

SCENARIO 2025

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 4° TRIMESTRE



INTESA  SANPAOLO

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Macro Mercati di Eurizon Capital SGR

Paolo Guida, Responsabile Ricerca per Investitori Privati e PMI, Research Department Intesa Sanpaolo

Luca Mezzomo, Responsabile Ricerca Macroeconomica e Mercati Obbligazionari, Research Department Intesa Sanpaolo

INDICE

SCENARIO 4° TRIMESTRE 2025

Macroeconomia	2
 Mercati	2
Quadro macroeconomico generale	4
I mercati azionari e obbligazionari	5

NOTA METODOLOGICA	7
--------------------------	----------

AVVERTENZA GENERALE	8
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 03.10.2025

SCENARIO 4° TRIMESTRE 2025:

SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

Nei prossimi mesi, le misure protezionistiche già adottate dagli Stati Uniti porteranno, a nostro avviso, a una temporanea contrazione del commercio mondiale, ma senza comunque condurre a una recessione globale: la crescita del PIL rallenterà ma rimarrà positiva. Infatti, il calo dell'inflazione favorisce la ripresa dei consumi e l'allentamento delle politiche monetarie e, quindi, un miglioramento delle condizioni di finanziamento. Negli Stati Uniti, gli investimenti high tech stanno ammortizzando il rallentamento delle altre componenti della domanda. Inoltre, in alcuni paesi, come Stati Uniti e Germania, la domanda sarà sostenuta anche da un allentamento delle politiche fiscali.

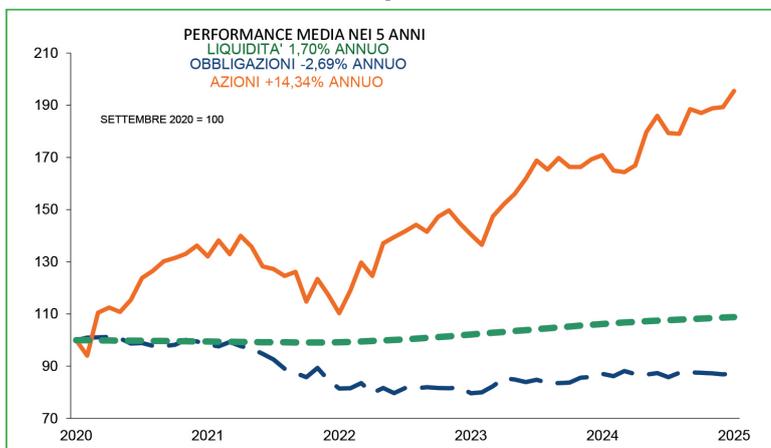
Inflazione

L'imposizione di dazi elevati sulla maggior parte delle importazioni americane aumenterà l'inflazione negli Stati Uniti, portandola in una direzione transitoriamente opposta rispetto a quanto è atteso in Europa, dove l'incremento dei prezzi potrebbe calare sotto il 2%, anche per il contributo del cambio più forte.

Politica monetaria

L'incertezza dello scenario complica il lavoro delle banche centrali. La Banca Centrale Europea potrebbe optare per un altro taglio dei tassi ufficiali nei prossimi mesi, ma ormai la fase di espansione monetaria è sostanzialmente conclusa. Le scelte della Fed sono ancora più incerte; tuttavia, vi sono forti aspettative che negli Stati Uniti la fase di riduzione dei tassi continui nei mesi finali di quest'anno e a inizio 2026.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice settembre 2020=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a settembre 2020. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da settembre 2020 a settembre 2025. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI

MERCATI

Monetario

La Banca Centrale Europea ha sostanzialmente chiuso la fase di ribassi dei tassi d'interesse, portando il tasso sui depositi al 2%. La redditività monetaria si è dunque ridotta e si è sostanzialmente annullata in termini reali, rendendo lo scenario del comparto sfavorevole.

