

## Settimana dei mercati

### La settimana entrante

- Europa:** a febbraio la prima stima del CPI area euro ha mostrato variazioni di +0,5% m/m (da -0,3%) e di +2,4% a/a (da +2,5%) per la misura headline e di +2,6% a/a (da +2,7%) per quella core. A gennaio il tasso di disoccupazione dell'Eurozona è atteso stabile al 6,3%, mentre le vendite al dettaglio sono previste in marginale aumento congiunturale. Nello stesso mese gli ordini all'industria tedeschi sono stimati in calo di -2,5% m/m. Giovedì la BCE dovrebbe annunciare un altro taglio di 25pb, che abbasserà il tasso sui depositi al 2,50%. Non essendosi ancora minimamente dissolta l'incertezza sullo scenario previsionale (il flusso dei dati economici ha offerto timidi segnali di miglioramento ma l'avvio della presidenza Trump è stato caotico e dirompente) l'autorità monetaria confermerà l'approccio basato sui dati e riunione per riunione, senza escludere la possibilità di nuovi tagli nei prossimi mesi ma neppure incoraggiando le aspettative in tal senso. Lo staff BCE limiterà probabilmente le proiezioni di crescita del PIL, mentre le proiezioni di inflazione potrebbero aumentare leggermente. **Risultati societari: Adidas, Bayer.**
- Italia:** a febbraio la prima rilevazione dei PMI ha evidenziato un incremento di fiducia per la manifattura (47,4 da 46,3); lo stesso dovrebbe avvenire per i servizi (51 da 50,4), tanto da riportare l'indicatore composito sulla soglia di invarianza (50). A gennaio il tasso di disoccupazione è previsto in marginale stabilità a 6,2%. **Risultati societari: Amplifon, Azimut Holding, Davide Campari-Milano, Infrastrutture Wireless Italiane.**
- USA:** a febbraio gli indici ISM sono attesi poco variati, su valori espansivi, mentre l'employment report dovrebbe mostrare 160 mila nuovi occupati non agricoli (da 143 mila di gennaio), un tasso di disoccupazione fermo al 4% e un'attenuazione a +0,3% m/m della dinamica salariale media oraria. A gennaio il deficit commerciale è previsto in espansione a -128,7 mld di dollari da -98,4 mld. Mercoledì sarà pubblicato il Beige Book dalla Fed, in vista della riunione del 18-19 marzo. **Risultati societari: Best Buy, Costco Wholesale, Macy's.**

### Focus della settimana

**Reporting season. Negli Stati Uniti**, sta per concludersi la stagione dei risultati del 4° trimestre 2024, superando le attese nel 74,5% dei casi. Gli utili sono cresciuti del 14%, rispetto al 7,3% atteso a inizio reportistica, sostenuti dall'aumento dei ricavi (+5,6%), da strategie di gestione dei costi ben calibrate e dal contributo dei Tecnologici (+19,3%, guidati dai semiconduttori +41,3%). A questi si affiancano le crescite a doppia cifra della maggior parte dei settori, fra cui Retail, Media, Finanziari, Bancari, Farmaceutici, Auto e Telefonici. Senza considerare i tecnologici, l'aumento sarebbe stato del 12,4%, (segnalando che il contributo non è più così preponderante), mentre escludendo i profitti del comparto Energia sarebbe salito al 16,8%. Nel dettaglio i profitti dei semiconduttori restano guidati dalle opportunità offerte dall'Intelligenza Artificiale; di contro, continua a soffrire il segmento dei chip destinati all'industria e all'Automotive, entrambi in un contesto sfidante. Tali dati portano a chiudere l'intero anno all'11,6%. Nonostante la revisione al rialzo del 4° trimestre, il consenso ha ritoccato al ribasso il 1° trimestre 2025 al 7,1%, seguito da un +7,9% atteso per il 2°. (Fonte: Bloomberg). **In Eurozona**, allo stato attuale hanno riportato circa il 70% dei gruppi, con sorprese positive nel 52,6% dei casi. Gli utili del 4° trimestre sono attesi in aumento dell'1,9%, ritoccati leggermente al rialzo da inizio reportistica; il contributo dei Finanziari è positivo, ma meno preponderante rispetto ai trimestri precedenti; senza di essi la flessione sarebbe dell'1,1%. Di contro si conferma negativo l'apporto dell'Energia, senza la quale l'aumento sarebbe dell'8,3%. Anche in questo caso le politiche di razionalizzazione dei costi restano un fattore determinante, mentre il contributo dei ricavi risulta positivo, ma meno incisivo (+1,9%). Per i prossimi trimestri l'outlook indica un moderato calo per il 1° (-3,3%), rivisto al ribasso dallo scorso trimestre, mentre una ripresa è stimata per il 2° al 6,8%. In tal modo, il 2024 è atteso chiudere con utili per azione in calo del 3,2%; un'accelerazione a doppia cifra degli utili è prevista nel 3° e 4°, coerente con un miglioramento della congiuntura in Eurozona nella seconda parte dell'anno (Fonte: FactSet).

