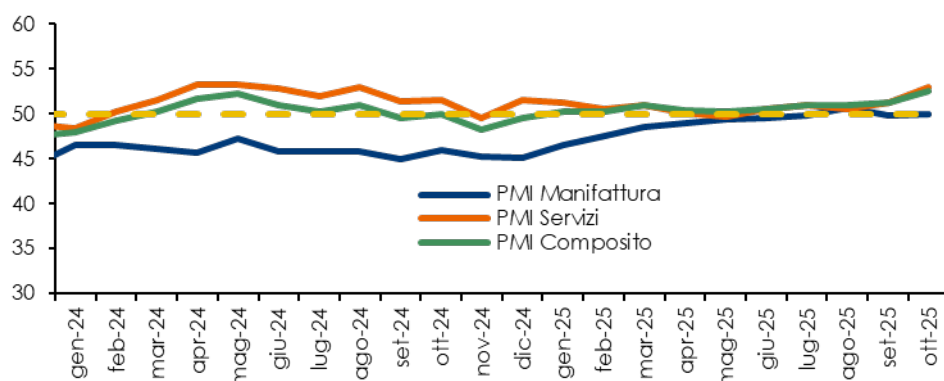


**Settimana dei mercati**
**La settimana entrante**

- **Europa:** a novembre nell'Eurozona la prima stima della fiducia dei consumatori è prevista in lieve miglioramento (-14 da -14,2) sulla scia dei minori rischi geopolitici, mentre in Francia la fiducia delle imprese è attesa in leggero deterioramento (100 da 101) dopo il balzo di ottobre innescato dal volatile settore dei mezzi di trasporto. Questa mattina sono state pubblicate le Previsioni Economiche d'Autunno della Commissione Europea, secondo cui "l'attività economica continuerà a espandersi a un ritmo moderato, nonostante il contesto esterno difficile": l'Eurozona dovrebbe crescere di +1,3% nel 2025, di +1,2% nel 2026 e di +1,4% nel 2027, mentre l'inflazione nell'area dell'euro dovrebbe attestarsi a +2,1% nel 2025, a +1,9% nel 2026 e a +2% nel 2027.
- **Italia:** l'inflazione amonizzata di ottobre dovrebbe essere confermata a +1,3% a/a. Venerdì, a mercati chiusi, Moody's aggiungerà il giudizio sul debito sovrano italiano: la valutazione attuale è Baa3, ma l'agenzia lo scorso 23 maggio aveva migliorato l'outlook da "stabile" a "positivo", sulla scia dei miglioramenti nel quadro fiscale, nella stabilità politica e nel sistema bancario.
- **USA:** dopo lo shutdown i principali istituti di statistica stanno ridefinendo i calendari di rilascio dei dati macroeconomici (il CPI e il tasso di disoccupazione di ottobre sono a rischio per la mancata raccolta dei dati sul campo e anche l'inflazione di novembre potrebbe essere diffusa dopo il meeting Fed di dicembre). In un quadro ancora non definitivo, evidenziamo la pubblicazione delle indagini regionali di fiducia manifatturiera di novembre (il NY Empire Manifatturiero dovrebbe scendere a 5,8 da 10,7 e il Philly Fed salire a 1 da -12,8), dei PMI flash di novembre (stimati poco variati e ben sopra 50), della produzione industriale di ottobre (attesa invariata su base mensile) e dell'employment report di settembre (in cui i nuovi occupati non agricoli dovrebbero attestarsi a 50 mila e il tasso di disoccupazione rimanere stabile al 4,3%). Mercoledì saranno divulgati i verbali del FOMC tenutosi il 28-29 ottobre: forniranno ulteriori informazioni su un quadro interno ancora caratterizzato da una crescente divergenza di opinioni. **Risultati societari: Home Depot, Lowe's, Nvidia, Wal-Mart Stores.**

**Focus della settimana**

**Nell'Eurozona i PMI flash di novembre sono attesi confermare un quadro moderatamente espansivo.** Nella manifattura ci aspettiamo un aumento a 50,1 da 50 di ottobre, dopo che le letture dei mesi precedenti avevano offerto segnali di recupero per la domanda interna a fronte di un impatto dei dazi più contenuto del previsto (la domanda estera, seppur in contrazione, aveva mostrato a ottobre un miglioramento che potrebbe proseguire a novembre). Nei servizi, stimiamo un PMI poco variato a 52,8 da 53: si tratterebbe di una correzione solo marginale dopo l'ampio aumento di ottobre, che confermerebbe il settore come il principale motore di crescita. L'indice sintetico PMI composito dovrebbe quindi rimanere invariato a 52,5.

**Area euro: indici PMI**


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**17 novembre 2025- 13:11 CET**

Data e ora di produzione

Nota settimanale

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Team Retail Research  
Analisti Finanziari

**17 novembre 2025- 13:20 CET**

Data e ora di circolazione

## Scenario macro

### Area euro

In Italia a settembre l'output industriale è salito di +2,8% m/m, recuperando l'intero calo di agosto imputabile a fattori stagionali: sebbene l'effetto dei dazi debba ancora palesarsi pienamente, il settore dovrebbe aver superato il punto di minimo in considerazione del maggior ottimismo riscontrato in ottobre, grazie alle minori tensioni geopolitiche e alle misure espansive governative,

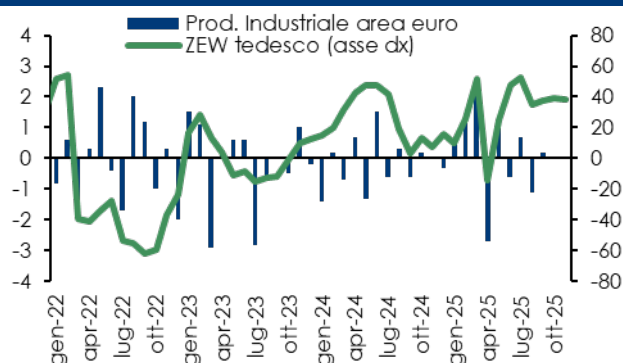
In area euro a settembre la produzione industriale ha segnato un incremento di +0,2% m/m, senza recuperare il netto calo di -1,1% registrato ad agosto. A pesare è stata la tipicamente volatile performance irlandese (-9,4%), mentre dai dati di fiducia di ottobre emerge una probabile stabilizzazione del settore. Nello stesso mese l'avanzo commerciale dell'Eurozona è migliorato a 19,4 mld di euro da 1 mld di agosto: da sottolineare l'inversione di tendenza registrata nei confronti degli USA, verso i quali l'UE ha esportato 53,1 mld di merci da 32,9 mld di agosto, con uno specifico surplus in netto progresso a 22,2 mld da 6,5 (anche se potrebbe trattarsi di un anticipo di ordini sui prodotti farmaceutici per evitare i minacciati dazi sul settore); il deficit con la Cina è invece peggiorato, riflettendo un probabile dirottamento in Europa di merci cinesi colpite dai dazi americani. In Germania a novembre l'indice ZEW ha segnato un inatteso calo a 38,5 da 39,3 di ottobre.

### Stati Uniti

In assenza dei più completi report ufficiali la decelerazione occupazionale è stata confermata da diversi dati di ottobre: le statistiche settimanali ADP (che, in contrasto col recente report mensile, hanno evidenziato -11.250 posti a settimana fino al 25 ottobre), le rilevazioni LinkUp sull'offerta di lavoro e il Labor Market Conditions Index della Kansas City Fed (in versione ridotta).

