

SCENARIO 2025

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 2° 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 2° 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 02.04.2025

SCENARIO 2° TRIMESTRE 2025:

SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

Il turbinoso avvio della presidenza Trump ha aumentato l'incertezza di famiglie e imprese dentro e fuori gli Stati Uniti. L'introduzione di dazi commerciali più elevati delle attese porterà una maggiore volatilità della crescita economica nei prossimi mesi. Fuori dagli Stati Uniti, la minore dinamica dell'export potrebbe essere in parte compensata da misure di politica economica, come l'espansione fiscale che ora si prospetta in Germania e i provvedimenti di stimolo della domanda in Cina.

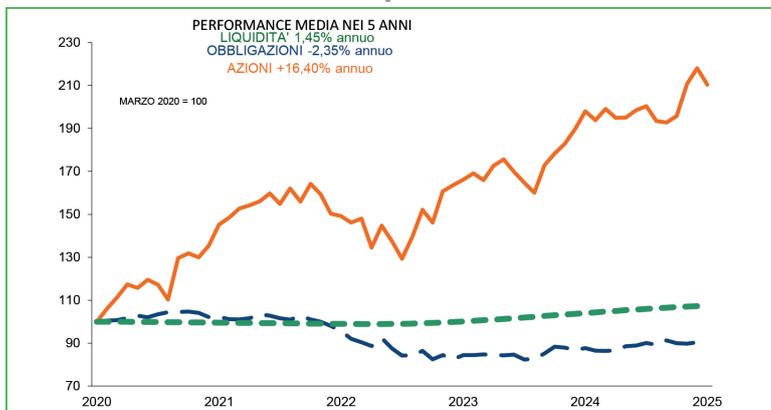
Inflazione

L'imposizione di dazi elevati sulla maggior parte delle importazioni americane aumenterà l'inflazione negli Stati Uniti. L'incremento potrebbe risultare temporaneo se le aspettative di crescita dei prezzi si manterranno stabili, condizione che non è garantita. In Europa, il calo dell'inflazione verso l'obiettivo BCE potrebbe verificarsi anche prima del 2026, se le misure di rappresaglia contro i dazi americani saranno contenute.

Politica monetaria

L'incertezza dello scenario complica il lavoro delle banche centrali. Probabilmente, la Banca Centrale Europea opererà per altri tagli dei tassi ufficiali nei prossimi mesi. Le scelte della Fed, che segnala comunque di voler allentare la politica monetaria, sono più incerte e dipendono dalla stabilità delle aspettative di inflazione.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

MERCATI

Monetario

L'introduzione di tariffe da parte dell'amministrazione USA peggiora leggermente il quadro di crescita europea e aumenta marginalmente i rischi inflazionistici, sostenuti anche da una politica fiscale attesa più accomodante soprattutto in Germania. Ciononostante, la BCE proseguirà nella riduzione dei tassi d'interesse, limitando ulteriormente la redditività del comparto monetario.

Obbligazionario Governativo

I tassi offerti dai titoli governativi appaiono interessanti perché sia presentano flussi cedolari superiori all'inflazione, sia 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 già nel 2024, forniscono una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate in euro, seppur in un contesto più volatile, ha registrato performance positive da inizio anno, nonostante le incertezze legate al nuovo contesto geopolitico e le pressioni al rialzo dei tassi di mercato per le obbligazioni prive di rischio. Le prospettive restano a nostro giudizio favorevoli sia per il comparto Investment Grade che per gli High Yield.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei paesi emergenti è stato maggiormente penalizzato dall'incertezza riguardante i dazi e, nel caso delle emissioni in euro, dall'annuncio del piano di riarmo in Germania, che ha determinato un significativo aumento dei tassi di rendimento governativi a inizio marzo. Le prospettive sono favorite da politiche monetarie ancora accomodanti da parte delle principali banche centrali, ma la selettività tra paesi e aree geografiche è sempre più rilevante.