Obbligazionario Governativo

I tassi offerti dai titoli obbligazionari governativi appaiono interessanti sia perché presentano flussi cedolari superiori all'inflazione, sia perché rappresentano un elemento di stabilizzazione rispetto al rischio di volatilità in caso di inatteso rallentamento dell'economia globale. Favorevole anche il contesto per i titoli governativi italiani che, pur in presenza di uno spread ai minimi degli ultimi anni, forniscono una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate in euro registra ancora buone performance, grazie a una propensione al rischio che è rimasta elevata nonostante le incertezze economiche. Le prospettive restano interessanti sia per il comparto Investment Grade che per gli High Yield, grazie alla prosecuzione della crescita economica e a una qualità del credito che resta mediamente buona.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti ha beneficiato della fase favorevole dei mercati e delle politiche monetarie mediamente espansive, recentemente anche da parte della Fed. Le incognite sulle politiche commerciali USA non hanno intaccato significativamente il sentiment degli investitori sul comparto. Le prospettive restano a nostro giudizio favorevoli, grazie a rendimenti ancora interessanti anche in valuta forte.

Dati e previsioni economiche

	2025 STIME PRECEDENTI	2025 STIME CORRENTI	2026 STIME CORRENTI
EUROPA			
Crescita economica	0.9	1.2	0.9
Inflazione	2.1	2.1	1.8
Tasso di interesse *	1.75	1.75	1.75
STATI UNITI			
Crescita economica	1.5	1.7	1.6
Inflazione	3.0	2.9	2.8
Tasso di interesse *	3.75-4.00	3.75-4.00	3.25-3.50
Tasso di cambio EUR/USD*	1.12-1.16	1.17-1.19	1.15-1.20

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

Le prospettive dei mercati azionari appaiono ancora favorevoli in un contesto di prosecuzione del ciclo espansivo e crescita degli utili che giustificano valutazioni tutt'ora un po' tirate in alcuni settori quali la tecnologia USA. Il contesto generale potrebbe però confermarsi più volatile rispetto al passato biennio, alla luce delle incertezze sulla tenuta dell'economia USA, sull'impatto dei piani di investimento in Europa e per le persistenti tensioni geopolitiche.

Valute

Dollaro in calo da inizio anno. Nell'immediato il fatto che la Federal Reserve abbia ripreso ad abbassare i tassi di interesse, a fronte di una BCE ferma, potrebbe mantenere debole il dollaro. Va però notato che il calo della valuta USA ha perso velocità e che le prossime mosse della Fed appaiono in larga parte scontate. A meno di un ulteriore rallentamento dell'economia USA, la discesa del dollaro, iniziata a 0,95 contro euro nel 2022, potrebbe essere vicina a una pausa.

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2025	2024	2019-2023 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	1,3	2,7	0,4	Neutrale	Sfavorevole	1,9/2,2	Tassi monetari in calo e tassi reali azzerati
Obbligazionario Euro	0,3	1,4	-1,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,3/3,5	Tassi positivi su tutte le scadenze, curve inclinate positivamente
Obbligazionario Germania	-0,8	0,4	-2,0	Neutrale	Neutrale	n.d.	Tassi positivi, ma meno interessanti della periferia Eurozona
Obbligazionario Italia	1,8	3,9	-0,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Tassi positivi su tutte le scadenze – spread interessante
Obbligazionario Dollaro	4,0 (-5,0 in euro)	0,5 (5,3 in euro)	-0,6 (-0,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,7/4,1 (2,5/3,9 in euro)	Tassi positivi su tutte le scadenze – tassi Fed in calo
Obbligazionario Corporate	1,8	2,8	-0,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/3,6	Rendimenti ancora interessanti anche per gli Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	1,3	5,5	-1,9	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/3,1	Rendimenti ancora elevati, politiche monetarie espansive
Azionario Europa	14,9	6,8	4,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,7/7,4	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili frenata dall'euro forte
Azionario Italia	23,3	14,0	6,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,6/8,1	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Stati Uniti	11,0 (1,3 in euro)	18,9 (24,5 in euro)	7,0 (7,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	5,3/9,3 (5,0/9,0 in euro)	Prospettive favorevoli, ma l'economia ha perso forza
Azionario Giappone	11,1 (6,2 in euro)	15,1 (11,0 in euro)	6,4 (0,7 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,3/7,7 (4,6/9,0 in euro)	Prospettive favorevoli, ma la banca centrale sta alzando i tassi
Azionario Emergenti	22,5 (11,6 in euro)	6,1 (11,0 in euro)	0,4 (0,6 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,9/6,5 (2,7/6,2 in euro)	Prospettive favorevoli legate ai tagli dei tassi Fed

