

# SCENARIO 2025

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 1° TRIMESTRE

**PICCOLE E MEDIE IMPRESE**

**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 1° TRIMESTRE 2025**

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 18.12.2024

# SCENARIO 1° TRIMESTRE 2025: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

Si attende una crescita economica globale moderata nel 2025 malgrado lo scenario si caratterizzi oggi per un notevole livello di incertezza, legato soprattutto a fattori politici. Soltanto nei primi mesi dell'anno, infatti, si delineerà con chiarezza il quadro di politica economica della nuova Amministrazione americana, in particolare nella sfera commerciale. Nell'area dell'euro vi sono diffuse aspettative che la crescita economica rimanga molto modesta e disomogenea. La Cina potrebbe contrastare le difficoltà sul fronte esterno e le ripercussioni della crisi immobiliare con nuove misure di stimolo della domanda interna.

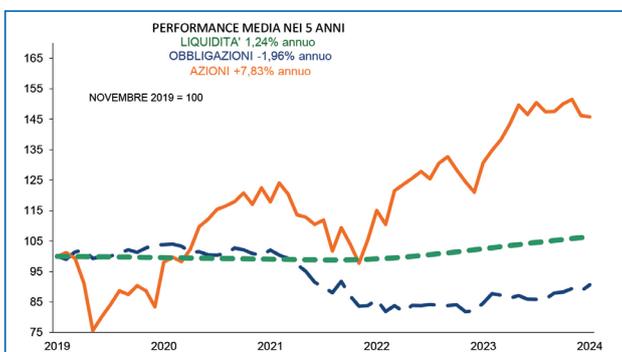
### Inflazione

A meno di eventi inattesi che compromettano l'offerta di petrolio o gas, l'inflazione continuerà a calare verso gli obiettivi delle banche centrali. La crescita dell'indice dei prezzi che esclude le componenti più volatili si ridurrà più lentamente, complici le pressioni persistenti sui servizi, la cui domanda resta mediamente più solida.

### Politica monetaria

Nel 2025 proseguirà la fase di riduzione dei tassi ufficiali avviata quest'anno che, nell'area dell'euro, dovrebbe portare i tassi reali a zero entro fine giugno, se non addirittura in area leggermente negativa. Negli Stati Uniti i tassi reali si fermeranno probabilmente a livelli positivi, a motivo del maggior vigore della domanda. Di contro, proseguiranno il drenaggio dell'eccesso di riserve e la contrazione del portafoglio titoli da parte delle banche centrali.

## Le performance storiche



Nota: Base Numero Indice novembre 2019=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a novembre 2019. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da novembre 2019 a novembre 2024. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI

## MERCATI

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

La BCE continua a tagliare i tassi ufficiali e conseguentemente si riducono gli Euribor e gli Eurirs, questi ultimi soprattutto sulle scadenze più a breve termine. Una dinamica destinata a proseguire anche nei prossimi mesi, con le scadenze più lunghe degli Eurirs che cominceranno invece a scontare una ripresa economica più consistente, risalendo nella seconda metà del prossimo anno.

### Monetario

La prosecuzione del calo dei tassi BCE sta ulteriormente riducendo la redditività del comparto monetario. Nel 2025 ci saranno progressivi tagli dei tassi ufficiali, a fronte di un'economia dell'area euro ancora debole e di un'inflazione oramai vicina al target BCE. Ne deriva un quadro di redditività ancora decrescente per i principali strumenti monetari.

### Obbligazionario Governativo

Tassi governativi in calo sulle scadenze brevi, ma poco mossi e volatili su quelle più lunghe, nel 2024. In ottica 2025, i tassi offerti dai titoli governativi appaiono interessanti sia perché presentano flussi cedolari superiori all'inflazione, sia perché rappresentano un elemento di stabilizzazione dei portafogli in caso di inatteso rallentamento dell'economia. Favorevole anche il contesto per i titoli governativi italiani che, pur in presenza di uno spread in deciso calo nel 2024, forniscono una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

## Dati e previsioni economiche

	2025 STIME PRECEDENTI	2025 STIME CORRENTI	2026 STIME CORRENTI
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	1.2	0.9	1.2
Inflazione	2.0	1.8	2.0
Tasso di interesse*	2.50	2.00	2.00
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	1.7	2.0	2.3
Inflazione	2.1	2.3	2.3
Tasso di interesse*	3.25-3.50	3.50-3.75	3.50-3.75
Tasso di cambio EUR/USD*	1.10-1.15	1.00-1.10	1.05-1.15

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

Saldo largamente positivo per le azioni nel 2024. Le valutazioni dei mercati azionari risultano in linea con le medie storiche, quindi non sono eccessive. Fa eccezione il settore Tecnologico USA, che risulta storicamente caro ma registra la più forte crescita dei profitti. Le prospettive dei mercati azionari per il 2025 rimangono favorevoli grazie a stime di utili in crescita, nello scenario centrale che vede la prosecuzione del ciclo economico espansivo.

