3,40	Leggermente in discesa	Stabile nella prima metà dell'anno, in discesa nella seconda metà
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	3,07	2,80/3,00	Leggermente in discesa	Leggermente in discesa nella prima parte del 2024, per poi risalire leggermente nella seconda metà dell'anno
Valute	Euro/Dollaro	1,056	1,10/1,12	Leggermente in salita	Recupero dell'euro sulla scia del rallentamento USA
	Dollaro/Yen	149,51	132/137	In discesa	Yen in apprezzamento sulla scia della probabile svolta restrittiva della Banca del Giappone
Materie prime*	Prezzo del petrolio	89,65 USD a barile	78/80 USD a barile	Leggermente in discesa	Atteso allentamento delle tensioni geopolitiche
	Prezzo del rame	7.976 USD	8.400/8.600 USD a tonn.	Leggermente in salita	In recupero dopo un iniziale calo, sulla scia della ripresa della domanda mondiale nel corso del 2024
	Prezzo dell'oro	1.920 USD	1.950/1.970 USD a oncia	Leggermente in discesa	Il superamento del picco d'inflazione e l'aumento della propensione al rischio dovrebbero contenere le quotazioni
	Prezzo della Soia	12,86 USD per Bushel	ND	Leggermente in discesa	Atteso surplus di produzione rispetto alla domanda, con conseguente moderata discesa delle quotazioni

Nota: (\*) Il prezzo del petrolio si riferisce al Brent Dated; il prezzo del rame si intende per tonnellata metrica e si riferisce al future a 3 mesi; il prezzo dell'oro si intende per oncia e si riferisce allo spot; il prezzo della soia si riferisce alla prima scadenza del future. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 16.10.2023. ND: Non disponibile.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La crescita mondiale è in rallentamento, frenata dagli effetti della restrizione monetaria nei paesi occidentali e dalle difficoltà della Cina, alle prese con la debolezza della domanda mondiale di manufatti e con una grave crisi del proprio mercato immobiliare. Le conseguenze dell'aumento dei tassi ufficiali sulla domanda interna negli Stati Uniti e in Europa dovrebbero diventare ancora più evidenti tra fine 2023 e inizio 2024, rendendo poco plausibile uno scenario di immediata riaccelerazione. D'altro canto, le ripercussioni del rallentamento sull'occupazione sono state quasi ovunque modeste, a indicare che le condizioni di partenza del mercato del lavoro erano molto tese. Inoltre, la trasmissione della politica monetaria sulla domanda finale potrebbe essere temporaneamente attenuata dalle condizioni di maggiore solidità dei bilanci di famiglie e imprese rispetto ad altri periodi storici.

## Stati Uniti

Malgrado 500pb di rialzo dei tassi, l'economia degli Stati Uniti potrebbe ancora evitare una recessione vera e propria. I primi tre trimestri del 2023 sono stati nettamente migliori del previsto, forse anche per una politica fiscale troppo accomodante. La crescita del PIL è ora prevista su livelli sostanzialmente nulli nei due trimestri a cavallo d'anno e nel 2024 si prevede una crescita media dell'1% (bassa, ma non coerente con uno scenario recessivo). Il ribilanciamento tra domanda e offerta sul mercato del lavoro è avviato, ma si attende un incremento complessivamente modesto della disoccupazione. La resistenza dimostrata dall'economia alla restrizione delle condizioni finanziarie implica che occorrerà tempo prima che la crescita dei salari e quella dei prezzi core tornino su ritmi simili a quelli pre-pandemici.