Il 12 novembre il Congresso ha approvato il provvedimento di riapertura degli uffici federali, subito firmato dal presidente Trump. La legge garantisce finanziamenti per un anno a una parte delle agenzie federali, e solo fino al 30 gennaio 2026 per le restanti. È rimasta esclusa la proroga dei crediti fiscali dell'Affordable Care Act, tema che ha diviso i Democratici e che dovrebbe essere affrontato in un voto separato a dicembre. I Democratici potrebbero impostare sui rincari dei premi assicurativi la campagna per le elezioni di mid-term, ma la fine dello shutdown potrebbe comportare un recupero dei consensi per Trump, il quale ha ridotto in settimana i dazi su alcuni prodotti alimentari, portando anche avanti l'idea di un "dividendo tariffario" da 2.000 dollari per i redditi medio-bassi. L'impatto dello shutdown sul PIL è di difficile quantificazione, ma secondo il Congressional Budget Office una chiusura di 6 settimane ridurrebbe di circa -1,5% t/t ann. la crescita del 4° trimestre (effetto che sarebbe in gran parte riassorbito nel 1° trimestre 2026).

Area euro: produzione industriale e ZEW tedesco



Nota. var. % m/m per produzione industriale; Fonte: Bloomberg

Stati Uniti: statistiche settimanali ADP



Nota: media mobile a 4 settimane; Fonte: ADP

## Mercati Obbligazionari

### Titoli di Stato

La scorsa ottava ha espresso una performance moderatamente negativa per i titoli di Stato delle principali economie avanzate, appesantiti dall'incertezza crescente circa l'esito della riunione della Fed del 10 dicembre, oltre che dalla volatilità sui listini azionari. Il BTP decennale si è fermato a 3,47% e il Bund a 2,72, entrambi in aumento di circa 6pb.

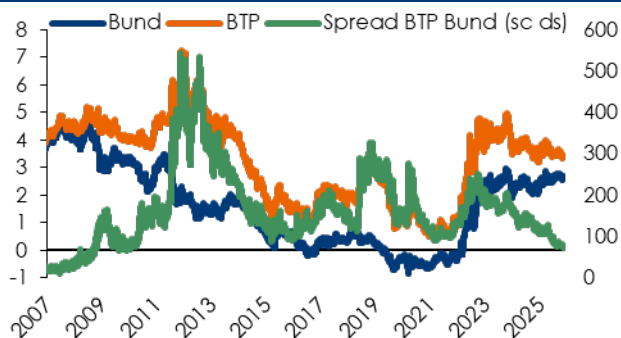
Lo spread BTP-Bund è tornato ai livelli dell'estate del 2008, prima del fallimento di Lehman Brother's e della Grande Crisi Finanziaria. Dopo una significativa volatilità che ha caratterizzato sia le fasi di allargamento che quelle di restringimento durante il secondo decennio degli anni duemila, è evidente in lenta ma continua tendenza di discesa dello spread dal 2023 ad oggi. Questo risultato è stato possibile, a nostro avviso, grazie sia all'evoluzione dello scenario esterno che di quello intorno all'Italia. L'attenzione al rigore in termini di finanza pubblica si è allenata con la crisi pandemia e la necessità dei governi di sostenere consumatori e imprese fino ad arrivare alla recedente decisione di elaborare un budget espansivo anche dalla Germania. D'altra parte, la stabilità politica e la ripresa economica dopo il 2020 in Italia è stata costante e ha permesso un graduale miglioramento dei conti di finanza pubblica. Dai livelli attuali, lo spazio per un ulteriore significativo restringimento potrebbe essere limitato.

### Corporate

A fronte di tassi in rialzo e di premi al rischio stabili sugli IG e in allargamento sugli HY, la scorsa ottava si è chiusa con una performance moderatamente negativa sul credito europeo, -0,2% senza significative differenze per classe di rating. Sul primario l'attività continua a risultare vivace e anche questa settimana le attese sono per volumi robusti.

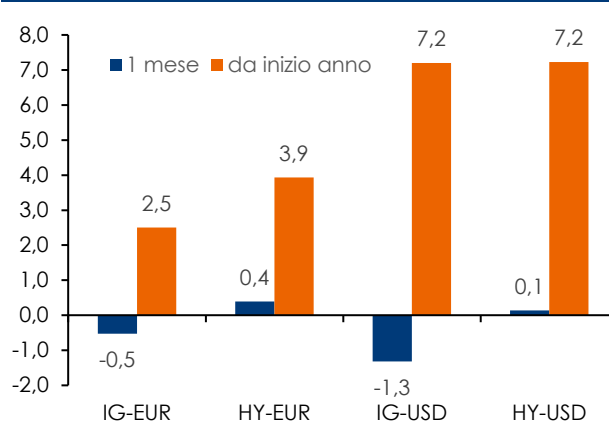
L'ultimo mese si è chiuso con una performance divergente tra IG e HY sia sui titoli in euro che, a maggior ragione, su quelli in dollari. Sui bond con rating pari o superiore a BBB- il ritorno totale è stato infatti penalizzato dalla dinamica dei tassi che hanno segnato un rialzo di circa 10-15pb, abbastanza omogeneo sulle diverse scadenze. Le dichiarazioni rilasciate da diversi membri della Fed hanno infatti accresciuto l'incertezza in merito all'esito della prossima riunione della Banca Centrale Statunitense. Le probabilità di un nuovo taglio dei fed funds è sotto il 50%, in netto calo rispetto al 67% di fine ottobre. Sugli HY la performance appare positiva ma molto modesta (soprattutto per gli HY in dollari, cfr. grafico), in una fase in cui i timori per le valutazioni dei titoli legati all'IA hanno alimentato parecchie fasi di cautela. Indici di CDS in leggero calo anche se si segnala che l'aumento dell'attività di protezione su singoli emittenti, coerente con un clima di maggiore selettività.

**Titoli di Stato: costante restringimento dello spread dal 2025 ad oggi tra BTP e Bund**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Corporate: il ritorno totale sui titoli IG e HY in EUR e USD (dati in %)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Valute e Commodity

### Cambi

Il cambio EUR/USD apre la settimana europea in area 1,16. Il dollaro conferma il modesto recupero messo a segno venerdì, in scia alla conclusione dello shutdown e in vista della ripresa delle statistiche macroeconomiche statunitensi, una prospettiva auspicata dalla stessa Fed.