Dati e previsioni economiche

	2025 STIME PRECEDENTI	2025 STIME CORRENTI	2026 STIME CORRENTI
EUROPA			
Crescita economica	0.9	0.8	1.1
Inflazione	1.8	2.4	1.9
Tasso di interesse *	2.00	2.00	2.00
STATI UNITI			
Crescita economica	2.0	1.7	2.0
Inflazione	2.3	2.8	2.5
Tasso di interesse *	3.50-3.75	3.75-4.00	3.50-3.75
Tasso di cambio EUR/USD*	1.00-1.10	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

La correzione di inizio anno del mercato americano ha fatto in parte rientrare l'eccesso valutativo che si era accumulato, soprattutto sul settore tecnologico. Per una ripresa stabile del mercato USA è necessaria maggiore chiarezza sugli impatti delle decisioni di politica commerciale. L'attivismo della Commissione UE e del Governo tedesco possono migliorare le prospettive di crescita dell'area euro, sostenendo il mercato azionario europeo a fronte di valutazioni storicamente interessanti.

Valute

Nel prosieguo del 2025 l'incertezza legata alla politica commerciale americana, che ha indebolito il dollaro, dovrebbe rientrare.

L'ipotesi di una Fed che riprende ad abbassare i tassi, mentre la BCE sta completando l'allentamento, unita alle prospettive di accelerazione della crescita in Europa (grazie ai piani di spesa per difesa e infrastrutture) sono elementi di persistente sostegno all'euro.

Indebitamento

I tassi Eurirs hanno ripreso a salire nonostante i tagli dei tassi BCE, soprattutto per effetto delle attese di espansione fiscale in Germania. Gli Euribor invece proseguono la discesa, in particolare sulle scadenze più brevi che sono più sensibili alle decisioni sui tassi ufficiali. Uno scenario che rende ancora preferibile l'indebitamento a tasso variabile rispetto a quello fisso.

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	0,5	2,7	0,4	Neutrale	Neutrale	1,9/2,2	Tassi monetari in calo
Obbligazionario Euro	-0,8	1,4	-1,8	Positivo	Moderatamente Positivo	2,3/3,6	Tassi positivi su tutte le scadenze – probabili ulteriori tagli dei tassi BCE
Obbligazionario Germania	-1,3	0,4	-2,0	Moderatamente Positivo	Neutrale	n.d.	Tassi positivi, ma meno interessanti della periferia Eurozona
Obbligazionario Italia	-0,3	3,9	-0,8	Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Tassi positivi su tutte le scadenze – spread interessante
Obbligazionario Dollaro	2,2 (-1,1 in euro)	0,5 (5,3 in euro)	-0,6 (-0,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,9/4,1 (2,2/3,4 in euro)	Tassi positivi su tutte le scadenze – probabili ulteriori tagli dei tassi Fed
Obbligazionario Corporate	-0,2	2,8	-0,8	Positivo	Moderatamente Positivo	2,5/3,7	Rendimenti ancora interessanti anche per gli Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	-0,1	5,5	-1,9	Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/3,1	Rendimenti ancora elevati, politiche monetarie espansive
Azionario Europa	6,7	6,8	4,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,1/7,6	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Italia	9,6	14,0	6,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,8/7,8	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Stati Uniti	-2,7 (-5,6 in euro)	18,9 (24,5 in euro)	7,0 (7,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,4/8,5 (3,8/7,9 in euro)	Prospettive favorevoli, ma pesa l'incertezza sulla politica economica
Azionario Giappone	-2,8 (-2,3 in euro)	15,1 (11,0 in euro)	6,4 (0,7 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,4/7,8 (4,6/9,0 in euro)	Prospettive favorevoli, ma la banca centrale sta alzando i tassi
Azionario Emergenti	2,7 (-0,4 in euro)	6,1 (11,0 in euro)	0,4 (0,6 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,1/6,7 (2,4/6,1 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 1,09 nel periodo di riferimento.

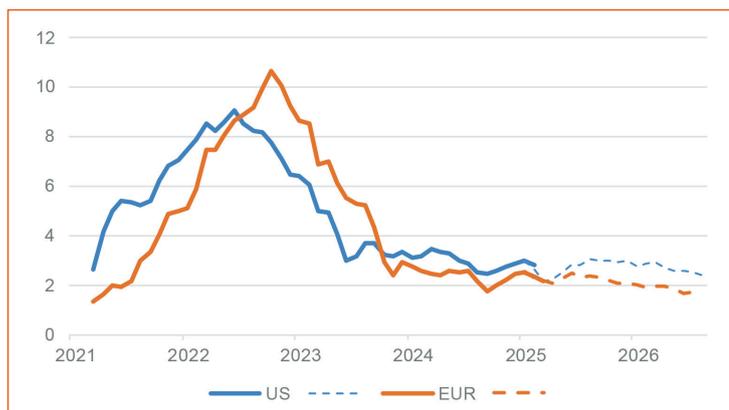
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 02.04.2025, se non diversamente indicato.

