

# SCENARIO 2025

**MACROECONOMIA E MERCATI**  
AGGIORNAMENTO 3° 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 3° 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 07.07.2025

# SCENARIO 3° TRIMESTRE 2025: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

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

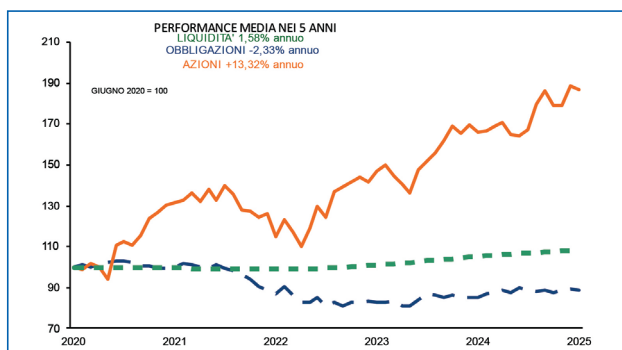
### Inflazione

L'imposizione di dazi elevati sulla maggior parte delle importazioni americane aumenterà l'inflazione negli Stati Uniti, portandola nel secondo semestre in una direzione opposta rispetto a quanto è atteso in Europa, dove l'incremento dei prezzi potrebbe calare sotto il 2%.

### Politica monetaria

L'incertezza dello scenario complica il lavoro delle banche centrali. Probabilmente, la Banca Centrale Europea opterà per un altro taglio dei tassi ufficiali nella seconda metà del 2025, ma tale scelta dipenderà dall'andamento dei dati e dalle decisioni di politica economica prese non soltanto dai governi europei, ma anche da quello americano. Le scelte della Fed sono ancora più incerte. Tuttavia, vi sono forti aspettative che anche negli Stati Uniti la fase di riduzione dei tassi riprenda nei mesi finali di quest'anno.

## Le performance storiche



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

## MERCATI

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

La discesa dell'inflazione europea ha giustificato i tagli dei tassi BCE e conseguentemente la discesa degli Euribor, soprattutto sulle scadenze brevi. Un andamento destinato a proseguire nella seconda metà dell'anno, anche se la politica monetaria espansiva si avvia a conclusione. Un moderato rialzo è atteso invece per i tassi Eurirs in conseguenza degli effetti dell'espansione fiscale tedesca e indirettamente di quella americana.

### Monetario

La Banca Centrale Europea ha proseguito nell'allentamento monetario riducendo i tassi d'interesse fino al 2% e avvicinandosi alla fine del ciclo di ribassi. La redditività del comparto monetario si è dunque significativamente ridotta, erosa in termini reali anche da un'inflazione che comunque resta vicina al 2%.

### 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

|                          | 2025 STIME PRECEDENTI | 2025 STIME CORRENTI | 2026 STIME CORRENTI |
|--------------------------|-----------------------|---------------------|---------------------|
| <b>EUROPA</b>            |                       |                     |                     |
| Crescita economica       | 0.8                   | 0.9                 | 1.0                 |
| Inflazione               | 2.4                   | 2.1                 | 1.8                 |
| Tasso di interesse*      | 2.00                  | 1.75                | 1.75                |
| <b>STATI UNITI</b>       |                       |                     |                     |
| Crescita economica       | 1.7                   | 1.5                 | 1.6                 |
| Inflazione               | 2.8                   | 3.0                 | 2.9                 |
| Tasso di interesse*      | 3.75-4.00             | 3.75-4.00           | 3.50-3.75           |
| Tasso di cambio EUR/USD* | 1.00-1.10             | 1.12-1.16           | 1.15-1.20           |

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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

Azionario

Le prospettive dei mercati azionari appaiono ancora favorevoli in un contesto di prosecuzione del ciclo espansivo e crescita degli utili che giustificano valutazioni tutt'ora un po' tirate in alcuni settori quali la tecnologia USA. Il contesto generale potrebbe però confermarsi più volatile rispetto al passato biennio, alla luce delle incertezze ancora presenti sulla politica commerciale e fiscale USA, e delle persistenti tensioni geopolitiche.