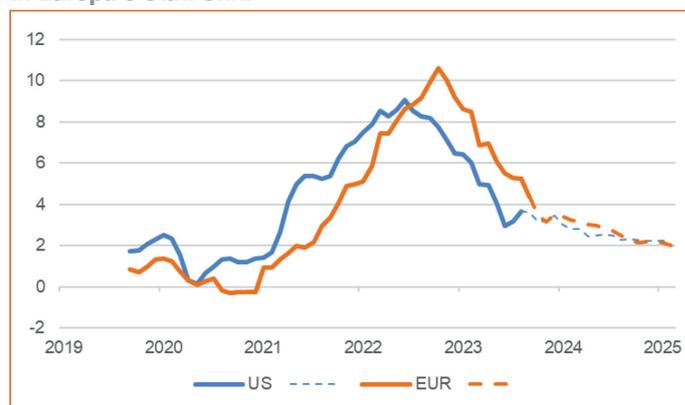
Con l'intervallo obiettivo per i fed funds a 5,25-5,50%, invariato a settembre, la Fed potrebbe ormai aver raggiunto il punto d'arrivo sui tassi, con eventuale opzione per un ultimo ritocco al rialzo entro fine anno in caso di dati più forti delle attese. Di contro, la fase dei tagli potrebbe partire soltanto negli ultimi mesi del prossimo anno e avere inizialmente una velocità inferiore a quanto precedentemente previsto.

## Eurozona

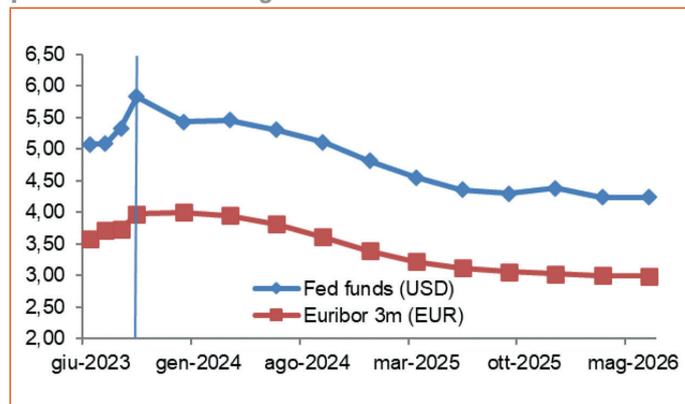
Dati inferiori alle attese e le prime evidenze degli effetti della restrizione monetaria hanno lasciato il segno sulle previsioni di crescita per quest'anno e per il prossimo. Il 2023 potrebbe chiudersi con una crescita media annua di 0,5%; nel 2024, si prevede un aumento del PIL di 0,8%, un livello ancora modesto e compatibile con un aumento del tasso di disoccupazione. Anche se tali numeri non configurano uno scenario di recessione, una contrazione del PIL nei prossimi trimestri non è da escludere e i rischi restano verso il basso. La trasmissione della politica monetaria al credito è stata molto intensa,

anche se la solidità dei bilanci di famiglie e imprese dovrebbe parzialmente disinnescarne gli effetti sulla domanda interna. L'inflazione continuerà a calare su tutto l'orizzonte previsivo, per effetto dell'allentamento dei costi di produzione e dell'impatto della politica monetaria restrittiva. Il calo dell'inflazione sarà più marcato negli ultimi mesi del 2023, per rallentare di nuovo a inizio 2024. I rischi restano orientati lievemente verso l'alto, e legati a possibili nuovi shock su energia e alimentari. La BCE ha portato i tassi ufficiali al 4,0% in settembre. Ora i tassi potrebbero restare fermi a questo livello per diversi mesi, anche se non va esclusa del tutto la possibilità di nuovi ritocchi al rialzo in caso di dati significativamente più forti delle attese. I mercati scontano un primo taglio dei tassi già a giugno/luglio 2024, ma è probabile che la BCE decida di attendere un calo dell'inflazione più marcato prima di allentare la politica monetaria. La riduzione del bilancio continuerà nei prossimi mesi: il portafoglio APP continuerà a essere ridotto a mano a mano che i titoli andranno in scadenza, mentre le scadenze dei crediti TLTRO contribuiranno a drenare riserve dal sistema bancario.

