

SCENARIO 2026

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 2026

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

NOTA METODOLOGICA

7

AVVERTENZA GENERALE

8

I dati e le previsioni sono aggiornati al 19.12.2025

SCENARIO 1° TRIMESTRE 2026:

SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

Il freno al commercio mondiale imposto dai dazi statunitensi continuerà anche nel 2026, sebbene la sua intensità si sia rivelata ampiamente limitata dalla ridefinizione dei flussi commerciali. La crescita globale rimarrà dunque positiva, anche se in leggero rallentamento, rafforzata ad inizio anno dal recupero delle perdite dovute allo shutdown dell'economia statunitense. Ulteriore sostegno sarà fornito, in ambito privato, dai crescenti investimenti in IA e, in ambito pubblico, dalle politiche fiscali e monetarie che contrasteranno i segnali di indebolimento occupazionale.

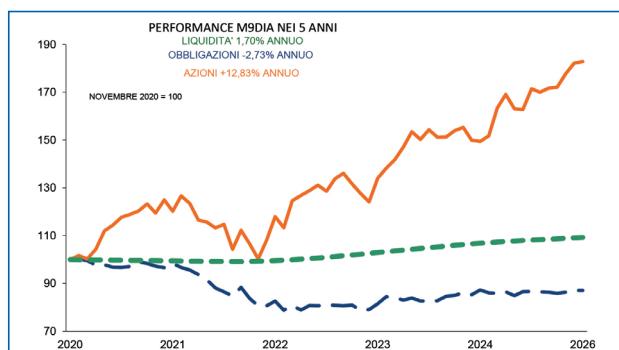
Inflazione

Negli Stati Uniti le tariffe non hanno determinato pressioni inflazionistiche diffuse, grazie ad un loro ribaltamento solo parziale sui prezzi da parte degli importatori. È quindi probabile che l'effetto delle barriere, sinora limitato alle sole categorie di beni colpiti, si mostri circoscritto anche nel tempo. L'inflazione core dell'Eurozona si allineerà al target BCE, sulla scia di un rallentamento della dinamica salariale.

Politica monetaria

La buona tenuta dell'economia europea e l'inflazione vicina al target esimeranno probabilmente la Banca Centrale Europea da ulteriori interventi sui tassi nel 2026. Dopo il taglio di dicembre, la Fed si trova in buona posizione per valutare l'impatto ritardato dei dazi e l'evoluzione dell'economia in base ai dati post-shutdown: la banca centrale rimarrà probabilmente in pausa fino a giugno per poi riprendere gli allentamenti, anche se la nomina di un nuovo Presidente di orientamento più accomodante rispetto a Powell potrebbe spostare gli equilibri.

Le performance storiche



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

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

I tassi Euribor hanno registrato variazioni modeste negli ultimi mesi, ancorati ai tassi della BCE, che nella seconda metà dell'anno non ha effettuato ulteriori tagli. Le prospettive sono di probabile stabilità anche nel 2026, complice un graduale recupero della crescita economica a fronte di un'inflazione vicina al target. I tassi Eurirs hanno invece evidenziato una moderata salita nell'ultimo trimestre del 2025, complice la risalita dei tassi giapponesi e le pressioni sul debito pubblico statunitense e tedesco. Prospettive di ulteriore moderato aumento nel 2026.

Monetario

La Banca Centrale Europea ha chiuso la fase di ribassi dei tassi d'interesse, portando il tasso sui depositi al 2%. La redditività monetaria si è significativamente ridotta nel corso del 2025 e si è sostanzialmente annullata in termini reali, rendendo lo scenario del comparto sfavorevole.