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 1,20 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150; indice Azionario Emergenti: MSCI Emergenti.

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 03.10.2025, se non diversamente indicato.

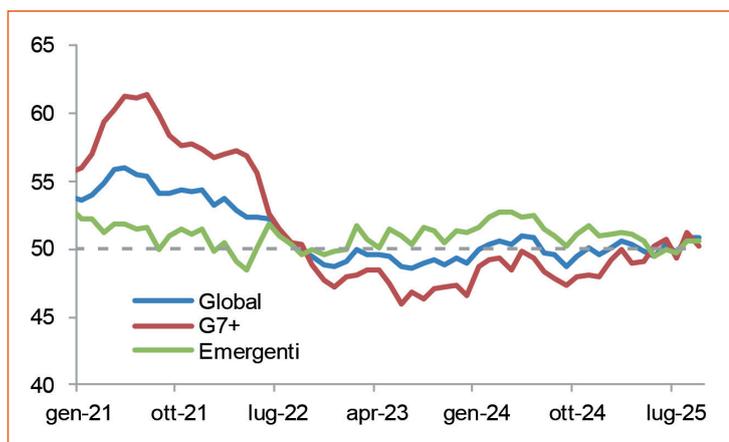
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Le previsioni di consenso per il prossimo biennio sono caratterizzate da aspettative di crescita moderata, debolezza dei flussi commerciali e inflazione nel complesso contenuta. La fase di allentamento delle politiche monetarie dovrebbe continuare, con una maggiore convergenza fra tassi di interesse americani ed europei.

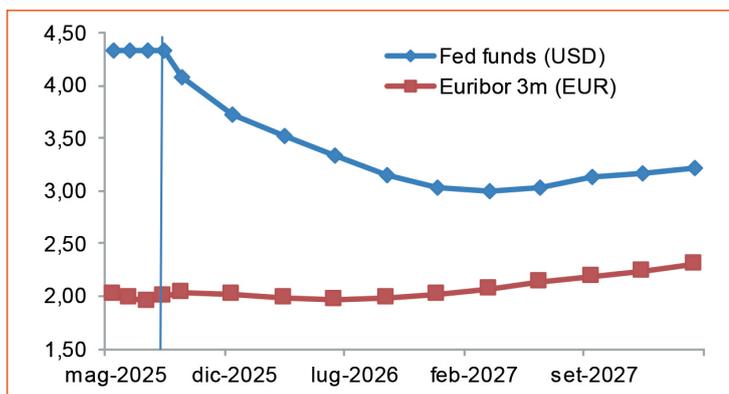
Stati Uniti

Gli accordi commerciali siglati durante l'estate hanno contribuito a ridurre l'incertezza sulle politiche commerciali, pur confermando l'innalzamento delle barriere tariffarie americane al livello più elevato da quasi un secolo. In conseguenza della tenuta migliore del previsto dell'economia nel 1° semestre, nel 2025 la crescita del PIL potrebbe risultare un po' più alta di quanto atteso prima (1,7%). Tuttavia, i segnali di rallentamento dell'attività economica fanno ritenere che anche nel 2026 la crescita resti relativamente bassa.