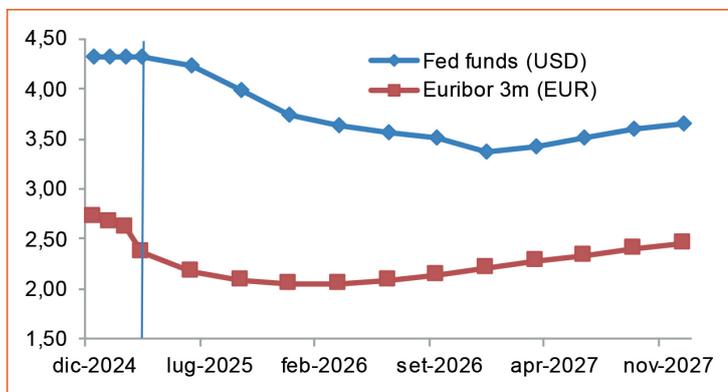
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Nelle previsioni di consenso, lo scenario 2025 è improntato a moderata espansione economica, ulteriore calo dell'inflazione, allentamento delle politiche monetarie e stabilità delle quotazioni delle materie prime energetiche. Un altro elemento caratterizzante, però, è la presenza di un notevole livello di incertezza legato a fattori politici, che riduce grandemente l'affidabilità delle proiezioni. L'insediamento del nuovo Governo negli Stati Uniti ha ulteriormente peggiorato la situazione, a causa del susseguirsi frenetico di annunci contraddittori riguardo a restrizioni del commercio estero e a tagli generalizzati all'attività di governo federale e agenzie, senza apparente programmazione.

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



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



Fonte elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte LSEG-Datastream

Stati Uniti

L'incertezza elevatissima sull'andamento della politica economica si sta traducendo in una dinamica congiunturale peggiore rispetto alle attese di qualche mese fa. La fiducia dei consumatori americani è in calo, mentre le indagini presso le imprese mostrano un quadro in visibile indebolimento. La crescita del PIL nel 2025 dovrebbe restare ancora ampiamente positiva (1,7%) grazie allo slancio pregresso e all'orientamento molto accomodante della politica fiscale.

Le conseguenze per l'inflazione sono sfavorevoli. L'imposizione di dazi su gran parte dell'import americano si tradurrà in aumento dei costi per le imprese e dei prezzi per le famiglie. In effetti, le indagini di fiducia stanno già evidenziando un netto incremento delle attese di inflazione. La dinamica dei prezzi presenta netti rischi al rialzo vista l'adozione di dazi all'importazione elevati e generalizzati. La Federal Reserve ha segnalato l'orientamento a ridurre ancora due volte i tassi ufficiali nel 2025. I mercati sembrano concordare con tale valutazione e, anzi, mostrano propensione a scontare tagli anche più ampi. Tuttavia, l'aumento delle attese di inflazione potrebbe legare le mani alla banca centrale, se si estendesse anche all'inflazione implicita nei tassi di interesse (che per ora si è mossa poco). Nel caso di aumento diffuso delle aspettative, infatti, l'incremento una tantum dei prezzi avrebbe maggiori probabilità di generare un'onda di propagazione lunga e ampia.

Eurozona

Nel 2025, la crescita economica dell'eurozona dovrebbe essere simile a quella dello scorso anno (0,8%), poiché il rafforzamento dei consumi sarà compensato da un peggior contributo delle esportazioni nette. Confidiamo in un miglioramento della crescita del PIL all'1,1% nel 2026, grazie alle ricadute dello stimolo fiscale in Germania e agli effetti dell'allentamento delle condizioni di finanziamento. La lieve revisione al ribasso rispetto a quanto si stimava in dicembre deriva dal probabile aumento dei dazi commerciali dagli Stati Uniti e della maggiore incertezza sullo scenario internazionale. Tale shock sarà in parte compensato dalle risposte di policy (più dall'annunciata espansione fiscale in Germania che non dal piano europeo di difesa).