Obbligazionario Governativo

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

Dati e previsioni economiche

	2026 STIME PRECEDENTI	2026 STIME CORRENTI	2027 STIME CORRENTI
EUROPA			
Crescita economica	0.9	10.9	1.4
Inflazione	1.8	1.6	1.9
Tasso di interesse*	1.75	2.0	2.25
STATI UNITI			
Crescita economica	1.6	1.8	1.9
Inflazione	2.8	2.7	2.0
Tasso di interesse*	3.25-3.50	3.00-3.25	2.50-2.75
Tasso di cambio EUR/USD*	1.15-1.20	1.15-1.20	1.15-1.20

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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

Azionario

Le prospettive dei mercati azionari rimangono favorevoli in ottica 2026, in un contesto di prosecuzione del ciclo espansivo e crescita degli utili che giustificano valutazioni "tirate" in alcuni settori, quali la tecnologia USA. Lo scenario generale potrebbe però risultare più volatile rispetto al passato biennio, alla luce delle incertezze sulla tenuta dell'economia USA e sull'impatto dei piani di investimento in Europa, oltre che per le persistenti tensioni geopolitiche.

Valute

Dollaro in calo da inizio anno. Nell'immediato, il fatto che la Federal Reserve abbia ripreso ad abbassare i tassi di interesse, a fronte di una BCE ferma, potrebbe mantenere debole il dollaro. Va però notato che il calo della valuta USA ha perso velocità e che le prossime mosse della Fed appaiono in larga parte scontate.

A meno di un ulteriore rallentamento dell'economia statunitense, la discesa del dollaro, iniziata a 0,95 contro euro nel 2022, potrebbe essere vicina a una pausa.

Materie Prime

L'incertezza geopolitica e macroeconomica continuerà a sostenere il ruolo strategico delle materie prime nel 2026. Il petrolio dovrebbe mantenersi su prezzi contenuti (Brent atteso tra 50 e 70 dollari), grazie a surplus di offerta e consumi in rallentamento, ma con rischi al rialzo legati a tensioni geopolitiche. L'oro resta supportato dall'accumulo delle banche centrali e dalla domanda di diversificazione, mentre per i metalli industriali e agricoli si prevede scarsa direzionalità: la domanda cinese debole limita i rialzi, ma eventuali shock geopolitici o climatici potrebbero generare volatilità.

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2025	2024	2019-2023 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	1,6	2,7	0,4	Sfavorevole	Sfavorevole	1,9/2,2	Tassi monetari in calo e tassi reali azzerati
Obbligazionario Euro	0,2	1,4	-1,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,3/3,5	Tassi positivi su tutte le scadenze, curve inclinate positivamente
Obbligazionario Germania	-1,3	0,4	-2,0	Neutrale	Neutrale	ND	Tassi positivi, ma meno interessanti della periferia Eurozona
Obbligazionario Italia	2,0	3,9	-0,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Tassi positivi su tutte le scadenze – spread interessante
Azionario Europa	16,4	6,8	4,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,8/7,2	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili frenata dall'euro forte
Azionario Italia	25,0	14,0	6,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,7/8,0	Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione
Azionario Stati Uniti	12,6 (2,7 in euro)	18,9 (24,5 in euro)	7,0 (7,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,5/8,6 (4,3/8,4 in euro)	Prospettive favorevoli, ma l'economia ha perso forza

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.

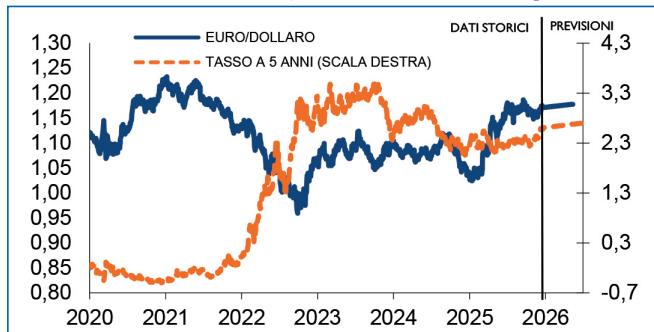
* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di 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 1,19 nel periodo di riferimento.