Valute

Dollaro debole nella prima metà del 2025. In ottica prospettica, sebbene la politica commerciale USA si stia gradualmente definendo, va considerato che le azioni di politica economica in

USA rimangono un elemento di incertezza. Inoltre, l'ipotesi di una Fed che riprende ad abbassare i tassi, mentre la BCE ha quasi completato l'allentamento, può continuare a dare sostegno all'euro.

Materie Prime

I mesi estivi, caratterizzati da incertezza, volatilità e tensioni commerciali, dovrebbero scoraggiare la domanda di materie prime cicliche ma favorire gli acquisti di beni rifugio, fra cui brilleranno oro e metalli preziosi. I rischi geopolitici in Medio Oriente si sono ridotti, ma i focolai di crisi in aree strategiche per gas e petrolio potrebbero nuovamente alimentare spinte rialziste sugli energetici.

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           | 0,9                | 2,7                 | 0,4                   | Neutrale               | Neutrale               | 1,9/2,2                                         | Tassi monetari in calo                                                |
| Obbligazionario Euro     | 0,4                | 1,4                 | -1,8                  | Moderatamente Positivo | Moderatamente Positivo | 2,3/3,5                                         | Tassi positivi su tutte le scadenze, curve inclinata positivamente    |
| Obbligazionario Germania | -0,5               | 0,4                 | -2,0                  | Neutrale               | Neutrale               | ND                                              | Tassi positivi, ma meno interessanti della periferia Eurozona         |
| Obbligazionario Italia   | 1,6                | 3,9                 | -0,8                  | Moderatamente Positivo | Moderatamente Positivo | ND                                              | Tassi positivi su tutte le scadenze – spread interessante             |
| Azionario Europa         | 9,3                | 6,8                 | 4,4                   | Moderatamente Positivo | Moderatamente Positivo | 3,7/7,4                                         | Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione        |
| Azionario Italia         | 15,1               | 14,0                | 6,2                   | Moderatamente Positivo | Moderatamente Positivo | 3,6/8,1                                         | Prospettive favorevoli, ma crescita degli utili in moderazione        |
| Azionario Stati Uniti    | 4,3 (-4,9 in euro) | 18,9 (24,5 in euro) | 7,0 (7,3 in euro)     | Moderatamente Positivo | Moderatamente Positivo | 5,3/9,3 (5,0/9,0 in euro)                       | Prospettive favorevoli, ma pesa l'incertezza sulla politica economica |

Nota: i rendimenti netti sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; ND=non disponibile.

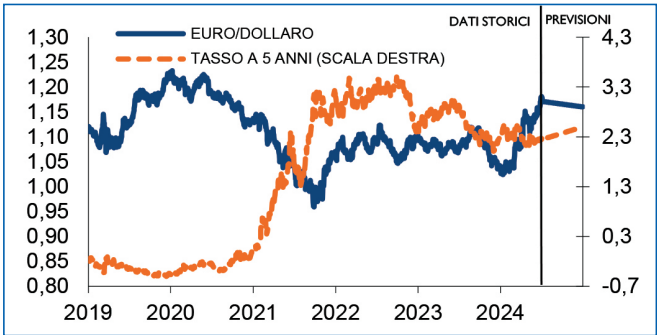
\* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di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

\*\*Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,20 nel periodo di riferimento.

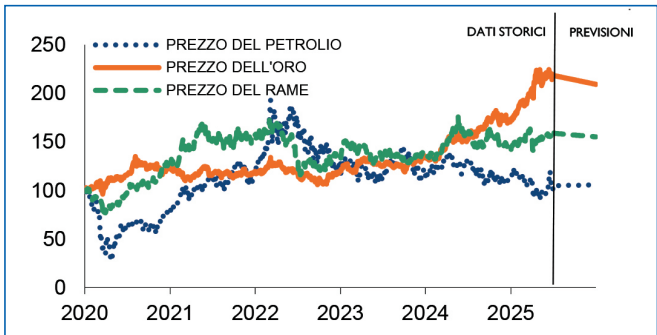
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 30.06.2025, se non diversamente indicato.