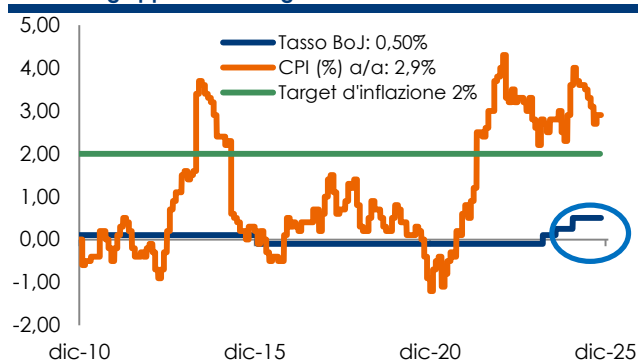
La settimana sul mercato Forex ruoterà attorno ai medesimi temi della scorsa. **USD.** Il dollaro dovrebbe restare sotto pressione anche se la fine dello shutdown consentirà la ripresa delle attività federali. In attesa di valutare i dati arretrati che verranno pubblicati nei prossimi giorni e le possibili interpretazioni che ne darà la Fed, gli investitori resteranno probabilmente attendisti, non sovrappesando le posizioni sul dollaro. **EUR.** Di contro, l'euro ha beneficiato dell'aumento delle aspettative sul consolidamento dei tassi europei che escludono ulteriori riduzioni nei prossimi mesi. **GBP.** La sterlina potrebbe restare ancora debole: le indiscrezioni che vorrebbero l'abbandono dell'aumento delle aliquote fiscali sui redditi alti, nella manovra inglese (prevista il 26 novembre), alimentano i timori sui conti pubblici e impattano negativamente su valuta e titoli di stato. **JPY.** Molto complicata la situazione in Giappone. La Premier Sanae Takaichi continua ad esprimersi a favore di tassi di interesse bassi, specie dopo i dati che certificano il rallentamento del ciclo economico domestico e che sconsigliano un rincaro del costo del denaro, da parte della Banca del Giappone, il prossimo mese.

### Materie Prime

Avvio di settimana all'insegna dell'attesa per il ritorno dei dati americani dopo il blocco delle attività federali. Una prospettiva che dovrebbe alimentare la propensione al rischio sostenendo gli investimenti in attività più speculative come appunto le materie prime.

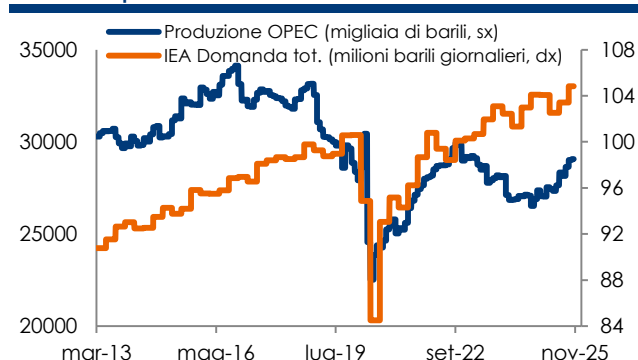
I dubbi sul taglio dei tassi Fed e la fine dell'incertezza legata allo shutdown americano hanno inciso negativamente su oro e argento. L'oro, in particolare, ha ritracciato una parte del suo movimento che lo aveva portato a segnare record storici in sequenza, sopra i 4.300 dollari a ottobre, cumulando una performance positiva del 70% (circa) da inizio anno. Una pausa da noi ipotizzata e ritenuta fisiologica: il mercato era fortemente in ipercomprato e, una volta interrotto il movimento rialzista, le prese di profitto hanno avuto il naturale sopravvento, complice anche l'avvicinarsi della chiusura dei portafogli di fine anno, innescando forti vendite. Debole il petrolio dopo il recupero di venerdì. La ripresa delle operazioni di carico nel terminal marittimo russo di esportazione di Novorossiysk, sul Mar Nero, dopo una sospensione di due giorni a causa dell'attacco ucraino, riduce i timori sull'offerta di greggio. Un elemento che si aggiunge alle attese di forte sovrapproduzione, ribadita anche dall'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) che si attende un surplus di 4 milioni di barili al giorno nel 2026.

**Inflazione giapponese vs target 2% e tasso BoJ**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BoJ e Ministero delle Finanze giapponese

**Produzione petrolifera OPEC e non-OPEC domanda mondiale IEA**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC ed IEA

## Mercati Azionari

### Area euro

Gli indici europei avviano la settimana contrastati dopo un'ottava altalenante. Gli investitori guardano al fronte macroeconomico in ottica banche centrali e si mostrano ancora preoccupati per il rischio di valutazioni eccessive per il settore Tecnologico.

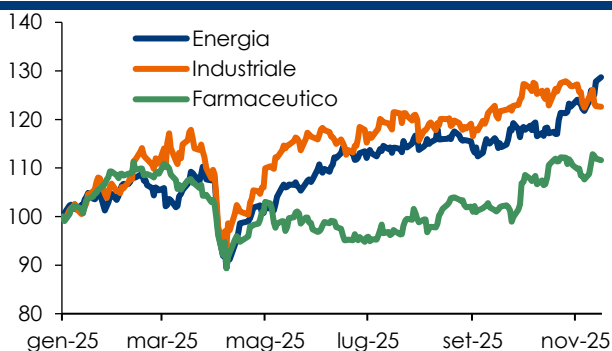
I listini hanno archiviato la scorsa ottava con performance ampiamente positive nonostante le prese di profitto di venerdì. Questa settimana l'attenzione sarà concentrata sui risultati trimestrali di Nvidia, attesi mercoledì. Il produttore di chip è considerato un indicatore chiave per le attività legate all'IA e una trimestrale positiva potrebbe aiutare a ritrovare la fiducia nei titoli del comparto, in un quadro di crescenti timori sulla loro sopravvalutazione. Gli investitori attendono anche i dati macroeconomici americani a lungo rimandati, ora che lo shutdown del governo federale USA è terminato. A livello settoriale europeo, si nota il recupero del settore Energia che ha messo a segno un rialzo del 5% la scorsa settimana, seguito da Beni di Lusso e Farmaceutico. Per contro, maggiore debolezza ha contraddistinto i comparti Industriale, Alimentare e dei Servizi Finanziari. Il comportamento dei mercati nelle prossime settimane dipenderà anche dalle aspettative sulle decisioni delle banche centrali in merito alla politica monetaria, in particolare sul taglio dei tassi da parte della Fed.

### Stati Uniti

Wall Street resta poco sotto i massimi, nonostante fasi di prese di profitto e un moderato aumento della volatilità. La stagione delle trimestrali volge al termine con utili in crescita del 14,6% e una percentuale di sorprese positive dell'82%. Il mercato guarda alle prossime mosse della Fed senza dimenticare i timori per le elevate valutazioni del Tecnologico.

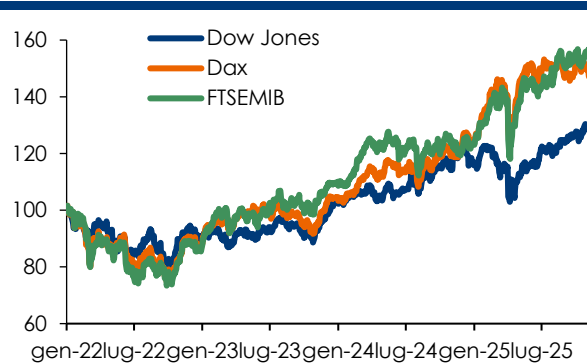
A livello settoriale, il Farmaceutico continua a mostrare forza relativa grazie a nuove operazioni straordinarie di M&A indirizzate soprattutto al segmento biotecnologico, che sembra presentare significative aspettative di crescita. Infatti, stime di mercato indicano un tasso di crescita medio annuo (CAGR) tra il 13% e il 14% fino al 2030 in scia all'individuazione di nuove terapie in importanti ambiti di ricerca. Inoltre, gli accordi tra l'Amministrazione Trump e alcune compagnie farmaceutiche in termini di prezzi di vendita dei farmaci permetteranno al settore di avere più stabilità in futuro ampliando, anche, i volumi di vendita. Nonostante maggiori prese di profitto nelle ultime sedute, il Tecnologico conferma forza relativa grazie a nuove indicazioni di crescita, con AMD che stima un incremento dei ricavi complessivi oltre il 35% all'anno nei prossimi 3-5 anni, e dell'80% di quelli dell'IA nei data center. Di contro, torna a indebolirsi nel brevissimo l'Auto dopo i nuovi massimi di periodo registrati a inizio mese.