**3 marzo 2025- 12:06 CET**

Data e ora di produzione

Nota settimanale

Research Department

Ricerca per investitori privati e PMI

Team Retail Research  
Analisti Finanziari

**3 marzo 2025- 12:16 CET**

Data e ora di circolazione

## Scenario macro

### Area euro

Nell'Eurozona a febbraio l'ESI è salito da 95,3 a 96,3 (massimo da settembre) grazie al miglioramento di fiducia nell'industria che ha compensato un rallentamento dell'espansione dei servizi. Nel complesso le indagini di febbraio rafforzano la nostra previsione di una crescita dell'area euro di 0,2% t/t nel 1° trim. 2025. Nel 4° trimestre 2024 la BCE ha rilevato una crescita salariale meno intensa.

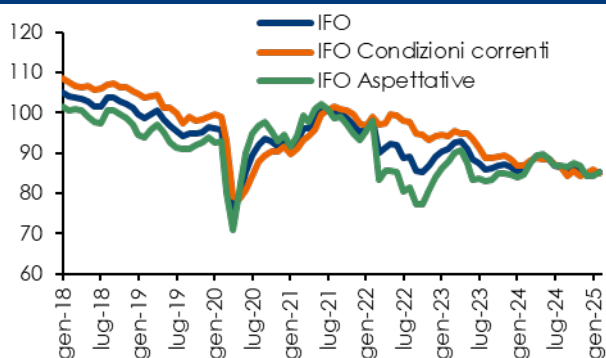
In Germania a febbraio l'IFO è rimasto stabile a 85,2: famiglie e imprese tedesche stanno frenando consumi e investimenti per l'elevata incertezza ma "la situazione potrebbe cambiare nella seconda metà dell'anno, se i negoziati della coalizione non durassero troppo a lungo e se il nuovo governo presentasse un programma che ispiri fiducia". Il dato non ha modificato la nostra idea di un'economia tedesca ancora in difficoltà dove, nonostante una disoccupazione invariata a febbraio (6,2%), la crescita dovrebbe attestarsi solo a +0,2% nel 2025. In Italia a febbraio la fiducia di famiglie e imprese è salita, rafforzando l'ipotesi di un ritorno alla crescita nel 1° trim. 2025. I CPI (preliminari) armonizzati tedesco e italiano hanno mostrato un'inflazione invariata rispetto a gennaio: +2,8% a/a nel primo caso (con un contributo importante su base mensile fornito dai beni alimentari) e +1,7% a/a nel secondo (trainato da effetti base sull'energia). A gennaio la BCE ha rilevato una moderazione delle aspettative di inflazione delle famiglie.

### Stati Uniti

La 2ª stima del PIL 4° trim. 2024 ha confermato la crescita di +2,3% t/t ann. e l'allungo dei consumi a +4,2% t/t. A gennaio le vendite di case esistenti hanno ribadito le problematiche derivanti dai tassi ipotecari elevati, mentre gli ordini di beni durevoli hanno segnato un apprezzabile +3,1% m/m, che però non ha ancora incorporato i successivi timori sorti con le iniziative di Trump.