# 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 DICEMBRE 2025         | TENDENZA 2026          | COMMENTO                                                                                                              |
|----------------|--------------------------------------|-------------------------|-------------------------|------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Tassi          | Tasso sui fondi federali (Fed Funds) | 4,25/4,50               | 3,75/4,00               | In discesa             | Politica monetaria espansiva dal secondo semestre 2025                                                                |
|                | Tasso di deposito BCE                | 2,00                    | 1,75                    | Stabile                | Politica monetaria espansiva vicina alla conclusione                                                                  |
|                | Tasso Euribor 1 mesi                 | 1,89                    | 1,65/1,75               | Stabile                | Ancora leggermente in discesa per effetto della politica monetaria espansiva                                          |
|                | Tasso Euribor 3 mesi                 | 1,94                    | 1,65/1,75               | Stabile                | Ancora leggermente in discesa per effetto della politica monetaria espansiva                                          |
|                | Tasso swap a 2 anni (Eurirs)         | 1,97                    | 2,05/2,15               | Leggermente in salita  | In leggera salita in vista della fine della politica monetaria espansiva                                              |
|                | Tasso swap a 5 anni (Eurirs)         | 2,25                    | 2,45/2,55               | Leggermente in salita  | In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania                                            |
|                | Tasso swap a 10 anni (Eurirs)        | 2,60                    | 2,80/2,90               | Leggermente in salita  | In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania                                            |
|                | Tasso swap a 30 anni (Eurirs)        | 2,75                    | 2,60/2,70               | Leggermente in salita  | In leggera salita per effetto della politica fiscale espansiva in Germania                                            |
| Valute         | Euro/Dollaro                         | 1,1709                  | 1,15/1,17               | Leggermente in salita  | Recupero del dollaro nel breve, risalita dell'euro nel medio termine                                                  |
|                | Dollaro/Yen                          | 146,05                  | 138/142                 | Leggermente in salita  | Yen in deprezzamento nel breve, successivamente in rafforzamento per la politica restrittiva della Banca del Giappone |
| Materie prime* | Prezzo del petrolio                  | 69,58 USD a barile      | 68/72 USD a barile      | Stabile                | Rischi al rialzo per fattori geopolitici ma offerta abbondante                                                        |
|                | Prezzo del rame                      | 9829 USD                | 9.500/9.700 USD a tonn. | Leggermente in salita  | In recupero per la ripresa della domanda per spese infrastrutturali                                                   |
|                | Prezzo dell'oro                      | 3.336 USD               | 3.100/3.300 USD a oncia | Leggermente in discesa | Una stabilizzazione dei mercati è attesa favorire un contenimento delle quotazioni                                    |
|                | Prezzo della Soia                    | 10,31 USD per Bushel    | 10,50/11,50             | In salita              | Minori tensioni commerciali e aumento della domanda per gli agricoltori                                               |

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 07.07.2025.

# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Le previsioni di consenso per il prossimo biennio sono caratterizzate da aspettative di crescita moderata, debolezza dei flussi commerciali e inflazione nel complesso contenuta. La fase di allentamento delle politiche monetarie dovrebbe continuare.

## Stati Uniti

Il raggiungimento di un accordo-quadro con la Cina ha contribuito ad allentare temporaneamente le tensioni commerciali, ma le misure annunciate fino a oggi sono bastate a portare il dazio medio effettivo degli Stati Uniti al livello degli anni '30 del secolo scorso. Inoltre, l'incertezza rimane elevata, anche alla luce delle battaglie legali in corso. In questo contesto, inflazione e crescita potrebbero muoversi in direzione sfavorevole, nei prossimi mesi. Rispetto a tre mesi fa, le previsioni sulla crescita del PIL sono in calo, mentre quelle sull'inflazione sono in lieve ulteriore rialzo.