Andamento settoriale europeo



Nota: 01.01.2025= base 100 Fonte: Bloomberg

Andamento indici azionari

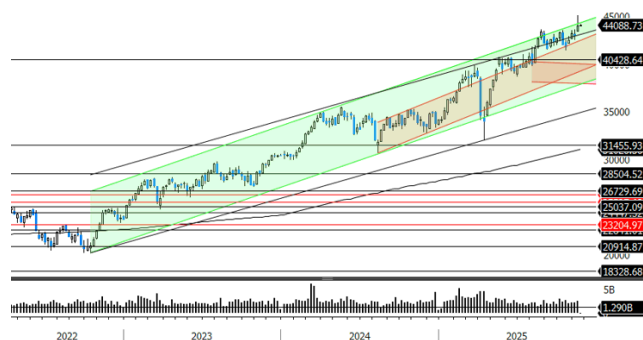


Nota: 01.01.2020= base 100 Fonte: Bloomberg

## Analisi Tecnica

### FTSE MIB

#### FTSEMIB – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Livelli tecnici

| Resistenze           | Supporti             |
|----------------------|----------------------|
| 50.109               | 43.635               |
| <b>48.635</b>        | <b>43.390</b>        |
| <b>48.437</b>        | 42.695-42.626        |
| 48.134               | <b>41.360</b>        |
| <b>47.459</b>        | 40.823               |
| 45.071               | <b>39.714</b>        |
| <b>44.755-44.470</b> | 39.649               |
|                      | 39.580-39.480        |
|                      | 39.114               |
|                      | <b>38.605</b>        |
|                      | 38.422-38.095        |
|                      | 37.131               |
|                      | <b>36.219-35.947</b> |

Nota: valori in grassetto identificano livelli di forte valenza. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Dow Jones

#### Dow Jones – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Livelli tecnici

| Resistenze    | Supporti             |
|---------------|----------------------|
| 51.250*       | 46.863               |
| 50.559*       | 46.495-46.490        |
| 48.864        | 46.312               |
| <b>48.431</b> | <b>45.452</b>        |
| 48.233        | <b>44.980-44.948</b> |
| 47.380-47.411 | <b>44.579</b>        |
|               | 44.050-43.799        |
|               | <b>43.340</b>        |
|               | 43.130-43.084        |
|               | 42.794-42.609        |
|               | <b>41.981</b>        |
|               | <b>41.354</b>        |

Nota: valori in grassetto identificano livelli di forte valenza. \* target dinamici o proiezioni di Fibonacci. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Appuntamenti della settimana entrante

### Calendario mercati italiani

| Data                | Evento              | Società/Dati macroeconomici                          | Stima | Preced. |
|---------------------|---------------------|------------------------------------------------------|-------|---------|
| <b>Lunedì 17</b>    | Dati macro          | (••) CPI NIC m/m (%) di ottobre, finale (*)          | -0,3  | -0,3    |
|                     |                     | (••) CPI NIC a/a (%) di ottobre, finale (*)          | 1,2   | 1,2     |
|                     |                     | (•••) CPI armonizzato m/m (%) di ottobre, finale (*) | -0,2  | -0,2    |
|                     |                     | (•••) CPI armonizzato a/a (%) di ottobre, finale (*) | 1,3   | 1,3     |
|                     | Risultati societari | -                                                    |       |         |
| <b>Martedì 18</b>   | Dati macro          | -                                                    |       |         |
|                     | Risultati societari | -                                                    |       |         |
| <b>Mercoledì 19</b> | Dati macro          | -                                                    |       |         |
|                     | Risultati societari | -                                                    |       |         |
| <b>Giovedì 20</b>   | Dati macro          | -                                                    |       |         |
|                     | Risultati societari | -                                                    |       |         |
| <b>Venerdì 21</b>   | Dati macro          | -                                                    |       |         |
|                     | Risultati societari | -                                                    |       |         |

Nota: si tratta del calendario indicativo dei principali appuntamenti macroeconomici e societari che può subire variazioni e integrazioni nel corso della settimana. (•) Il numero di pallini (da uno a tre) indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento; (\*) Dati già pubblicati; in tabella sono riportati da sinistra il dato effettivo e il consenso. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo, Il Sole 24 Ore, Bloomberg, Milano Finanza