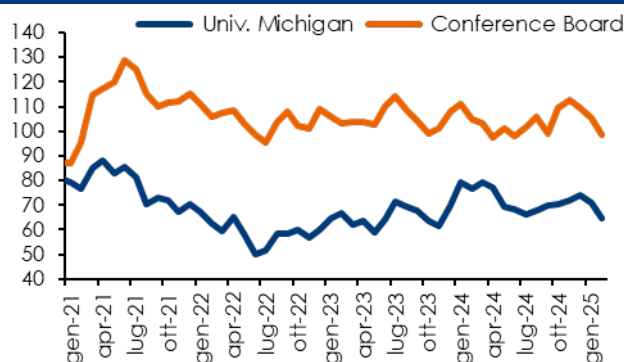
I timori per le misure protezionistiche si sono palesati a febbraio anche sui dati di fiducia dei consumatori: il sentiment delle famiglie rilevato dal Conference Board si è attestato a 98,3 da 105,3 (calo più esteso da agosto 2021): l'inflazione attesa per il 2025 è salita in scia ai rialzi dei beni alimentari e alle preoccupazioni per i dazi. A gennaio i consumi privati hanno registrato un inatteso calo di -0,2% m/m, nonostante un deciso aumento del reddito personale (+0,9% m/m): il dato, seppur condizionato dalle temperature molto rigide, è stato sintomatico di un rallentamento della spesa delle famiglie USA. Nello stesso mese il PCE ha mostrato una variazione di +2,5% a/a (da +2,6%) per l'indice headline e di +2,6% a/a (da +2,9%) per quello core. Il rallentamento, in contrasto con le indicazioni di CPI e PPI, ha fornito una parziale rassicurazione alla Fed sul fronte inflazione.

Area euro: IFO tedesco



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stati Uniti: indici di fiducia dei consumatori



Fonte: Moody's

## Mercati Obbligazionari

### Titoli di Stato

La settimana si è chiusa con una performance positiva per i Treasury statunitensi e, in misura minore, per i titoli del debito europeo. Sul tratto decennale il BTP si è fermato a 3,54% (-1pb) mentre il decennale a 2,42% (-5pb) con lo spread in marginale allargamento che è tornato sopra i 110pb. Il Treasury decennale è sceso a 4,24% (-20pb).

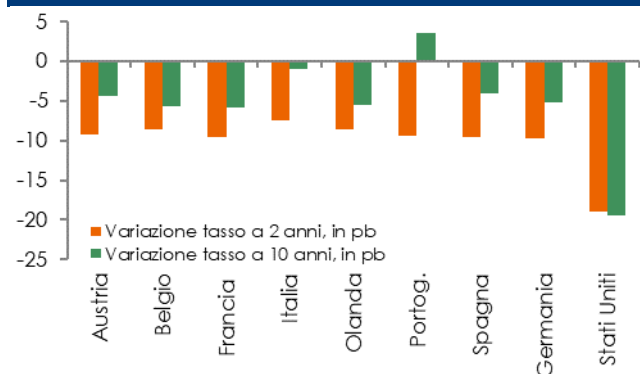
La scorsa ottava si è chiusa con performance positive, in particolare per i titoli governativi statunitensi, legate ad un aumento dell'avversione al rischio che ha condizionato tutti i principali mercati finanziari. Il fattore chiave per la recente discesa dei rendimenti è rappresentato dai timori per le prospettive di crescita: in USA alcuni dati inferiori alle previsioni, accompagnati dall'incertezza legata all'evoluzione della politica commerciale ed economica di Trump e ai suoi effetti sul quadro macroeconomico, hanno innescato non solo una rivalutazione dello scenario complessivo, che si è riflessa su un calo dei tassi a lunga, ma anche un ripensamento delle attese di politica monetaria. I tassi a brevissimo in USA ad oggi scontano un maggiore allentamento monetario, con un nuovo taglio dei tassi da 25pb entro giugno e complessivi 66pb impliciti entro fine anno.