Nonostante i redditi abbiano mantenuto tassi di crescita robusti, i consumatori hanno di recente mostrato una maggiore prudenza nelle decisioni di spesa, che si è riflessa in un aumento del tasso di risparmio ai massimi da quasi un anno. Deboli sono le prospettive per gli investimenti residenziali, penalizzati da tassi di interesse ancora elevati ed eccesso di offerta sul mercato. Gli investimenti non residenziali potrebbero risentire negativamente delle incerte prospettive della domanda e dei tagli agli incentivi fiscali per la filiera green, ma altre misure federali potrebbero invece sostenere la spesa in conto capitale. In particolare, la probabile approvazione del piano di tagli fiscali "OBDDA" potrebbe sostenere la domanda interna nel 2026, anche se accresce i rischi sulla sostenibilità del debito.

I dati di inflazione sino al mese di maggio sono stati inferiori rispetto a quanto previsto, ma sui prossimi mesi incombe la "spada di Damocle" dei dazi. Finora, l'impatto di questi ultimi si è limitato a poche categorie di beni ad alto contenuto importato (elettrodomestici e giocattoli), ma le indagini, soprattutto sulle imprese, mostrano crescenti pressioni sui costi, non solo nel manifatturiero ma anche nei servizi. Come insegna il caso dell'acciaio, anche i produttori domestici potrebbero cogliere l'occasione dei rincari dei prodotti importati per ritoccare al rialzo i listini.

Il FOMC della Federal Reserve è molto diviso, ma in media appare abbastanza preoccupato per i possibili effetti di medio termine dei dazi. Per ora, segnala di avere bisogno di più tempo per valutarne appieno gli effetti, anche per confermare la propria determinazione a garantire la stabilità dei prezzi e, quindi, evitare che le aspettative sfuggano dal controllo. Le nuove proiezioni mediane dei membri del FOMC sono in linea con le nostre attese: 2 tagli quest'anno, 1 taglio nel 2026, 1 taglio nel 2027.

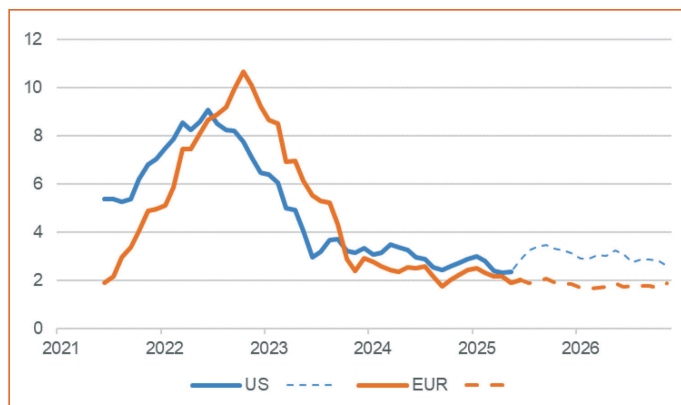
## Eurozona

L'anticipo delle esportazioni verso gli Stati Uniti prima del Liberation Day ha sostenuto la crescita del PIL area euro a inizio anno, ma tale dinamica è attesa invertirsi già nel trimestre primaverile. L'impatto dei dazi dovrebbe farsi sentire a partire dal 2° semestre ma, a meno di una nuova escalation, continuiamo a pensare che non basterà a portare l'economia in recessione. Le indagini di fiducia sembrano infatti suggerire per lo meno una stabilizzazione dell'attività industriale dopo due anni di contrazione, mentre il clima di fiducia ha trovato sostegno nell'annuncio di un cospicuo piano fiscale pluriennale in Germania. Inoltre, anche se i consumatori restano piuttosto prudenti, la ripresa del potere d'acquisto può favorire una moderata crescita dei consumi. Le stime di crescita del PIL si collocano attualmente intorno all'1% sia per il 2025, sia per il 2026.