L'inflazione quest'anno sarà più alta delle nostre attese di tre mesi fa a causa del rincaro del gas, ma è vista tornare poco sotto il 2% nel 2026. L'andamento dei prezzi nei servizi sta ora rallentando, rendendo così molto più solida l'aspettativa che la crescita dei prezzi torni sotto controllo in tempi rapidi. Un rischio al rialzo viene dalle potenziali ritorsioni UE ai dazi statunitensi.

La Banca Centrale Europea potrebbe essere vicina a completare la fase di riduzione dei tassi, con gli ultimi due tagli. Il condizionale è tuttavia d'obbligo, vista l'elevata incertezza del contesto già segnalata. Non si può infatti escludere che il Consiglio direttivo opti per una pausa o che il taglio dei tassi prosegua in seguito anche sotto il 2%.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Le politiche di Trump creano un quadro incerto nei mercati

L'introduzione di dazi da parte dell'amministrazione Trump peggiora le condizioni di crescita e inflazione negli Stati Uniti e, parzialmente, anche in Europa. Le politiche fiscali espansive adottate in Germania e in Cina, infatti, non compensano interamente l'effetto negativo derivante dal probabile peggioramento delle condizioni commerciali. Le banche centrali proseguiranno nel taglio dei tassi ma il grado di incertezza è aumentato. E' cresciuta anche la volatilità delle borse: le prospettive restano tuttavia favorevoli se, come pensiamo, non ci sarà recessione negli Stati Uniti o in Europa. Il mercato obbligazionario governativo sarà supportato dal calo dei tassi, soprattutto sulle scadenze brevi, mentre quelle medio-lunghe potranno risentire della politica fiscale espansiva in Germania. Le obbligazioni corporate offrono un extra-rendimento e beneficiano sia della politica monetaria ancora espansiva da parte della BCE che di una qualità del credito ancora buona, tanto per il segmento Investment Grade che per l'High Yield. Le obbligazioni dei paesi emergenti, seppur maggiormente a rischio sul fronte dei dazi, trarranno vantaggio dallo stimolo fiscale in Cina e dalle politiche monetarie generalmente espansive. Le scelte di politica monetaria di Fed e BCE e il miglioramento delle condizioni economiche in Europa sosterranno l'euro nel medio termine.

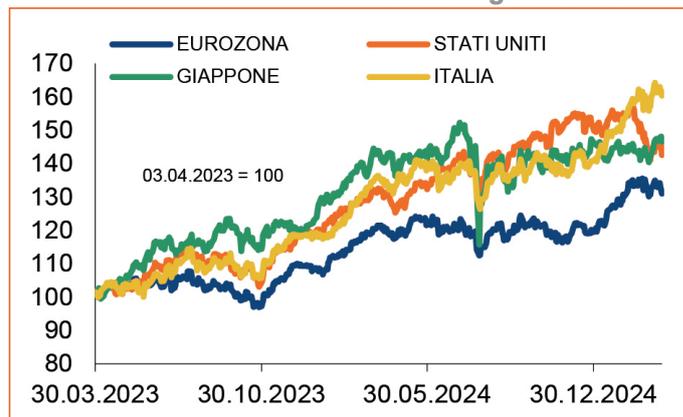
Azioni

Inizio d'anno all'insegna della volatilità per i mercati azionari, con forte variabilità geografica. Le azioni USA hanno sofferto le incertezze legate alla guerra commerciale, mentre Europa e Cina hanno avuto un andamento positivo in considerazione dei pacchetti fiscali annunciati. La correzione del mercato americano ha fatto in parte rientrare l'eccesso valutativo che si era accumulato, soprattutto sul settore tecnologico. Per una ripresa stabile del mercato USA è tuttavia necessaria maggiore chiarezza sugli impatti delle decisioni di politica commerciale. L'attivismo della Commissione UE e del Governo tedesco possono migliorare le prospettive di crescita dell'Eurozona nel prossimo biennio, continuando a sostenere il mercato azionario europeo a fronte di valutazioni storicamente interessanti.