I dazi potrebbero far rimbalzare l'inflazione americana nel secondo semestre 2025



Tassi di interesse a breve termine impliciti nei future (%)



Nota: Indici di fiducia PMI e future su tassi a breve. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte LSEG-Datstream

I più recenti dati su redditi e spesa delle famiglie segnalano una tenuta dei consumi all'inizio del 3° trimestre. Tuttavia, il calo della fiducia delle famiglie e il rallentamento dell'occupazione potrebbero frenare le decisioni di spesa dei consumatori. Inoltre, l'impatto dei dazi contribuirà ad erodere il potere d'acquisto delle famiglie. A parziale compensazione, le prospettive per gli investimenti fissi non residenziali sono migliorate, in particolare per il boom di attività nel comparto Tecnologico e nel suo indotto: queste ultime da sole spiegano circa il 40% della crescita tendenziale del PIL nel 2° trimestre. Inoltre, l'approvazione del piano fiscale potrebbe sostenere la domanda interna nel 2026, pur accrescendo i rischi sulla sostenibilità del debito nel medio-lungo termine.

L'inflazione ha mostrato segnali contrastanti tra luglio e agosto: ai rincari per i beni più esposti all'aumento dei dazi si sono contrapposti andamenti più favorevoli. La trasmissione ai prezzi finali appare smorzata dalla riduzione dei margini di profitto delle imprese americane. L'impatto inflattivo dei dazi raggiungerà il picco tra fine 2025 e inizio 2026; la debolezza della domanda interna dovrebbe renderlo temporaneo, evitando il rischio di un innalzamento delle aspettative di inflazione.

Il FOMC della Federal Reserve, pur molto diviso, appare nel complesso propenso a continuare la riduzione dei tassi ufficiali dopo il taglio di 25 punti base attuato in settembre. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC includono altri 2 tagli quest'anno e 1 taglio nel 2026.

Eurozona

Un primo semestre migliore delle attese implica che la crescita media annua del PIL sarà molto probabilmente superiore all'1%, quest'anno. Nella seconda parte dell'anno, però, si prevedono ritmi di crescita più modesti, per via del rallentamento dell'export (gli effetti dei dazi e del rafforzamento del cambio dovrebbero iniziare a incidere maggiormente) a fronte di una domanda interna ancora debole ma comunque in lieve crescita. Dal 2026, gli effetti ritardati del taglio dei tassi e l'espansione fiscale in Germania dovrebbero sostenere la domanda interna, per una crescita annua intorno allo 0,9%.

L'inflazione ha mostrato un andamento molto stabile nel periodo più recente, a parte alcune pressioni al rialzo sui prezzi degli alimentari freschi. Rispetto a tre mesi fa, le stime per l'indice generale e per le misure "core" restano pressoché immutate. La Banca Centrale Europea prevede che l'inflazione possa calare marginalmente sotto il 2% nel corso del 2026.

La fase di allentamento monetario della BCE potrebbe essere ormai conclusa. Nel nostro scenario, ipotizziamo un ulteriore taglio precauzionale a 1,75% legato a dati deludenti, ma con probabilità di poco superiore al 50% e con un ritorno al 2% già a inizio 2027. Le condizioni finanziarie accomodanti potrebbero tradursi in una maggiore ripresa dei flussi di credito alle imprese nel corso del 2026.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Fed e tecnologia sostengono i mercati

La crescita economica globale si riduce ma non deraglia, mentre il boom degli investimenti legati all'Intelligenza Artificiale compensa il rallentamento del commercio internazionale. Ne deriva un andamento ancora favorevole dei mercati azionari, confortati da politiche commerciali americane che, seppure più restrittive, non si sono rivelate dirompenti come quelle annunciate a inizio aprile e poi sospese. Le borse tuttavia registreranno maggiore volatilità, a fronte dell'incertezza sull'entità del rallentamento USA e degli effetti incerti delle politiche fiscali espansive. I mercati obbligazionari governativi offrono rendimenti ancora interessanti, mantenendo un ruolo difensivo in caso di rallentamento dell'economia superiore alle attese. I rendimenti restano superiori per le obbligazioni corporate, sebbene gli spread si siano ridotti sia per il comparto Investment Grade che High Yield. Per gli emergenti, nonostante le restrizioni commerciali restino un fattore di rischio, le politiche monetarie espansive e un dollaro più debole sono elementi di supporto, a fronte di rendimenti ancora interessanti. Infine, sul fronte valutario, il dollaro potrebbe interrompere temporaneamente la fase di indebolimento anche se la Fed continuerà a tagliare i tassi.