## Calendario mercati esteri

| Data         | Paese            | Società/Dati macroeconomici                                                  | Stima  | Preced. |
|--------------|------------------|------------------------------------------------------------------------------|--------|---------|
| Lunedì 17    | USA              | (•••) Spesa per costruzioni m/m (%) di agosto                                | -0,1   | -0,1    |
|              |                  | (•••) Indice Empire Manifatturiero di novembre                               | 5,8    | 10,7    |
|              | Giappone         | (•••) Produzione industriale m/m (%) di settembre, finale (*)                | 2,6    | -       |
|              |                  | (•••) Produzione industriale a/a (%) di settembre, finale (*)                | 3,8    | -       |
|              |                  | (•••) PIL t/t (%) del 3° trimestre, stima flash (*)                          | -0,4   | -0,6    |
|              |                  | (•••) PIL t/t ann. (%) del 3° trimestre, stima flash (*)                     | -1,5   | -2,4    |
|              |                  | (•••) Deflatore del PIL a/a (%) del 3° trimestre, stima flash (*)            | 2,8    | 3,1     |
|              | Risultati Europa | -                                                                            |        |         |
|              | Risultati USA    | -                                                                            |        |         |
| Martedì 18   | USA              | (•••) Nuovi ordini all'industria m/m (%) di agosto                           | 1,4    | -1,3    |
|              |                  | (••) Flussi di investimento estero netti (mld di dollari) di settembre       | -      | -       |
|              |                  | (•••) Produzione industriale m/m (%) di ottobre                              | 0,0    | 0,1     |
|              |                  | (••) Utilizzo della capacità produttiva (%) di settembre                     | 77,4   | 77,4    |
|              |                  | (•••) Ordini di beni durevoli m/m (%) di agosto, finale                      | 2,9    | 2,9     |
|              |                  | (•••) Ordini di beni durevoli esclusi trasporti m/m (%) di agosto, finale    | 0,4    | 0,4     |
|              |                  | -                                                                            |        |         |
|              | Risultati Europa | -                                                                            |        |         |
|              | Risultati USA    | -                                                                            |        |         |
| Mercoledì 19 | Area Euro        | (•••) CPI armonizzato m/m (%) di ottobre, finale                             | 0,2    | 0,2     |
|              |                  | (•••) CPI armonizzato a/a (%) di ottobre, finale                             | 2,1    | 2,1     |
|              |                  | (•••) CPI armonizzato core a/a (%) di ottobre, finale                        | 2,4    | 2,4     |
|              |                  | (•) Partite correnti (miliardi di euro) di settembre                         | -      | 11,9    |
|              |                  | (•••) CPI m/m (%) di ottobre                                                 | 0,4    | 0,0     |
|              | Regno Unito      | (•••) CPI a/a (%) di ottobre                                                 | 3,5    | 3,8     |
|              |                  | (•••) Bilancia commerciale (miliardi di dollari) di agosto                   | -60,3  | -78,3   |
|              | USA              | (•••) Ordini di macchinari m/m (%) di settembre                              | 2,0    | -0,9    |
|              | Giappone         | (••) Ordini di macchinari a/a (%) di settembre                               | 4,7    | 1,6     |
|              |                  | (••) Bilancia commerciale (miliardi di yen) di ottobre                       | -128,9 | -314,2  |
|              | Risultati Europa | -                                                                            |        |         |
|              | Risultati USA    | -                                                                            |        |         |
| Giovedì 20   | Area Euro        | (•••) Fiducia dei consumatori di novembre, preliminare                       | -14,0  | -14,2   |
|              |                  | (••) PPI m/m (%) di ottobre                                                  | 0,1    | -0,1    |
|              |                  | (••) PPI a/a (%) di ottobre                                                  | -1,7   | -1,7    |
|              | Germania         | (•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale       | 225    | 218     |
|              |                  | (••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale | 1939   | 1926    |
|              |                  | (•••) Variazione degli occupati non agricoli (migliaia) di settembre         | 50     | 22      |
|              |                  | (•••) Tasso di disoccupazione (%) di settembre                               | 4,3    | 4,3     |
|              |                  | (••) Var. degli occupati nel settore Manifatturiero (migliaia) di settembre  | -      | -12     |
|              |                  | (•••) Indice di fiducia Philadelphia Fed di novembre                         | 1,0    | -12,8   |
|              |                  | (•••) Indicatori anticipatori m/m (%) di ottobre                             | -0,3   | -       |
|              |                  | (•••) Vendite di case esistenti (milioni, annualizzato) di ottobre           | 4,1    | 4,06    |
|              |                  | (••) Vendite di case esistenti m/m (%) di ottobre                            | 1,0    | 1,5     |
|              | Risultati Europa | -                                                                            |        |         |
|              | Risultati USA    | -                                                                            |        |         |
|              | USA              | (•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale       | 225    | 218     |
|              |                  | (••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale | 1939   | 1926    |
|              | Germania         | (•••) Variazione degli occupati non agricoli (migliaia) di settembre         | 50     | 22      |
|              |                  | (•••) Tasso di disoccupazione (%) di settembre                               | 4,3    | 4,3     |
|              | Regno Unito      | (••) Var. degli occupati nel settore Manifatturiero (migliaia) di settembre  | -      | -12     |
|              |                  | (•••) Indice di fiducia Philadelphia Fed di novembre                         | 1,0    | -12,8   |
|              | USA              | (•••) Indicatori anticipatori m/m (%) di ottobre                             | -0,3   | -       |
|              |                  | (•••) Vendite di case esistenti (milioni, annualizzato) di ottobre           | 4,1    | 4,06    |
|              | Giappone         | (••) Vendite di case esistenti m/m (%) di ottobre                            | 1,0    | 1,5     |
|              |                  | (••) Bilancia commerciale (miliardi di yen) di ottobre                       | -128,9 | -314,2  |
|              | Area Euro        | (•••) Fiducia dei consumatori di novembre, preliminare                       | -14,0  | -14,2   |
|              |                  | (••) PPI m/m (%) di ottobre                                                  | 0,1    | -0,1    |
|              | Germania         | (••) PPI a/a (%) di ottobre                                                  | -1,7   | -1,7    |
|              |                  | (•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale       | 225    | 218     |
|              | USA              | (••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale | 1939   | 1926    |
|              |                  | (•••) Variazione degli occupati non agricoli (migliaia) di settembre         | 50     | 22      |
|              | Regno Unito      | (•••) Tasso di disoccupazione (%) di settembre                               | 4,3    | 4,3     |
|              |                  | (••) Var. degli occupati nel settore Manifatturiero (migliaia) di settembre  | -      | -12     |
|              | Area Euro        | (•••) Indice di fiducia Philadelphia Fed di novembre                         | 1,0    | -12,8   |
|              |                  | (•••) Indicatori anticipatori m/m (%) di ottobre                             | -0,3   | -       |
|              | Germania         | (•••) Vendite di case esistenti (milioni, annualizzato) di ottobre           | 4,1    | 4,06    |
|              |                  | (••) Vendite di case esistenti m/m (%) di ottobre                            | 1,0    | 1,5     |
|              | USA              | (•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale       | 225    | 218     |
|              |                  | (••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale | 1939   | 1926    |
|              | Germania         | (•••) Variazione degli occupati non agricoli (migliaia) di settembre         | 50     | 22      |
|              |                  | (•••) Tasso di disoccupazione (%) di settembre                               | 4,3    | 4,3     |
|              | Regno Unito      | (••) Var. degli occupati nel settore Manifatturiero (migliaia) di settembre  | -      | -12     |
|              |                  | (•••) Indice di fiducia Philadelphia Fed di novembre                         | 1,0    | -12,8   |
|              | USA              | (•••) Indicatori anticipatori m/m (%) di ottobre                             | -0,3   | -       |
|              |                  | (•••) Vendite di case esistenti (milioni, annualizzato) di ottobre           | 4,1    | 4,06    |
|              | Giappone         | (••) Vendite di case esistenti m/m (%) di ottobre                            | 1,0    | 1,5     |
|              |                  | (••) Bilancia commerciale (miliardi di yen) di ottobre                       | -128,9 | -314,2  |

Nota: si tratta del calendario indicativo dei principali appuntamenti macroeconomici e societari che può subire variazioni e integrazioni nel corso della settimana (in particolare per i dati USA). (•) Il numero di pallini (da uno a tre) indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento; (\*) Dati già pubblicati; in tabella sono riportati da sinistra il dato effettivo e il consenso. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo, Il Sole 24 Ore, Bloomberg, Milano Finanza



## Calendario mercati esteri

| Data       | Paese            | Società/Dati macroeconomici                              | Stima | Preced. |
|------------|------------------|----------------------------------------------------------|-------|---------|
| Venerdì 21 | Area Euro        | (•••) PMI Manifattura di novembre, stima flash           | 50,1  | 50,0    |
|            |                  | (•••) PMI Servizi di novembre, stima flash               | 52,8  | 53,0    |
|            |                  | (•••) PMI Composito di novembre, stima flash             | 52,5  | 52,5    |
|            | Germania         | (•••) PMI Manifattura di novembre, stima flash           | 49,8  | 49,6    |
|            |                  | (•••) PMI Servizi di novembre, stima flash               | 54,0  | 54,6    |
|            | Francia          | (•••) PMI Manifattura di novembre, stima flash           | 49,0  | 48,8    |
|            |                  | (•••) PMI Servizi di novembre, stima flash               | 48,5  | 48,0    |
|            |                  | (••) Fiducia delle imprese di novembre                   | 100,0 | 101,0   |
|            | Regno Unito      | (•) Aspettative per la propria impresa di novembre       | 10,0  | 18,0    |
|            |                  | (•••) PMI Manifattura di novembre, stima flash           | 49,2  | 49,7    |
|            |                  | (•••) PMI Servizi di novembre, stima flash               | 52,0  | 52,3    |
|            |                  | (•••) Vendite al dettaglio m/m (%) di ottobre            | -0,5  | 0,6     |
|            |                  | (•••) Vendite al dettaglio a/a (%) di ottobre            | 2,5   | 2,3     |
|            |                  | (••) Fiducia dei consumatori GfK di novembre             | -18,0 | -17,0   |
|            |                  | (•••) Indice Università del Michigan di novembre, finale | 50,8  | 50,3    |
|            | USA              | (•••) PMI Manifatturiero di novembre, stima flash        | 52,0  | 52,5    |
|            |                  | (•••) PMI Servizi di novembre, stima flash               | 55,0  | 54,8    |
|            |                  | (•••) PMI Composito di novembre, stima flash             | -     | 54,6    |
|            |                  | (•••) CPI a/a (%) di ottobre                             | 3,0   | 2,9     |
|            | Giappone         | (•••) CPI a/a (%) di ottobre                             | 3,0   | 2,9     |
|            | Risultati Europa | -                                                        |       |         |
|            | Risultati USA    | -                                                        |       |         |