Obbligazioni Governative

Tassi governativi in calo negli USA e in rialzo in Europa da inizio anno, per l'effetto combinato delle incertezze suscitate dalle tariffe americane, compensate da e di una maggiore spesa fiscale in Eurozona. I tassi offerti dai titoli obbligazionari governativi appaiono interessanti perché sia presentano flussi cedolari superiori all'inflazione, sia 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 già in deciso calo nel 2024, 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

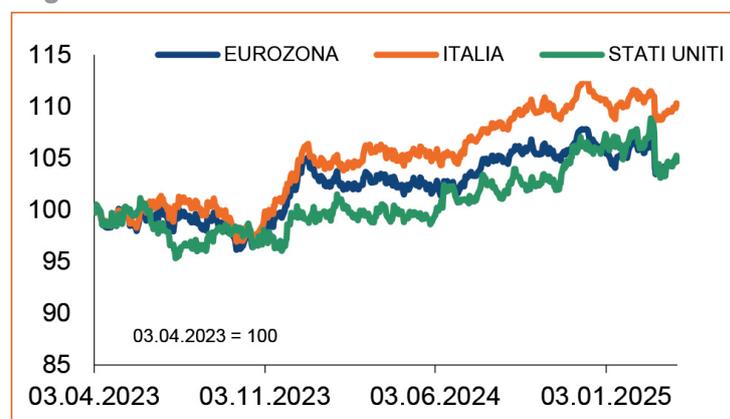
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Le obbligazioni non governative hanno evidenziato un andamento migliore di quello dei titoli di Stato nei primi mesi dell'anno, complice un minore impatto dall'annuncio di una politica fiscale più espansiva in Europa e, in particolare, in Germania. I titoli corporate in euro hanno mostrato una certa resilienza rispetto all'aumento dei tassi governativi, chiudendo il trimestre con performance positive. La redditività attesa è favorita da rendimenti mediamente ancora elevati, soprattutto nel comparto High Yield. Nonostante le incertezze legate all'impatto della politica commerciale USA, le prospettive di ripresa dell'economia europea e l'attesa riduzione dei tassi BCE dovrebbero sostenere sia il comparto Investment Grade che quello High Yield, in un contesto di qualità del credito che si mantiene buono. Le obbligazioni delle aree emergenti sono invece più esposte all'introduzione di dazi da parte dell'amministrazione USA, essendo maggiormente dipendenti dal commercio internazionale. Le politiche monetarie espansive rappresentano ancora fattori di supporto soprattutto alle obbligazioni in euro e in dollari, insieme a un rinnovato sostegno all'economia da parte delle autorità cinesi. Maggiore incertezza invece per gli strumenti in valuta locale, più dipendenti dalla dinamica del cambio.

Valute

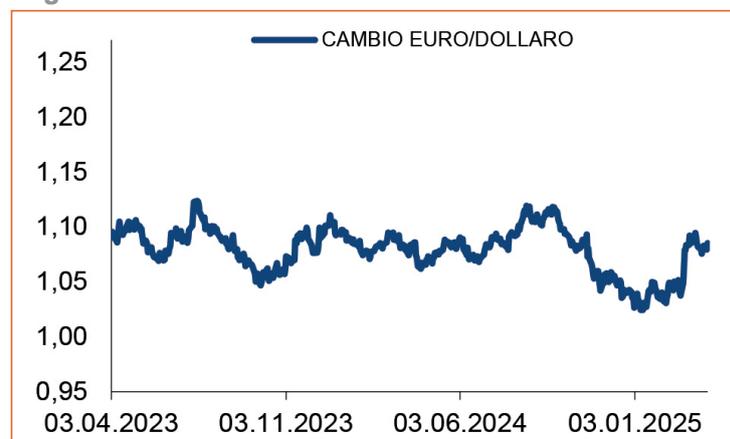
Dollaro in calo da inizio anno, fino a sfiorare 1.10 contro euro, come riflesso dei dubbi crescenti? sulla tenuta dell'economia USA, in un contesto di guerra commerciale. In ottica di medio termine, l'incertezza legata appunto alla politica commerciale dovrebbe rientrare. L'ipotesi di una Fed che riprende ad abbassare i tassi, mentre la BCE sta completando l'allentamento, unita alle prospettive di accelerazione economica in Europa, grazie ai piani di spesa per difesa e infrastrutture, sono elementi di ulteriore sostegno all'euro.

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 17.12.2024.

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.