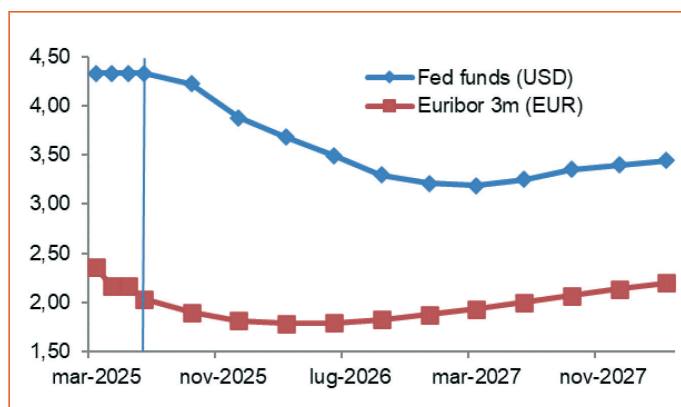
In assenza di una grave recrudescenza della crisi mediorientale, vi sono le condizioni per vedere un'inflazione sotto il 2% l'anno prossimo, anche considerando gli indici al netto delle componenti più volatili, dopo un 2025 appena superiore all'obiettivo della BCE.

La fase di taglio dei tassi BCE è ormai quasi conclusa. A meno di forti sorprese negative nei dati del trimestre estivo, dovremo attenderci al massimo un ultimo taglio di 25pb nella seconda metà del 2025.

## 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-Datstream

# TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

I tassi Euribor continuano a calare, sostenuti dalle attese di ulteriori tagli da parte della BCE, anche se la discesa potrebbe rallentare con l'avvicinarsi al livello terminale dei tassi. Gli Eurirs a breve termine hanno già incorporato i futuri tagli, mentre quelli a medio-lungo termine risentono dell'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi, legato a una politica fiscale più espansiva in Germania e, in misura minore, in altri paesi europei. Il dollaro è in calo da inizio anno e l'eventuale ripresa dei tagli della Fed potrebbe rafforzare l'euro. Per le materie prime, permangono rischi legati a crisi geopolitiche, clima e politica commerciale USA. Il petrolio dovrebbe restare su prezzi contenuti, mentre le quotazioni del gas potrebbero restare elevate. L'oro ha superato l'euro come seconda riserva mondiale. Per i metalli non ferrosi e le materie agricole si prevedono aumenti dei prezzi, ma con elevata volatilità.

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

I tassi Euribor continuano a diminuire, sostenuti dalle aspettative di ulteriori tagli ai tassi d'interesse da parte della BCE. Anche le scadenze più brevi dei tassi Eurirs stanno beneficiando di questo contesto, mentre quelle a più lungo termine mostrano un incremento da inizio anno, influenzate dalle prospettive di una politica fiscale più espansiva, in particolare in Germania. Guardando avanti, l'avvicinarsi al livello terminale dei tassi ufficiali dovrebbe rallentare la discesa degli Euribor, in particolare per la scadenza a 12 mesi.

Per quanto riguarda gli Eurirs, le scadenze più brevi, come quella a due anni, riflettono già in gran parte i tagli attesi della BCE, mentre quelle di medio-lungo termine incorporano già parzialmente un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi. Le aspettative di politica fiscale in Europa sono infatti cambiate in seguito all'annuncio di un ambizioso piano di spesa pubblica in Germania, che riguarda sia la difesa sia le infrastrutture. Tendenze simili, seppur meno accentuate, si osservano anche in altri paesi europei. Di conseguenza, ci si attende un moderato aumento dei tassi Eurirs, soprattutto per le scadenze intermedie e lunghe.