## Valute

Dollaro senza direzione per larga parte del 2024 e poi in rafforzamento, a 1.05 contro euro, dopo le elezioni USA. La maggior cautela della Fed nel tagliare i tassi, la forza dell'economia USA e l'attesa di nuove misure di stimolo da parte dell'Amministrazione Trump, unite a dazi penalizzanti per gli altri paesi, può ancora sostenere la valuta USA in inizio del nuovo anno.

Una volta scontate le decisioni USA e man mano che procederà il taglio dei tassi BCE, l'euro potrà essere sostenuto da un miglioramento delle prospettive di crescita.

## Materie Prime

Le materie prime subiranno solo moderate pressioni ribassiste, almeno nella prima parte del 2025, a causa dei molti elementi di incertezza. Il petrolio resterà su livelli alti come conseguenza della contrazione dell'offerta 'OPEC+' mentre i robusti consumi invernali e i dubbi sulle forniture dall'Ucraina premeranno sul gas europeo. Le tensioni geopolitiche e l'attesa per le tariffe commerciali prospettate da Trump terranno sostenuti i prezzi dei metalli industriali. La generale incertezza e le politiche monetaria espansive manterranno l'oro vicino ai massimi. L'impatto del cambiamento climatico sulle principali aree agricole del mondo sosterrà il prezzo delle derrate alimentari.

## Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2024	2023	2018-2022 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	2,6	2,6	-0,1	Neutrale	Neutrale	1,9/2,2	Tassi monetari in calo
Obbligazionario Euro	2,2	5,3	-1,8	Positivo	Positivo	2,3/3,6	Tassi positivi su tutte le scadenze – probabili ulteriori tagli dei tassi BCE
Obbligazionario Germania	1,1	4,1	-2,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Tassi positivi, ma meno interessanti della periferia Eurozona
Obbligazionario Italia	4,8	6,9	-0,6	Positivo	Positivo	ND	Tassi positivi su tutte le scadenze – spread interessante
Azionario Europa	8,4	16,3	4,9	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,1/7,6	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Italia	15,7	23,9	6,1	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,8/7,8	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Stati Uniti	21,1 (26,3 in euro)	19,4 (16,6 in euro)	7,7 (8,8 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,4/8,5 (3,8/7,9 in euro)	Prospettive favorevoli, ma valutazioni un po' tirate

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.

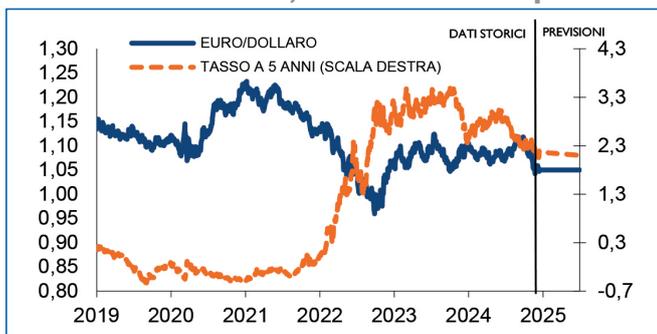
\* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di 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 1,09 nel periodo di riferimento.

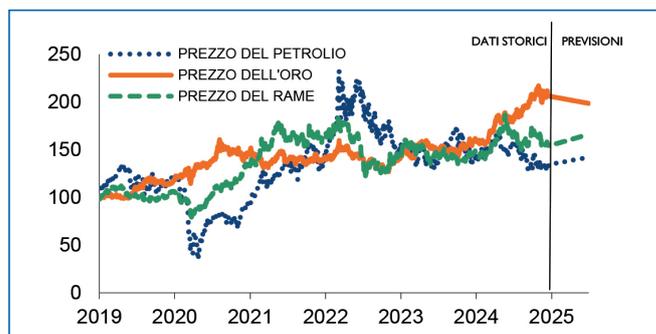
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 12.12.2024, se non diversamente indicato.

# PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

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



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2019 = 100.

## Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A GIUGNO 2025	TENDENZA 2025	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	4,25/4,50	3,50/3,75	In discesa	Politica monetaria espansiva nel 2025
	Tasso di deposito BCE	3,00	2,00	In discesa	Politica monetaria espansiva nel 2025
	Tasso Euribor 1 mesi	2,76	2,00/2,10	In discesa	In discesa per effetto della politica monetaria espansiva
	Tasso Euribor 3 mesi	2,85	2,00/2,10	In discesa	In discesa per effetto della politica monetaria espansiva
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	2,18	1,90/2,00	Leggermente in discesa	In leggera discesa per effetto della politica monetaria espansiva
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	2,16	2,05/2,15	Leggermente in discesa	In leggera discesa per effetto della politica monetaria espansiva
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	2,24	2,50/2,70	Leggermente in salita	In leggera salita sulla scia delle attese di ripresa
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	2,04	2,30/2,50	Leggermente in salita	In leggera salita sulla scia delle attese di ripresa
Valute	Euro/Dollaro	1,0494	1,04/1,06	Leggermente in salita	Moderato recupero dell'euro per l'attesa maggiore propensione al rischio e la ripresa dell'economia area euro
	Dollaro/Yen	153,57	146/150	Leggermente in discesa	Yen in apprezzamento per effetto della svolta restrittiva della Banca del Giappone
Materie prime*	Prezzo del petrolio	73,57 USD a barile	76/80 USD a barile	Leggermente in salita	Probabile maggiore offerta ma domanda energetica in ripresa
	Prezzo del rame	8.987 USD	9.600/9.800 USD a tonn.	Leggermente in salita	In recupero per la ripresa della domanda mondiale e le politiche monetarie espansive
	Prezzo dell'oro	2.648 USD	2.500/2.600 USD a oncia	Stabile	Supportato dalla politica monetaria espansiva, ma prese di profitto nel breve
	Prezzo della Soia	9,68 USD per Bushel	11,95/12,05	In salita	Atteso recupero delle quotazioni per contenimento dell'offerta e ripresa della domanda

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 18.12.2024.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

I segnali a lungo attesi di rallentamento del ciclo economico statunitense si sono intensificati di recente, pur sempre in un quadro di “atterraggio morbido”. L’esito delle elezioni presidenziali di novembre non dovrebbe condizionare più di tanto il quadro macro nel breve termine, anche se le conseguenze potrebbero risultare più rilevanti nel medio termine. La crescita nell’Eurozona dovrebbe aver superato il punto di minimo: dal 2025 l’economia dovrebbe riaccelerare per convergere verso il potenziale. A nostro avviso, saranno consumi privati ed esportazioni nette a risultare trainanti nei prossimi trimestri, grazie alla ripresa del potere d’acquisto delle famiglie e alla ripartenza del commercio mondiale.

## Stati Uniti

In un quadro di rallentamento ciclico che continua ma resta nell’ambito di uno scenario di “atterraggio morbido” (abbiamo rivisto al rialzo di 0,4pp la nostra stima sul PIL 2024, al 2,6%, mentre abbiamo limato di un decimo la previsione per il 2025, all’1,7%), la principale novità degli ultimi mesi è il rallentamento più rapido del previsto del mercato del lavoro, nonché la ripresa (pur lenta) del processo disinflattivo. L’attività economica nei servizi è ancora vigorosa e, dal lato della domanda, la crescita dei redditi reali delle famiglie limita il potenziale di rallentamento della crescita.

L’inflazione, dopo aver sorpreso al rialzo nella prima parte dell’anno, ha ripreso un processo di moderazione negli ultimi mesi, guidata dai beni, mentre i servizi mantengono un’elevata vischiosità. Peraltro, l’unica componente all’interno dei servizi che ancora non mostra segnali di rallentamento è quella dei servizi abitativi, che però dovrebbe, con ritardo, riflettere il calo degli affitti di mercato.

Prendendo atto di ciò, la Fed ha optato per un primo taglio dei tassi da 50 punti base, che potrebbe essere seguito da due interventi di 25pb nelle riunioni rimanenti del 2024, e da almeno 100pb di ribassi l’anno prossimo. Sul fronte elettorale, l’assunzione implicita nel nostro scenario di base, già illustrata nello Scenario Macroeconomico dello scorso trimestre, di vittoria da parte dei Democratici alle presidenziali, risulta rafforzata dalle evoluzioni recenti, che vedono Kamala Harris in vantaggio su Donald Trump; tuttavia, la partita è tutt’altro che chiusa.