Nota: si tratta del calendario indicativo dei principali appuntamenti macroeconomici e societari che può subire variazioni e integrazioni nel corso della settimana. (•) Il numero di pallini (da uno a tre) indica l'importanza del dato nel periodo di riferimento. Fonte: Research Department Intesa Sanpaolo, Il Sole 24 Ore, Bloomberg, Milano Finanza

## Previsioni di inflazione

### Area euro

#### Previsioni di inflazione, anno corrente

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |              |             |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA ex tob |
| gen-25       | 126.7        | 122.7        | 119.2        | 126.1        | 2.5        | 2.7          | 2.7         | 2.4         |
| feb-25       | 127.3        | 123.3        | 119.8        | 126.7        | 2.3        | 2.6          | 2.6         | 2.2         |
| mar-25       | 128.0        | 124.3        | 121.0        | 127.4        | 2.2        | 2.5          | 2.4         | 2.1         |
| apr-25       | 128.8        | 125.4        | 122.2        | 128.2        | 2.2        | 2.7          | 2.7         | 2.1         |
| mag-25       | 128.7        | 125.5        | 122.2        | 128.1        | 1.9        | 2.4          | 2.3         | 1.8         |
| giu-25       | 129.1        | 125.9        | 122.7        | 128.5        | 2.0        | 2.4          | 2.3         | 1.9         |
| lug-25       | 129.1        | 125.8        | 122.5        | 128.5        | 2.0        | 2.4          | 2.3         | 2.0         |
| ago-25       | 129.3        | 126.1        | 122.8        | 128.7        | 2.0        | 2.3          | 2.3         | 2.0         |
| set-25       | 129.4        | 126.3        | 123.0        | 128.8        | 2.2        | 2.4          | 2.4         | 2.2         |
| ott-25       | 129.7        | 126.6        | 123.3        | 129.         | 2.1        | 2.4          | 2.4         | 2.0         |
| nov-25       | 129.2        | 126.0        | 122.7        | 128.4        | 2.0        | 2.4          | 2.5         | 1.9         |
| dic-25       | 129.6        | 126.5        | 123.2        | 128.8        | 2.0        | 2.4          | 2.4         | 1.8         |
| <b>Media</b> | <b>128.7</b> | <b>125.4</b> | <b>122.1</b> | <b>128.1</b> | <b>2.1</b> | <b>2.4</b>   | <b>2.4</b>  | <b>2.0</b>  |

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;  
l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.  
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

#### Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |              |             |             |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|-------------|
|              | IPCA         | Core BCE     | Core ex AEAT | IPCA ex tob  | IPCA BCE   | Core ex AEAT | Core ex tob | IPCA ex tob |
| gen-26       | 128.8        | 125.5        | 122.1        | 128.0        | 1.6        | 2.3          | 2.4         | 1.5         |
| feb-26       | 129.3        | 126.1        | 122.7        | 128.6        | 1.6        | 2.3          | 2.4         | 1.5         |
| mar-26       | 130.4        | 126.9        | 123.6        | 129.6        | 1.8        | 2.0          | 2.2         | 1.7         |
| apr-26       | 131.2        | 127.8        | 124.7        | 130.4        | 1.9        | 1.9          | 2.0         | 1.8         |
| mag-26       | 131.3        | 127.9        | 124.8        | 130.5        | 2.0        | 2.0          | 2.2         | 1.9         |
| giu-26       | 131.8        | 128.5        | 125.2        | 131.0        | 2.1        | 2.1          | 2.0         | 2.0         |
| lug-26       | 131.5        | 128.4        | 125.0        | 130.8        | 1.9        | 2.1          | 2.1         | 1.8         |
| ago-26       | 131.7        | 128.7        | 125.3        | 131.0        | 1.9        | 2.0          | 2.0         | 1.8         |
| set-26       | 131.9        | 128.9        | 125.5        | 131.1        | 1.9        | 2.0          | 2.0         | 1.8         |
| ott-26       | 132.1        | 129.1        | 125.8        | 131.3        | 1.9        | 2.0          | 2.0         | 1.8         |
| nov-26       | 131.6        | 128.5        | 125.2        | 130.8        | 1.9        | 2.0          | 2.0         | 1.8         |
| dic-26       | 132.1        | 129.0        | 125.7        | 131.2        | 1.9        | 2.0          | 2.0         | 1.8         |
| <b>Media</b> | <b>131.1</b> | <b>127.9</b> | <b>124.6</b> | <b>130.4</b> | <b>1.9</b> | <b>2.1</b>   | <b>2.1</b>  | <b>1.8</b>  |

Nota: l'inflazione core BCE è al netto di alimentari freschi ed energia;  
l'inflazione core ex AEAT è al netto di alimentari, energia, alcol e tabacchi.  
Fonte: Eurostat, previsioni Intesa Sanpaolo.

### Italia

#### Previsioni di inflazione, anno corrente

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |            |            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI ex tob   | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI ex tob |
| gen-25       | 122.4        | 121.9        | 120.9        | 120.9        | 1.7        | 1.5        | 1.4        | 1.3        |
| feb-25       | 122.5        | 122.1        | 121.2        | 121.1        | 1.7        | 1.6        | 1.6        | 1.5        |
| mar-25       | 124.4        | 122.5        | 121.5        | 121.4        | 2.1        | 1.9        | 1.8        | 1.7        |
| apr-25       | 124.9        | 122.6        | 121.4        | 121.3        | 2.0        | 1.9        | 1.8        | 1.7        |
| mag-25       | 124.8        | 122.5        | 121.2        | 121.2        | 1.7        | 1.6        | 1.4        | 1.4        |
| giu-25       | 125.1        | 122.7        | 121.4        | 121.3        | 1.8        | 1.7        | 1.6        | 1.5        |
| lug-25       | 123.9        | 123.2        | 121.8        | 121.8        | 1.7        | 1.7        | 1.5        | 1.5        |
| ago-25       | 123.6        | 123.3        | 121.9        | 121.8        | 1.6        | 1.6        | 1.5        | 1.4        |
| set-25       | 125.2        | 123.1        | 121.7        | 121.7        | 1.8        | 1.6        | 1.4        | 1.4        |
| ott-25       | 125.0        | 122.7        | 121.3        | 121.3        | 1.3        | 1.2        | 1.1        | 1.0        |
| nov-25       | 125.2        | 123.2        | 121.9        | 121.9        | 1.6        | 1.7        | 1.6        | 1.5        |
| dic-25       | 125.4        | 123.3        | 122.2        | 122.0        | 1.7        | 1.8        | 1.6        | 1.5        |
| <b>Media</b> | <b>124.4</b> | <b>122.8</b> | <b>121.5</b> | <b>121.5</b> | <b>1.7</b> | <b>1.6</b> | <b>1.5</b> | <b>1.5</b> |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni di inflazione, anno successivo