### Corporate

A fronte di tassi in leggero ribasso e spread in contenuto allargamento, l'ottava si è chiusa con un ritorno totale moderatamente positivo senza grandi differenze tra IG (+0,25%) e HY (+0,2%). In avvio della nuova settimana -in cui dopo il CPI preliminare europeo di oggi, l'evento chiave sarà il meeting della BCE- gli indici derivati di CDS sono stabili sui valori di chiusura di venerdì.

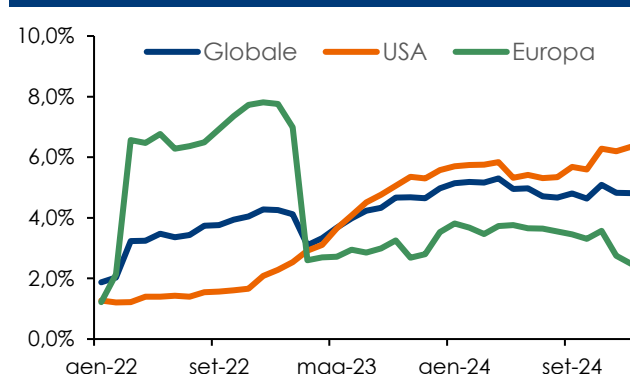
Secondo le stime più recenti di Moody's, a gennaio gli episodi di insolvenza sono stati 6 (11 nel gennaio 2024, 13 nel mese dicembre) e il tasso di default per gli emittenti HY è risultato pari, a livello globale, al 4,8%, invariato rispetto a dicembre. Secondo lo scenario di base dell'agenzia, il tasso scenderà al 2,2% entro la fine di gennaio 2026, al di sotto della media di lungo periodo del 4,2%. Tale proiezione poggia sull'assunto di un'economia globale resiliente, fondamentali aziendali sani e un mercato dei capitali efficiente, con costi di funding in calo grazie a banche centrali ancora espansive. L'incertezza generata dalla scarsa visibilità sulla politica commerciale americana e dall'evoluzione del quadro geopolitico rischiano però di riflettersi in un rallentamento economico che andrebbe a pesare sulla redditività e sulle prospettive delle aziende. In questo senso i dati dei prossimi mesi saranno cruciali per testare quanto il trend prospettato possa risultare realistico.

**Titoli di Stato: variazioni dei rendimenti sui titoli di stato dei principali paesi dell'Eurozona e sui Treasury dal 21.2.2025**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Corporate: la dinamica dei tassi di insolvenza sugli emittenti HY per le principali macro area geografica (dati in %)**



Fonte: Moody's

## Valute e Commodity

### Cambi

Gli investitori saranno attenti nel prendere posizione sulle principali valute, questa settimana. L'evento chiave, dopo i dati preliminari sull'inflazione di febbraio nell'Eurozona, sarà la decisione BCE di giovedì. Se il calo del costo del denaro di 25pb appare giustificato dalla frenata del ciclo europeo, meno certa è la strategia futura, vista l'incertezza causata dai dazi di Trump.