## Valute

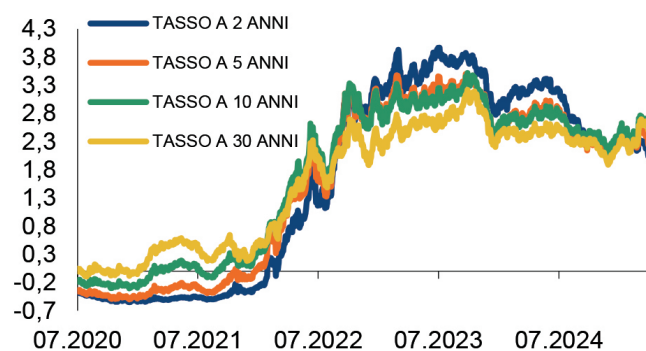
Dollaro in calo da inizio anno, fino a superare 1,18 contro euro. In ottica di medio termine, sebbene la politica commerciale USA si stia gradualmente definendo, va considerato che le azioni di politica economica in USA rimangono un elemento di incertezza. Inoltre, l'ipotesi di una Fed che riprenda ad abbassare i tassi, mentre la BCE ha quasi completato l'allentamento, può continuare a dare sostegno all'euro.

## Materie prime

La politica commerciale USA, i focolai di crisi geopolitica e i cambiamenti climatici restano i principali fattori di rischio per le materie prime. La guerra in Medio Oriente ha inizialmente spaventato i mercati, ma l'offerta mondiale sarebbe stata comunque adeguata a compensare eventuali cali della produzione iraniana. Le prospettive restano di un prezzo del petrolio contenuto nei prossimi mesi. Anche se le consegne di gas naturale liquefatto sono state abbondanti, le scorte europee sono ancora inferiori alla media stagionale. Lo stop delle spedizioni di gas russo attraverso l'Ucraina potrebbe mantenere elevati

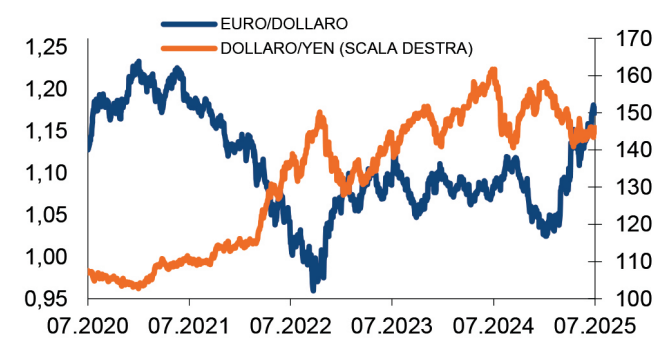
i prezzi del gas anche in estate. Nel 2024, la quota dell'oro nelle riserve ufficiali mondiali è cresciuta al 20%, superando l'euro, fermo al 16% del totale. L'oro è quindi la seconda valuta di riserva al mondo, secondo solo al dollaro americano. Attualmente, il mercato fisico dei metalli industriali è più preoccupato della disponibilità di offerta che dei rischi al ribasso sulla domanda. Nel nostro scenario di base ci attendiamo che quasi tutti i metalli non ferrosi chiudano l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali, anche se l'evoluzione del quadro tariffario con gli Stati Uniti potrebbe alimentare ulteriormente la volatilità nei mesi estivi. Anche per le materie prime agricole le dispute commerciali rappresenteranno un'importante fonte di volatilità nei prossimi mesi, con i cambiamenti climatici che restano un fattore rilevante per l'offerta.

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



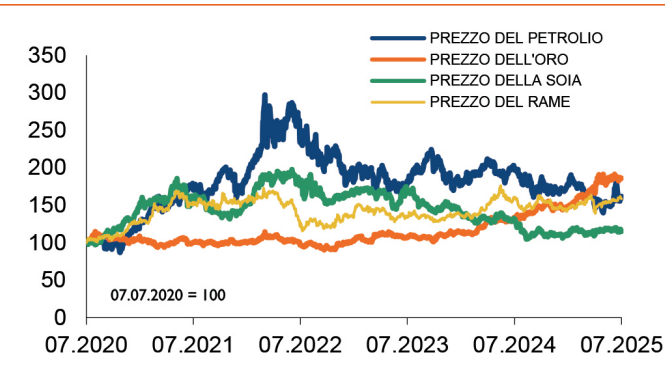
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg

## 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 del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte del 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 28/04/2025.

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.