## Eurozona

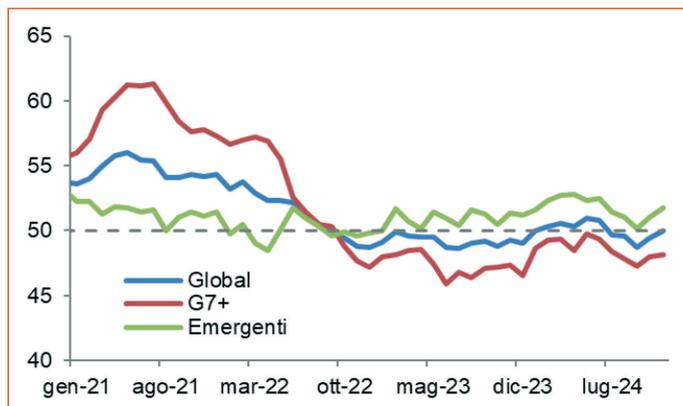
Dopo un 2023 all’insegna della stagnazione, l’economia dell’Eurozona è tornata a crescere da inizio 2024, ma stenta a mostrare una più significativa riaccelerazione. Gli indicatori anticipatori, infatti, non mostrano chiari segnali di un “cambio di passo”: l’attività economica dovrebbe rimanere debole almeno sino a fine anno, con rischi crescenti anche sulla prima parte del 2025. I rischi derivano soprattutto dalle difficoltà di ripartenza del commercio globale, dal ridimensionamento, in parte strutturale dell’attività industriale in Germania e dalla carenza di convincenti segnali di ripresa dei consumi privati,

malgrado l’aumento del reddito disponibile reale che stiamo già osservando. Tuttavia, ci si attende che l’allentamento delle condizioni finanziarie e l’aumento dei salari reali siano alla fine in grado di incidere positivamente sulla crescita della domanda.

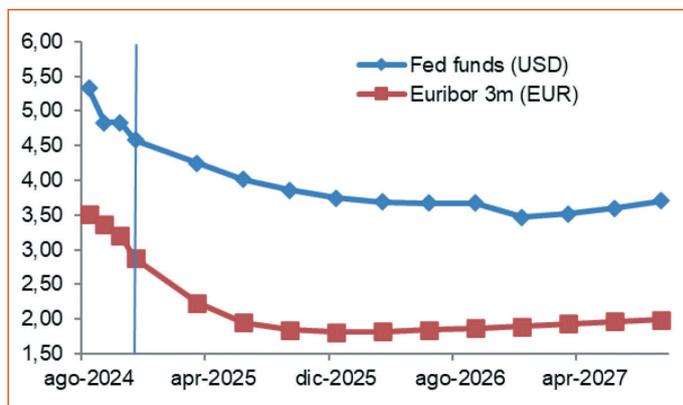
Il processo disinflattivo continua, ma in maniera lenta e irregolare, ancora frenato dalla vischiosità dei servizi. Alla fine dell’estate, il calo del prezzo del petrolio ha fatto temporaneamente scendere l’inflazione all’1,8%. Tuttavia, a nostro avviso ci sono le condizioni per vedere un’inflazione di poco inferiore al 2% nella seconda parte del 2025.

La BCE ha ridotto i tassi ufficiali di altri 25pb. La fase di allentamento sta accelerando in risposta alla sequenza di dati al di sotto delle attese osservati nelle ultime settimane.

## Prosegue il calo graduale dell’inflazione



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



Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte Refinitiv-Datastream

# TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

La Banca Centrale Europea prosegue nel taglio dei tassi d'interesse, confortata dalla discesa dell'inflazione e da un'economia ancora debole. Conseguentemente i tassi Euribor si riducono, così come gli Eurirs, soprattutto sulle scadenze più brevi che sono maggiormente legate alle decisioni dell'istituto monetario. Ci aspettiamo un andamento analogo in prospettiva, complice la prosecuzione del taglio dei tassi ufficiali anche nei prossimi mesi. Nel corso del 2025, tuttavia, i tassi Eurirs sulle scadenze più lunghe cominceranno a incorporare aspettative di ripresa economica e di potenziale risalita dell'inflazione che ne determineranno un aumento. Sul fronte valutario il dollaro appare destinato a restare relativamente forte nel breve, con prospettive di moderato indebolimento solo nel medio termine. Per le materie prime, le pressioni ribassiste sui prezzi appaiono limitate, in un contesto che resta incerto a causa dell'impatto potenziale dei dazi paventati per il prossimo anno.

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

L'andamento recente dei tassi Euribor ha confermato un progressivo calo di pari passo con le decisioni espansive della BCE. Tutte le principali scadenze hanno reagito al taglio dei tassi ufficiali, registrando una discesa più ampia sulle scadenze ravvicinate. In prospettiva, i tassi Euribor si ridurranno gradualmente sulla scia della prosecuzione dei tagli dei tassi in area euro.