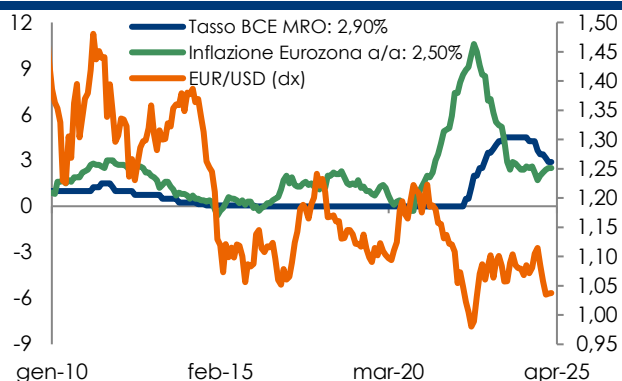
La settimana sul mercato Forex ruoterà intorno all'euro e alle notizie in arrivo dall'Eurozona. Come più volte ribadito, il recupero della valuta unica resterà limitato dalla prospettiva di ulteriori ribassi dei tassi in Europa. Giovedì la BCE dovrebbe annunciare un altro taglio di 25pb, che porterà il tasso sui depositi al 2,50%. Probabilmente la BCE limerà al ribasso le stime sulla crescita ed alzerà le proiezioni sull'inflazione. Questa settimana è in agenda la prima stima di febbraio del CPI dell'Eurozona che dovrebbe mostrare un parziale contenimento delle dinamiche, nonostante l'avvio della nuova Presidenza Trump abbia scosso i mercati, rendendo più complesso lo scenario previsionale in Europa e a livello globale. Una situazione che ha reso decisamente più cauta la Fed nel suo percorso di ribasso del costo del denaro e impedito un maggiore deprezzamento del dollaro. Infine, lo yen tenterà di non perdere ulteriore terreno scommettendo sul prosieguo della restrizione monetaria promessa dalla Banca del Giappone. Probabile stabilità per la sterlina, complici le minori attese di taglio del bank rate in Inghilterra.

### Materie Prime

Il focus degli operatori sulle Commodity sarà sulla Cina. Il PMI manifatturiero di febbraio ha mostrato la maggior crescita degli ultimi tre mesi, nonostante i timori di guerra commerciale con gli Stati Uniti. Ed è in questa situazione che parte il Congresso del Partito, conscio della frenata del ciclo, di un comparto immobiliare in difficoltà e della necessità di ridare slancio alla crescita.

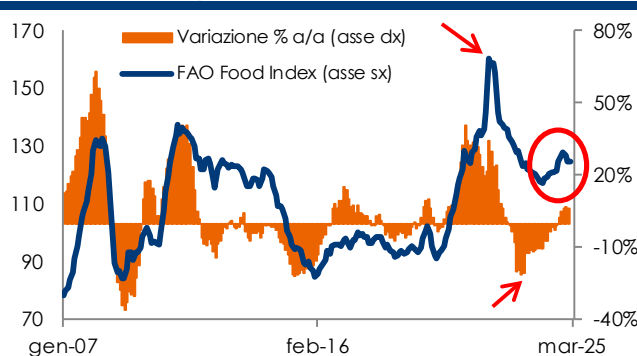
Le tensioni relative alle tariffe commerciali resteranno al centro dello scenario. Un inasprimento dei dazi doganali da parte degli Stati Uniti rischierebbe di scatenare una serie di contromosse da parte degli altri partner commerciali col risultato di incidere negativamente sulla crescita economica globale, e in ultima analisi, sulla domanda futura di materie prime. Il cauto ottimismo che aleggia attorno al possibile accordo relativo al conflitto tra Ucraina e Russia dovrebbe frenare ancora le quotazioni del petrolio ma non quelle del gas europeo; troppo critica la situazione sulle scorte. Non cala invece l'incertezza sulle prossime mosse dei produttori: gli operatori attendono di capire se l'OPEC+ intenda reintrodurre una parte dell'offerta petrolifera che tiene volontariamente lontana dal mercato, dal prossimo 1° aprile, oppure no. Infine, in settimana, è atteso l'aggiornamento di febbraio relativo all'indice FAO dei prezzi alimentari, che ha registrato un calo dell'1,6% a gennaio, per una media di 124,9 punti. Un dato che ha interrotto la tendenza al rialzo degli ultimi mesi, culminata col massimo a 127 punti toccato a dicembre.

Tassi ufficiali BCE (sx), Inflazione Eurozona (sx) e EUR/USD (dx)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e Eurostat

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2025)

## Mercati Azionari

### Area euro

Indici europei poco sotto i massimi storici registrati nella scorsa ottava; gli investitori restano in attesa che vengano delineati i dazi e la situazione geopolitica. L'UE sta cercando di definire esenzioni fiscali nazionali per aumentare la spesa per la difesa senza destabilizzare i mercati. Prosegue la stagione dei risultati con utili e ricavi attesi in aumento dell'1,9%.