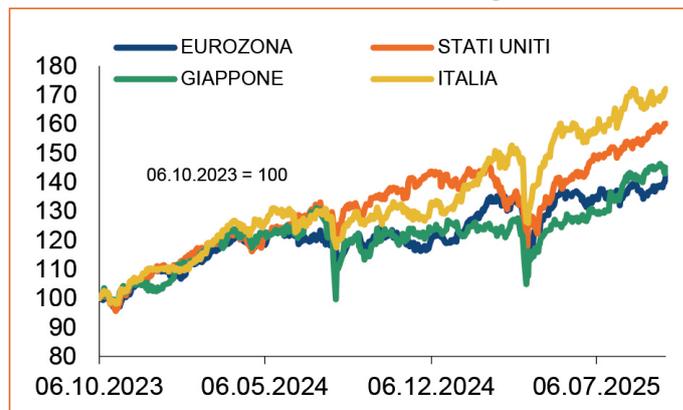
Azioni

Saldo decisamente positivo per i mercati azionari da inizio 2025. Le azioni europee, che avevano guidato il rialzo dei mercati nella prima parte dell'anno, si sono fermate a metà anno, lasciando il testimone al mercato USA che più aveva sofferto le incertezze legate alla guerra commerciale. Positivo per tutto il periodo l'andamento dei mercati emergenti. Le prospettive dei mercati azionari rimangono favorevoli in un contesto di prosecuzione del ciclo espansivo e di crescita degli utili che giustificano valutazioni tutt'ora un po' tirate in alcuni settori quali la tecnologia USA. Il contesto generale potrebbe però confermarsi più volatile rispetto al passato biennio, alla luce delle incertezze sulla tenuta dell'economia USA, sull'impatto dei piani di investimento in Europa e per le persistenti tensioni geopolitiche.

Obbligazioni Governative

Tassi governativi in tendenziale calo negli USA, soprattutto sulle scadenze brevi nel corso del 2025. In Eurozona risultano sotto i livelli di inizio anno i tassi a breve, mentre sulle scadenze più lunghe sono in rialzo quelli tedeschi e poco mossi quelli della periferia. Le curve dei tassi a scadenza hanno ritrovato un'inclinazione positiva. Sono movimenti che registrano la moderazione della crescita in USA, con inflazione in assestamento, e l'attesa di nuovi interventi di spesa fiscale in Europa. I tassi offerti dai titoli obbligazionari governativi appaiono interessanti sia perché presentano flussi cedolari superiori all'inflazione, sia perché rappresentano un elemento di stabilizzazione rispetto al rischio di volatilità in caso di inatteso rallentamento dell'economia globale. Favorevole anche il contesto per i titoli governativi italiani che, pur in presenza di uno spread ai minimi degli ultimi anni, forniscono una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 2 anni



Nota: Indici rappresentativi di prezzi e dividendi, MSCI Euro, S&P 500, Topix, FTSE MIB.
Fonte: Refinitiv-Datastream