## Il calo dell'inflazione è ormai ben avviato in Europa e Stati Uniti



## Tassi di interesse a breve termine impliciti nei future (%): prossima mossa un taglio?



Nota: indici generali dei prezzi al consumo, variazioni % a/a; fonte Refinitiv-Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo. In alto: dati in %; elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte Refinitiv-Datastream

# TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

Dopo una salita dettata dall'ultimo rialzo dei tassi BCE, i tassi Eurirs ed Euribor appaiono destinati a stabilizzarsi prima e poi avviare una traiettoria discendente, soprattutto sulle scadenze medio-lunghe. Sebbene il primo ribasso dei tassi ufficiali non sia vicino e più probabilmente avverrà nella seconda metà dell'anno, le scadenze meno ravvicinate cominceranno a scontare uno scenario di allentamento monetario. Sul fronte valutario, la forza del dollaro appare destinata a confermarsi nel breve periodo, ma nel corso del 2024 il rallentamento dell'economia USA sarà più evidente, penalizzando la valuta americana. Le quotazioni delle materie prime continueranno a soffrire del rallentamento globale anche se sono molto probabili rialzi di breve per effetto delle tensioni in Medio Oriente.

## Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

I tassi di mercato (Eurirs) hanno registrato una sostanziale stabilità fino a settembre, per poi risalire soprattutto sulle scadenze oltre i due anni. Il movimento è legato alla percezione dei mercati di tassi su livelli elevati molto a lungo, sia negli Stati Uniti che in area euro. In prospettiva, la fine del ciclo di rialzi dei tassi BCE determinerà prima una stabilizzazione degli Eurirs e poi una discesa. Soprattutto i tassi a medio-lungo termine rifletteranno il rallentamento dell'economia e la prosecuzione del calo dell'inflazione, al quale seguirà il primo taglio dei tassi BCE nella seconda metà del 2024. I tassi Euribor appaiono destinati a stabilizzarsi dopo l'ultima restrizione monetaria. Le scadenze più lunghe, come quella a 12 mesi, rifletteranno l'allentamento monetario atteso nel prossimo anno.

## Valute

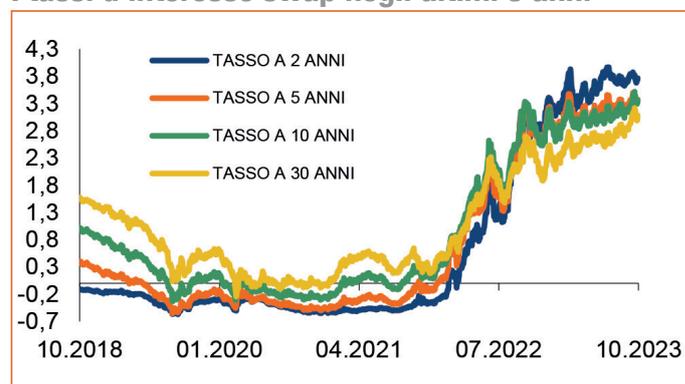
Dollaro in rafforzamento da luglio, ad invalidare il trend di discesa che era partito a settembre 2022. Il sostegno al dollaro viene da una economia USA più forte del previsto e da una Fed che continua ad avere un atteggiamento restrittivo. Contro euro il cambio è tornato anche sotto 1,06 dopo avere sfiorato 1,13 a metà luglio. Agli attuali livelli il dollaro appare caro da un punto di vista valutativo, ma la forza relativa dell'economia USA rispetto alle altre e l'incertezza legata al mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato possono mantenere forte la valuta americana nel breve periodo.

## Materie prime

Il recente rally dei prezzi del greggio è stato guidato dai profondi tagli alla produzione dell'OPEC+, che contribuiranno ad alimentare un deficit nel 4° trimestre. Al contrario, il mercato tornerà probabilmente in surplus il prossimo anno, quando anche i rischi geopolitici potrebbero diventare ribassisti per i prezzi, in assenza di un'escalation in Medio Oriente. Le scorte di gas europee sono vicine al loro record storico e potrebbero presto raggiungere il loro picco stagionale, ma la crisi mediorientale ha alimentato un rialzo della quotazione destinato a riassorbirsi nel corso del 2024. Negli ultimi mesi i metalli preziosi hanno seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, i rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano.