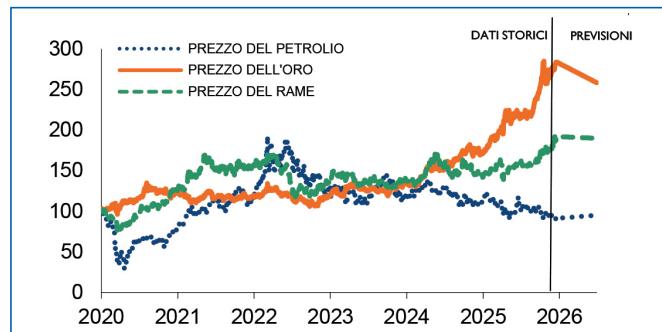
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 12.12.2025, se non diversamente indicato.

PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

L'andamento di tassi, valute e materie prime



Fonte: Bloomberg



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2020 = 100.

Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A GIUGNO 2026	TENDENZA 2026	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	3,50/3,75	3,25/3,50	In discesa	Politica monetaria espansiva nei prossimi mesi
	Tasso di deposito BCE	2,00	1,75-2,00	Stabile	Politica monetaria espansiva sostanzialmente conclusa
	Tasso Euribor 1 mesi	1,91	1,90/1,95	Stabile	Stabili dopo la conclusione della politica monetaria espansiva
	Tasso Euribor 3 mesi	2,00	1,95/2,05	Stabile	Stabili dopo la conclusione della politica monetaria espansiva
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	2,29	1,25/2,35	Stabile	Stabili dopo la conclusione della politica monetaria espansiva
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	2,60	2,65/2,75	Leggermente in salita	In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	2,96	3,10/3,20	Leggermente in salita	In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	3,28	3,40/3,50	Leggermente in salita	In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania
Valute	Euro/Dollaro	1,1710	1,175/1,185	Leggermente in salita	Moderata risalita in concomitanza con i tagli dei tassi Fed
	Dollaro/Yen	157,75	145/155	Leggermente in discesa	Yen in rafforzamento per la politica restrittiva della Banca del Giappone
Materie prime*	Prezzo del petrolio	60,47 USD a barile	61/65 USD a barile	Stabile	Rischi al rialzo per fattori geopolitici ma offerta abbondante
	Prezzo del rame	11.881 USD	11.500/12.000 USD a tonn.	Stabile	Domanda relativamente debole per il rallentamento cinese ma scarsità dell'offerta
	Prezzo dell'oro	4.339 USD	3.900/4.000 USD a oncia	Leggermente in discesa	Possibili nuovi massimi storici nel breve ma una normalizzazione commerciale e geopolitica favorirà un contenimento delle quotazioni
	Prezzo della Soia	10,49 USD per Bushel	10,90/11,10	Leggermente in salita	Minori tensioni commerciali e aumento della domanda per la soia

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 19.12.2025.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Le previsioni di consenso per il 2026 sono caratterizzate da aspettative di crescita moderata, debolezza dei flussi commerciali e inflazione nel complesso contenuta. La fase di allentamento monetario può considerarsi conclusa nell'Eurozona mentre dovrebbe continuare negli Stati Uniti, dove sarà determinante il cambio alla guida della banca centrale.

Stati Uniti

L'incertezza sulla politica commerciale rimane elevata, anche alla luce dell'imminente sentenza della Corte Suprema che potrebbe dichiarare illegittimi i dazi adottati sulla base dell'IEEPA (International Emergency Economic Powers Act, circa il 70% di quelli in vigore). Inoltre, anche il ripristino dell'informativa macroeconomica, interrotta dallo shutdown, si sta profilando piuttosto lento, sebbene appaia certo un pronto recupero già nei primi mesi del 2026 delle perdite economiche inferte dal blocco.