|              | INDICI       |              |              |              | Var. % a/a |            |            |            |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
|              | IPCA         | NIC          | FOI          | FOI ex tob   | IPCA       | NIC        | FOI        | FOI ex tob |
| gen-26       | 124.1        | 123.5        | 122.3        | 122.2        | 1.4        | 1.3        | 1.1        | 1.0        |
| feb-26       | 124.1        | 123.5        | 122.4        | 122.2        | 1.3        | 1.1        | 1.0        | 0.9        |
| mar-26       | 126.0        | 123.8        | 122.6        | 122.4        | 1.3        | 1.0        | 0.9        | 0.8        |
| apr-26       | 126.9        | 124.3        | 123.0        | 122.8        | 1.6        | 1.4        | 1.3        | 1.2        |
| mag-26       | 127.2        | 124.2        | 122.8        | 122.7        | 1.9        | 1.4        | 1.3        | 1.2        |
| giu-26       | 127.5        | 124.5        | 123.0        | 122.8        | 1.9        | 1.4        | 1.3        | 1.3        |
| lug-26       | 126.2        | 124.6        | 123.1        | 123.0        | 1.9        | 1.1        | 1.0        | 1.0        |
| ago-26       | 125.5        | 124.8        | 123.3        | 123.1        | 1.5        | 1.2        | 1.1        | 1.0        |
| set-26       | 126.9        | 124.8        | 123.3        | 123.2        | 1.4        | 1.4        | 1.3        | 1.2        |
| ott-26       | 127.3        | 124.8        | 123.3        | 123.1        | 1.8        | 1.7        | 1.6        | 1.5        |
| nov-26       | 127.6        | 125.4        | 124.0        | 123.9        | 1.8        | 1.8        | 1.7        | 1.6        |
| dic-26       | 127.8        | 125.6        | 124.3        | 124.1        | 1.9        | 1.8        | 1.8        | 1.7        |
| <b>Media</b> | <b>126.4</b> | <b>124.5</b> | <b>123.1</b> | <b>123.0</b> | <b>1.7</b> | <b>1.4</b> | <b>1.3</b> | <b>1.2</b> |

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

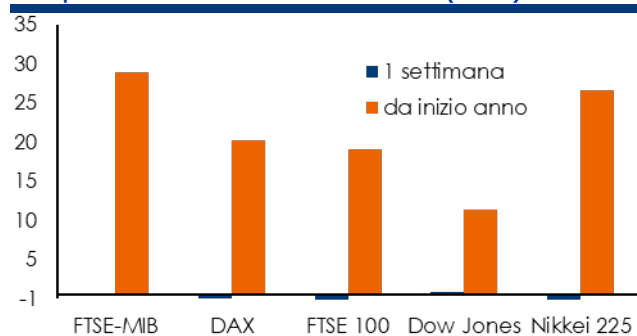
## Performance delle principali asset class

### Azionario

|                                     | 1 settimana | 1 mese | 12 mesi | da inizio anno |
|-------------------------------------|-------------|--------|---------|----------------|
| MSCI                                | -0,9        | 1,1    | 17,1    | 17,1           |
| MSCI - Energia                      | 1,5         | 6,6    | 3,7     | 11,9           |
| MSCI - Materiali                    | 0,8         | -0,8   | 9,3     | 15,9           |
| MSCI - Industriali                  | -1,0        | 0,3    | 16,6    | 20,8           |
| MSCI - Beni di consumo durevoli     | -2,6        | 0,6    | 11,5    | 5,4            |
| MSCI - Beni di consumo non durevoli | 0,8         | -2,5   | 4,8     | 5,8            |
| MSCI - Farmaceutico                 | 3,1         | 4,4    | 7,8     | 10,9           |
| MSCI - Servizi Finanziari           | -0,5        | 2,0    | 16,6    | 19,1           |
| MSCI - Tecnologico                  | -2,2        | 1,5    | 27,5    | 23,9           |
| MSCI - Telecom                      | -3,0        | -1,7   | 28,7    | 23,5           |
| MSCI - Utility                      | -0,1        | -0,9   | 19,1    | 23,9           |
| FTSE MIB                            | 0,0         | 5,1    | 28,4    | 28,4           |
| CAC 40                              | 1,3         | -0,2   | 12,2    | 10,5           |
| DAX                                 | -0,4        | 0,1    | 24,2    | 19,8           |
| FTSE 100                            | -1,0        | 3,6    | 20,2    | 18,5           |
| Dow Jones                           | 0,3         | 2,1    | 8,5     | 10,8           |
| Nikkei 225                          | -1,2        | 5,8    | 30,2    | 26,1           |
| Bovespa                             | 2,4         | 10,0   | 23,4    | 31,1           |
| Hang Seng China Enterprise          | -1,0        | 4,5    | 35,8    | 31,5           |
| Sensex                              | 1,6         | 1,1    | 9,4     | 8,6            |
| FTSE/JSE Africa All Share           | 1,2         | 1,3    | 33,7    | 33,3           |
| Indice BRIC                         | -0,2        | 3,0    | 22,6    | 23,5           |
| Emergenti MSCI                      | -1,0        | 1,8    | 27,7    | 28,8           |
| Emergenti - MSCI Est Europa         | -0,1        | 4,8    | 56,9    | 57,0           |
| Emergenti - MSCI America Latina     | 1,7         | 8,1    | 29,2    | 44,8           |

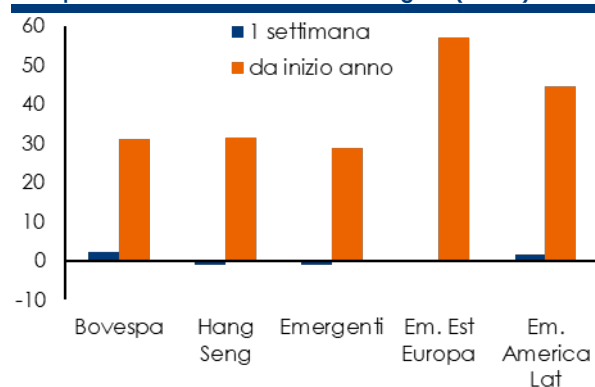
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Principali indici azionari economie avanzate (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Principali indici azionari economie emergenti (var. %)