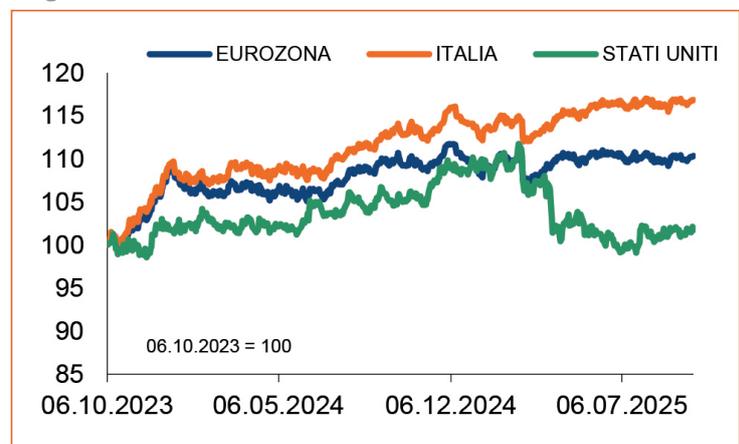
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Le obbligazioni non governative hanno registrato una buona performance anche nel 3° trimestre, sostenute ancora da una buona propensione al rischio che si è riflessa in una riduzione degli spread, a fronte di tassi privi di rischio sostanzialmente stabili o leggermente in salita. In prospettiva, i titoli corporate in euro, sia Investment Grade che High Yield, presentano ancora rendimenti a scadenza interessanti in media, a fronte di un quadro macroeconomico ancora di supporto, nonostante il rallentamento della domanda estera. La crescita economica non appare messa a rischio dalle politiche commerciali restrittive americane, mantenendo mediamente buona la qualità del credito delle imprese. Le obbligazioni delle aree emergenti, pur essendo più esposte all'introduzione di dazi da parte dell'amministrazione USA, mantengono livelli di rendimento a scadenza ancora interessanti e si avvantaggiano dell'avvio della riduzione dei tassi da parte della Fed, a cui tipicamente si associa una politica monetaria espansiva anche da parte dei Paesi emergenti maggiormente legati all'area dollaro. Ancora maggiore redditività per gli strumenti in valuta locale, favoriti anche da un dollaro tendenzialmente più debole.

Valute

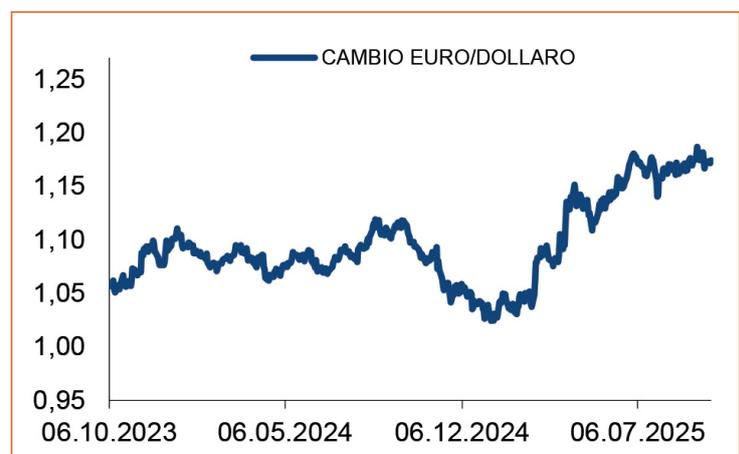
Dollaro in calo da inizio anno, fino a toccare 1,19 contro euro a metà settembre (era 1,02 a inizio anno). Nell'immediato il fatto che la Federal Reserve abbia ripreso ad abbassare i tassi di interesse, a fronte di una BCE ferma, potrebbe mantenere debole il dollaro. Va però notato che il calo della valuta USA ha perso velocità e che le prossime mosse della Fed appaiono in larga parte scontate. A meno di un ulteriore rallentamento dell'economia USA, la discesa del dollaro, iniziata a 0,95 contro euro nel 2022, potrebbe essere vicina a una pausa.

Performance storiche dei titoli di Stato negli ultimi 2 anni



Nota: Indici Bloomberg rappresentativi di prezzi e cedole, media di tutte le scadenze. L'indice dei titoli di stato USA è espresso in euro, pertanto l'andamento sconta la dinamica del cambio euro/dollaro nel periodo di riferimento. Fonte: Refinitiv-Datastream

Andamento del dollaro verso l'euro negli ultimi 2 anni



Fonte: Refinitiv-Datastream

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 08.07.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo ed 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 ed 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 ed Eurizon Capital. Il copyright e 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 ed Eurizon Capital SGR.