Gli indici di fiducia di famiglie e imprese e gli ultimi dati disponibili su vendite al dettaglio e produzione industriale hanno evidenziato come, sebbene il ciclo resti ancora solido, affiorino segnali di un'economia a due velocità: i consumi delle fasce a reddito più elevato sono rimasti sostenuti dall'effetto-ricchezza legato all'apprezzamento dei mercati, mentre quelli delle famiglie a reddito medio/basso hanno mostrato cedimenti, sulla scia del rallentamento dei salari dovuto al deterioramento occupazionale. A tal riguardo le più recenti statistiche, comprese quelle di matrice privata, hanno confermato una decelerazione? senza crolli del mercato del lavoro: la debolezza (soprattutto dal lato della domanda) si sta progressivamente stabilizzando, in una sorta di "atterraggio morbido" che dovrebbe portare a nostro avviso il tasso di disoccupazione al 4,5% nei prossimi mesi (con rischi al rialzo).

L'inflazione non è stata diffusamente sospinta dai dazi, dato un loro ribaltamento solo parziale sui prezzi da parte degli importatori. Rischi inflattivi attenuati sono emersi anche dai più recenti andamenti degli indici sui prezzi finali (soprattutto PCE) e alla produzione, nonché dalla dinamica evidenziata negli ultimi mesi dalle aspettative di inflazione delle famiglie: ciò lascia presupporre che l'effetto delle barriere, sinora limitato alle sole categorie di beni colpiti, si mostri circoscritto anche nel tempo.

L'ampia divisione interna al FOMC non ha impedito alla Federal Reserve di tagliare nuovamente i tassi a dicembre: la contestuale ridefinizione della forward guidance e la totale conferma del grafico a punti (che contempla un solo taglio nel 2026) lasciano presupporre l'avvio di una prolungata pausa negli allentamenti (probabilmente fino a giugno). Determinante sarà la nomina del nuovo Presidente che potrebbe portare a una maggiore coesione riguardo alla tempistica degli interventi e al livello di tasso terminale.

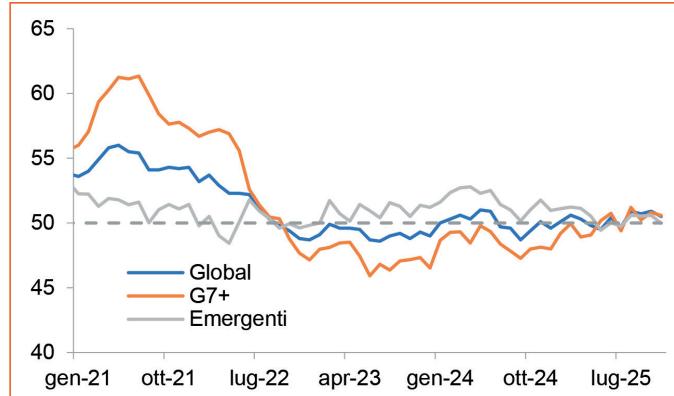
Eurozona

Nella seconda parte del 2025 l'impatto dei dazi è stato più che compensato dal rafforzamento della domanda interna, influenzata positivamente dal taglio dei tassi ufficiali (soprattutto per quanto riguarda gli investimenti) e dal solido mercato del lavoro (che ha favorito i consumi). Tale equilibrio nelle principali economie si consoliderà nel corso del 2026, sulla scia di una lenta accelerazione dei consumi e in forza di un pieno avvio del piano fiscale espansivo in Germania e di un incipiente recupero del settore manifatturiero; tuttavia, l'andamento in controtendenza dell'economia irlandese, che era cresciuta così fortemente da influenzare l'intera area nel 2025, nella prima metà del 2026 peserà sul risultato medio dell'intera area.