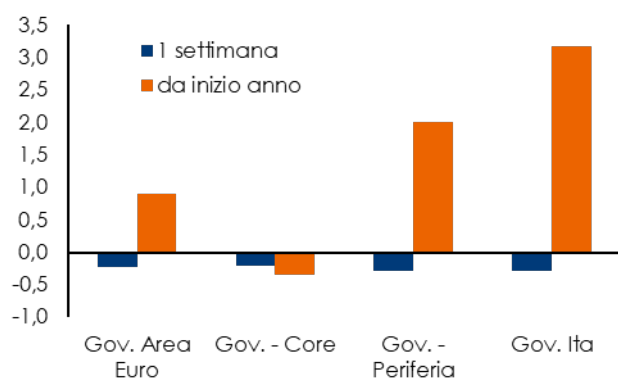


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

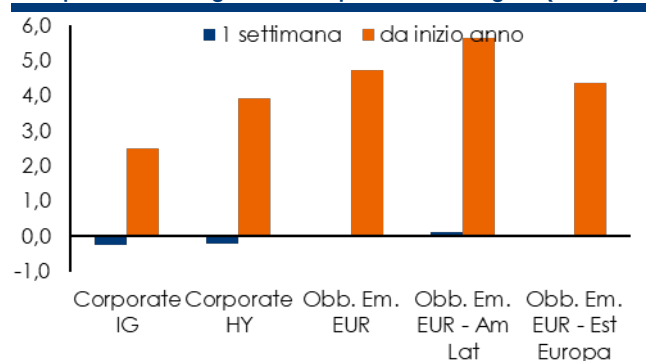
**Obbligazionario**

|                                                   | 1 settimana | 1 mese | 12 mesi | da inizio anno |
|---------------------------------------------------|-------------|--------|---------|----------------|
| Governativi area euro                             | -0,2        | -0,5   | 1,1     | 0,9            |
| Governativi area euro breve termine (1 - 3 anni)  | 0,0         | 0,0    | 2,6     | 2,1            |
| Governativi area euro medio termine (3 - 7 anni)  | -0,1        | -0,3   | 3,0     | 2,5            |
| Governativi area euro lungo termine (+7 anni)     | -0,4        | -0,8   | -1,0    | -0,9           |
| Governativi area euro - core                      | -0,2        | -0,6   | -0,2    | -0,3           |
| Governativi area euro - periferici                | -0,3        | -0,4   | 2,4     | 2,0            |
| Governativi Italia                                | -0,3        | -0,3   | 3,7     | 3,2            |
| Governativi Italia breve termine                  | -0,1        | 0,0    | 2,9     | 2,4            |
| Governativi Italia medio termine                  | -0,2        | -0,3   | 4,3     | 3,7            |
| Governativi Italia lungo termine                  | -0,5        | -0,4   | 3,7     | 3,1            |
| Obbligazioni Corporate                            | -0,2        | -0,4   | 3,4     | 3,0            |
| Obbligazioni Corporate Investment Grade           | -0,2        | -0,5   | 2,7     | 2,5            |
| Obbligazioni Corporate High Yield                 | -0,2        | 0,4    | 4,9     | 3,9            |
| Obbligazioni Paesi Emergenti USD                  | 0,1         | 1,6    | 11,8    | 12,2           |
| Obbligazioni Paesi Emergenti EUR                  | 0,0         | 0,7    | 5,1     | 4,7            |
| Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - America Latina | 0,1         | 0,9    | 6,4     | 5,6            |
| Obbligazioni Paesi Emergenti EUR - Est Europa     | 0,0         | 0,7    | 4,6     | 4,4            |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Principali indici obbligazionari economie avanzate (var. %)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Principali indici obbligazionari corporate ed emergenti (var. %)**

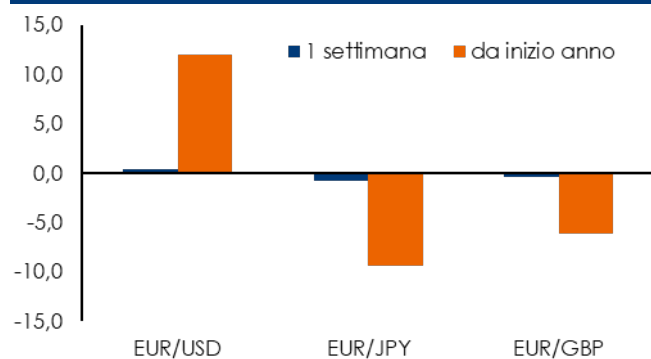
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Valute e materie prime (var. %)

|           | 1 settimana | 1 mese | 12 mesi | da inizio anno |
|-----------|-------------|--------|---------|----------------|
| EUR/USD   | 0,4         | -0,4   | 9,5     | 12,1           |
| EUR/JPY   | -0,8        | -2,3   | -8,7    | -9,3           |
| EUR/GBP   | -0,4        | -1,4   | -5,1    | -6,1           |
| EUR/ZAR   | 0,2         | 2,2    | -3,8    | -1,5           |
| EUR/AUD   | -0,6        | 0,8    | -8,4    | -5,9           |
| EUR/NZD   | 0,1         | -0,5   | -12,1   | -9,5           |
| EUR/CAD   | -0,4        | 0,4    | -8,7    | -8,5           |
| EUR/TRY   | -0,7        | -0,5   | -25,5   | -25,5          |
| WTI       | -0,8        | 3,6    | -11,0   | -16,9          |
| Brent     | -0,2        | 4,3    | -10,0   | -14,3          |
| Oro       | -0,8        | -2,4   | 59,1    | 54,8           |
| Argento   | 1,2         | 1,6    | 67,3    | 74,1           |
| Grano     | -1,0        | 5,3    | -1,2    | -3,9           |
| Mais      | 0,2         | 1,9    | 1,5     | -6,1           |
| Rame      | 1,3         | 2,6    | 20,7    | 23,8           |
| Alluminio | 0,4         | 4,4    | 13,6    | 12,0           |

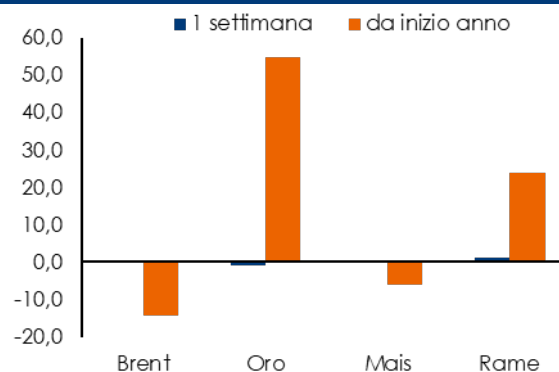
Nota: per le valute le performance indicano il rafforzamento (numero positivo) o indebolimento (numero negativo) della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Principali valute (var. %)



Note: un numero positivo indica un rafforzamento mentre un numero negativo indica un indebolimento della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Principali materie prime (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## 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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza settimanale. Il precedente report è stato distribuito in data 10.11.2025.

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.intesasnpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/persone-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.intesasnpaolo.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

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento, dichiarano che:

(a) le opinioni espresse sulle Società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Altre indicazioni

1. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti hanno interessi finanziari nei titoli delle Società citate nel documento.
2. Né gli analisti né qualsiasi altra persona strettamente legata agli analisti operano come funzionari, direttori o membri del Consiglio d'Amministrazione nelle Società citate nel documento.
3. Sette degli analisti del Team Retail Research (Paolo Guida, Ester Brizzolara, Laura Carozza, Piero Toia, Fulvia Risso, Mario Romani, Serena Marchesi) sono soci AIAF.
4. Gli analisti citati non ricevono 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 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 Risso

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi, Thomas Viola