Prevediamo ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi nei restanti mesi del 2023, mentre un sentiment di mercato più costruttivo potrebbe emergere nel corso del prossimo anno. Fenomeni meteorologici come El Niño potrebbero sostenere i prezzi agricoli nonostante uno scenario macroeconomico sfavorevole.

## I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

## Le principali valute negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

## Le principali commodity negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

# NOTA METODOLOGICA

I rendimenti di medio periodo sono realizzati secondo la metodologia Black-Litterman grazie all'utilizzo di un modello gestito da Eurizon Capital.

L'approccio Black-Litterman (B-L) rappresenta un riferimento metodologico valido, efficace e ampiamente riconosciuto per realizzare le scelte di asset allocation tattica con l'obiettivo di sfruttare i movimenti di più breve periodo delle asset class. Elementi chiave per passare dal portafoglio strategico al tattico sono: le view di mercato di breve periodo, di tipo qualitativo, su cui si è maggiormente fiduciosi (eventualmente anche una sola view) e il controllo del rischio, in quanto si vuole massimizzare il contributo delle view alla performance nel rispetto del profilo di investimento del portafoglio. Nel processo di asset allocation tattica il naturale punto di riferimento è il portafoglio strategico da cui si devia solo se vi sono asset class che si ritiene siano da favorire nel breve periodo. L'approccio B-L consente di implementare tale processo in modo quantitativo combinando statistica bayesiana e teoria classica del portafoglio. Il modello introduce il concetto di rendimenti di equilibrio (prior): sono i rendimenti che fanno del portafoglio strategico il portafoglio ottimo. Tali rendimenti sono ottenuti via reverse optimization: dati i pesi strategici si trovano i rendimenti ottimi. I rendimenti di equilibrio vengono modificati in via quantitativa per incorporare l'informazione aggiuntiva rappresentata dalle view tattiche: la statistica bayesiana consente di ottenere i nuovi rendimenti (posterior) per tutte le asset class consistenti con la struttura di rischio (volatilità e correlazioni). Questo è il cuore dell'approccio B-L. Nel processo si considera tutto il set informativo disponibile: in altre parole anche nel caso di una sola view tutti i rendimenti attesi vengono modificati in modo coerente. Per dare l'intuizione si ha che in caso di view positiva su un'asset class, quelle maggiormente correlate positivamente vedono salire i rendimenti attesi rispetto alla prior e viceversa per quelle correlate negativamente. L'approccio B-L consente di unire i benefici dell'approccio qualitativo nella definizione delle view (ci si può concentrare sulle view forti ed esprimerle in modo qualitativo) con i benefici dell'approccio quantitativo in termini di disciplina, rigore metodologico e utilizzo completo del set informativo (attese di rendimento e di rischio).

# AVVERTENZA GENERALE

Il presente documento è stato preparato, approvato e distribuito dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, in particolare da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, e da Eurizon Capital SGR S.p.A., società di gestione del risparmio autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva dalla Banca d'Italia.

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 dal Gruppo Bancario 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 dello stesso, 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 dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte dal Gruppo Bancario 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 Bancario 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 Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o brevi 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 titolo di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 21/07/2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital SGR a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob (deposito curato da Intesa Sanpaolo), esclusivamente ai clienti delle banche del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in formato elettronico e potrà altresì essere messo a disposizione presso le filiali del Gruppo.

In nessun caso il presente documento potrà essere distribuito al di fuori del territorio della Repubblica Italiana ovvero essere reso disponibile a soggetti non residenti in Italia. In particolare, e senza limitazione della generalità di quanto precede, il presente documento, così come ogni sua riproduzione, anche parziale, non può essere ricevuto, consegnato o trasmesso negli Stati Uniti d'America o a ogni residente degli Stati Uniti d'America, quali definiti ai sensi della Regulation S relativa allo U.S. Securities Act del 1933, né nel Regno Unito ovvero in Lussemburgo o in Giappone.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital SGR e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo e Eurizon Capital. 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 e Eurizon Capital SGR.