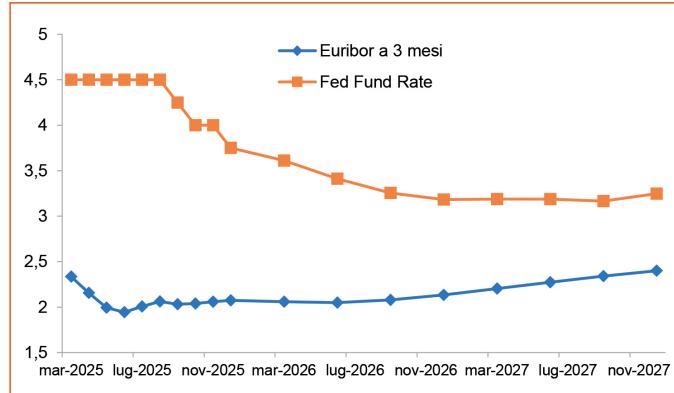
L'inflazione ha mostrato un andamento molto stabile nel periodo più recente, a parte alcune pressioni al rialzo sui prezzi dei servizi. Nei primi mesi del 2026 l'inflazione complessiva, grazie ad effetti di base sull'energia, scenderà sotto il target BCE del 2%, mentre il dato core si allineerà a quest'ultimo nel corso dell'anno sulla scia del rallentamento della dinamica salariale.

La BCE, alla luce della buona tenuta dell'economia e del ritorno dell'inflazione al target, dovrebbe aver ormai concluso il proprio ciclo espansivo. Le condizioni finanziarie accomodanti potrebbero tradursi in una maggiore ripresa dei flussi di credito alle imprese nel corso del 2026.

L'economia globale continua a crescere malgrado i dazi USA



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



Nota: Indici di fiducia PMI e future su tassi a breve.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte LSEG-Datastream

TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

Nel 2026 si prevede una sostanziale stabilità dei tassi Euribor, in linea con una BCE attendista, a fronte di una crescita in recupero e di un'inflazione prossima al target. I tassi Eurirs, invece, potrebbero registrare lievi rialzi sulle scadenze medio-lunghe, riflettendo pressioni derivanti da politiche fiscali più espansive e incertezze sui debiti pubblici. Sul fronte valutario, il dollaro dovrebbe interrompere la fase di indebolimento, con la Fed che prosegue nei tagli ma con effetti ormai in gran parte scontati dai mercati. Le materie prime restano centrali come strumenti di diversificazione: il petrolio dovrebbe mantenersi su livelli contenuti salvo shock geopolitici, mentre l'oro beneficia della domanda delle banche centrali e dell'incertezza macroeconomica. I metalli industriali sono sostenuti dagli investimenti in transizione energetica e IA, ma restano vulnerabili a shock sull'offerta. Le materie prime agricole potrebbero vedere un rialzo delle quotazioni, con volatilità elevata e correlazione positiva tra asset rifugio e rischio in un contesto di visibilità macroeconomica ridotta.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

I tassi Euribor hanno evidenziato una sostanziale stabilità nella seconda metà del 2025, dopo l'interruzione dei tagli dei tassi da parte della BCE. Il livello d'inflazione vicino al target e i segnali di ripresa della crescita economica hanno giustificato un atteggiamento attendista da parte della Banca Centrale. In prospettiva, i tassi Euribor sono destinati a confermare una sostanziale stabilità nel corso del 2026, a fronte di una politica monetaria immutata. Solo le scadenze più lunghe come quella a dodici mesi nella seconda metà dell'anno potranno iniziare a incorporare una mossa al rialzo in ottica 2027.

I tassi Eurirs hanno mostrato un movimento al rialzo negli ultimi mesi del 2025. La politica fiscale espansiva in Giappone e le incognite sul debito pubblico americano hanno messo pressione al rialzo sui rendimenti dei titoli di Stato anche in area euro, con conseguente risalita dei tassi Eurirs. Le prospettive sono di un modesto rialzo nel corso del 2026 (10-15pb dalla scadenza a 5 anni), quando il piano di spesa pubblica tedesco dovrebbe determinare ulteriori risalite dei rendimenti governativi europei.