I tassi di mercato (Eurirs) sono tornati a scendere negli ultimi mesi, in ampio disallineamento rispetto ai tassi statunitensi (in aumento). I fattori alla base del movimento sono stati le indicazioni più deboli sullo scenario macroeconomico europeo e la conseguente revisione delle aspettative di riduzione dei tassi d'interesse in senso più espansivo. In prospettiva, proseguirà il calo dei tassi Eurirs sulle scadenze brevi e medie mentre i livelli dei tassi a lungo termine nei prossimi mesi tenderanno a stabilizzarsi e poi ad aumentare, in scia ad un miglioramento delle attese sullo scenario economico.

## Valute

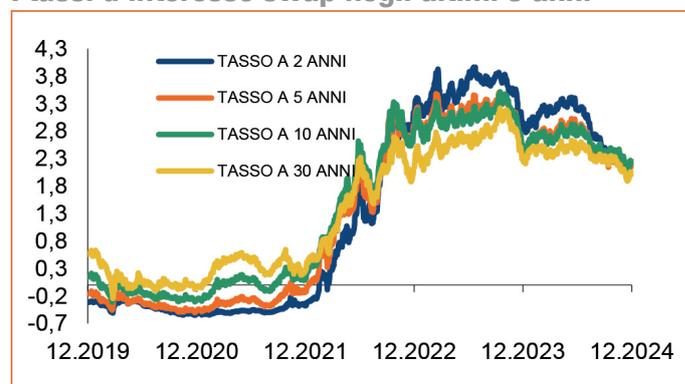
Dollaro volatile, ma senza direzione per larga parte del 2024 e poi in rafforzamento, a 1.05 contro euro, dopo le elezioni USA. La maggior cautela della Fed nel tagliare i tassi, la forza dell'economia statunitense e l'attesa di nuove misure di stimolo da parte dell'Amministrazione Trump, unite a dazi penalizzanti per gli altri paesi, può ancora sostenere la valuta USA all'inizio del nuovo anno. Una volta scontate le decisioni americane e man mano che procederà il taglio dei tassi BCE, l'euro potrà essere sostenuto da un miglioramento delle prospettive di crescita.

## Materie prime

L'economia mondiale dovrebbe crescere nel 2025 circa in linea con il tasso registrato nel 2024, ma è atteso proseguire ancora per alcuni mesi il rallentamento della crescita negli Stati Uniti e in Cina, un quadro che dovrebbe consentire il consolidamento della domanda di materie prime per il prossimo anno. L'estensione dei tagli volontari dell'OPEC+, ai primi mesi del 2025, rafforza lo scenario di prezzi sostanzialmente stabili per il petrolio, nell'intervallo fra 75 e 85. Le tensioni fra Russia e Ucraina, uniti ai timori per le forniture e ai maggiori consumi invernali, premeranno al rialzo sui prezzi del gas europeo

almeno fino alla fine della stagione invernale. Prospettive di consolidamento su livelli elevati per i preziosi in scia a politiche monetarie espansive, a cui si sommeranno l'avversione al rischio e l'incertezza sulle tariffe commerciali. Possibili nuovi massimi per l'oro nel 2025 ma solo temporanei. Il rialzo delle quotazioni dei metalli industriali appare guidato dagli acquisti anticipati in vista della «guerra commerciale» fra USA e Cina. In attesa delle nuove misure di sostegno all'economia da parte del Governo cinese nel 2025, confermiamo un cauto ottimismo nel medio termine. Infine, per gli agricoli, l'impatto del cambiamento climatico nelle aree cerealicole più produttive sosterrà il prezzo delle granaglie nei prossimi mesi mentre la speculazione inciderà ancora al rialzo sui coloniali.

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



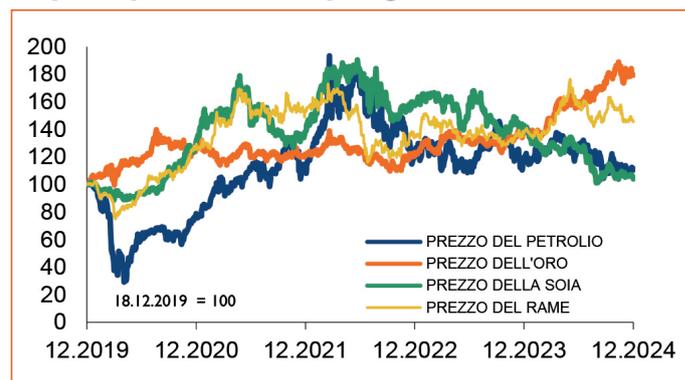
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg

## 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 23/10/2024.

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.