Valute

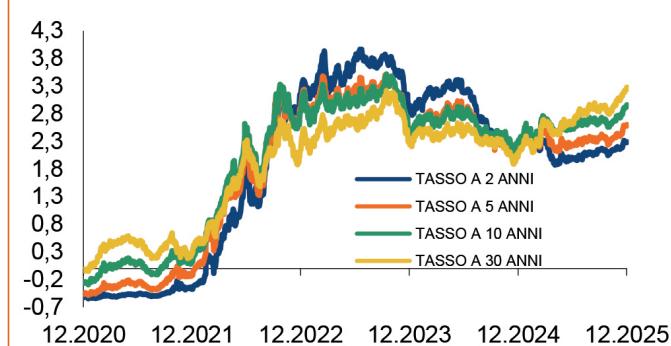
Dollaro in calo da inizio anno, fino a toccare 1,19 contro euro a metà settembre (era 1,02 a inizio anno). Nell'immediato il fatto che la Federal Reserve abbia ripreso ad abbassare i tassi di interesse, a fronte di una BCE ferma, potrebbe mantenere debole il dollaro. Va però notato che il calo della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

Materie prime

Il 2026 si apre in un contesto di forte incertezza, con variabili politiche e geopolitiche che continuano a influenzare i mercati. Gli "hard assets" – materie prime energetiche e metalli – restano favoriti come strumenti di diversificazione e protezione. Il petrolio Brent dovrebbe mantenersi in un intervallo ottimale tra 50 e 70 dollari, riflettendo un surplus di offerta, ma con rischi al rialzo in caso di escalation nei conflitti o nuove sanzioni.

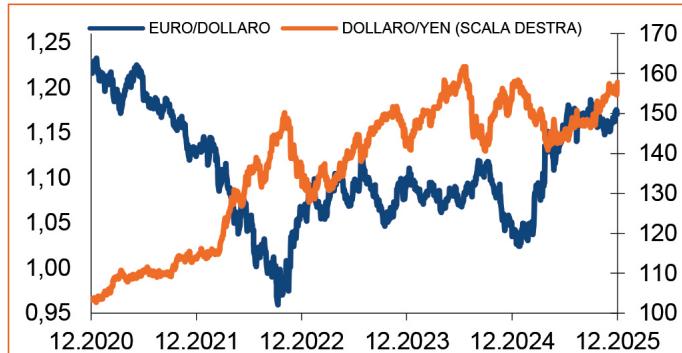
Nei metalli preziosi, l'oro ha segnato oltre 50 nuovi record nel 2025 e, pur prevedendo un consolidamento nel 2026, resta ben posizionato grazie alla domanda delle banche centrali e all'incertezza su tassi e valute. I metalli industriali, in particolare rame e alluminio, sono sostenuti dagli investimenti in transizione energetica e IA, ma l'offerta resta vulnerabile a shock produttivi e politiche protezionistiche. Per le materie prime agricole, si prevede un probabile rialzo delle quotazioni, sostenuto da liquidità globale e allentamento delle tensioni commerciali, con la sola eccezione del cacao che dovrebbe continuare il processo di aggiustamento dopo i picchi del biennio precedente. In sintesi, la volatilità resterà elevata e la correlazione tra asset rifugio e rischio potrebbe mantenersi positiva, in un quadro di minore visibilità sulle prospettive macroeconomiche.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



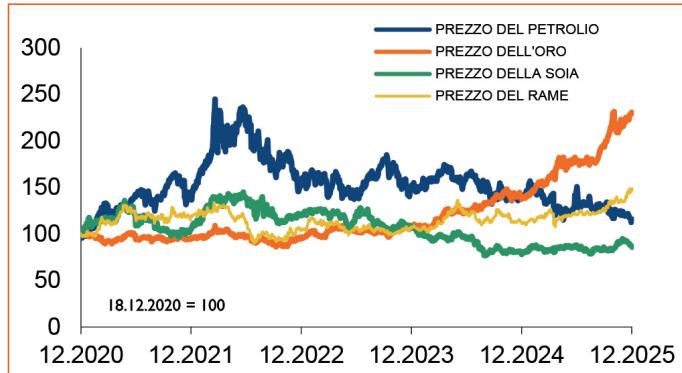
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg

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 esprimere 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 15/10/2025. 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.