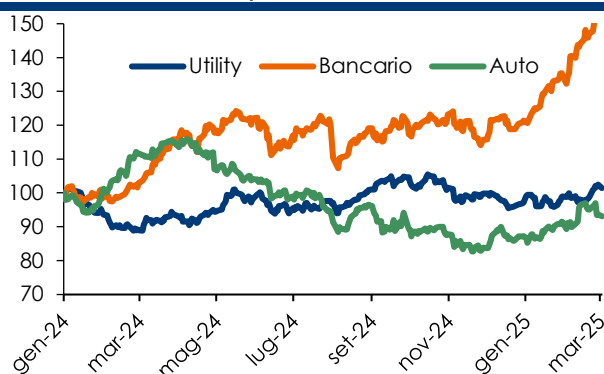
I listini europei confermano forza relativa nel breve e mostrano maggiore tenuta in momenti di generale debolezza dei mercati finanziari: a livello settoriale, un contributo ancora importante è offerto dal Bancario che conferma la migliore performance da inizio anno, sospinto da risultati trimestrali ancora solidi e dalla componente speculativa legata a nuove operazioni di aggregazione. Un contesto macroeconomico ancora debole e il prosieguo di una politica monetaria accomodante potrebbero rappresentare un freno per il settore nei prossimi mesi alla luce anche degli elevati livelli raggiunti. Nell'ambito di una rotazione settoriale, le Utility recuperano forza grazie anche ai dati di bilancio sopra le attese di alcuni importanti gruppi. Di contro, i rischi legati all'applicazione di dazi al 25% da parte degli Stati Uniti frenano l'Auto; nel frattempo, le immatricolazioni nell'Eurozona hanno registrato una flessione a inizio anno evidenziando, però, un aumento del segmento dell'elettrico.

### Stati Uniti

Wall Street si allontana dai massimi risentendo di recenti dati macroeconomici deludenti, che aumentano i timori di una crescita statunitense meno solida del previsto; a ciò si aggiungono possibili nuove pressioni inflazionistiche, i dazi e le indicazioni non brillanti emerse dall'outlook di alcuni gruppi, fra cui i Retailer e Nvidia, con il Nasdaq che perde forza relativa.

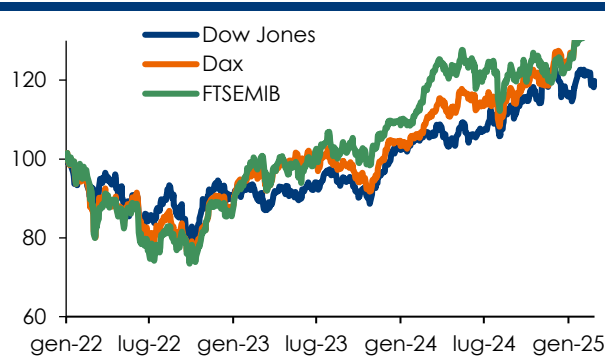
I risultati di Nvidia hanno catalizzato l'attenzione, con il Gruppo tecnologico che ha riportato solide crescite nell'ultimo trimestre ma ha rilasciato un outlook che non ha del tutto convinto il mercato. Di tale situazione ne ha risentito il comparto Tecnologico e, in particolare, il segmento dei semiconduttori con gli investitori che valutano attentamente le conseguenze legate ai dazi e al modello di Intelligenza Artificiale proposto da DeepSeek, che si basa su costi ben più bassi rispetto alla tecnologia proposta dei Big statunitensi. La debolezza di Tesla sta mettendo pressione all'intero comparto Auto nonostante le indicazioni positive giunte da General Motors, relative al piano di riacquisto di azioni proprie e all'aumento del dividendo. Di contro, il settore Assicurativo mostra forza relativa nonostante il consenso si attenda una flessione degli utili per il 1° trimestre 2025 a causa soprattutto di un effetto comparato sfavorevole. Una ripresa delle crescite è attesa, infatti, per i successivi trimestri.

#### Andamento settoriale europeo



Nota: 01.01.2024= base 100 Fonte: Bloomberg

#### Andamento indici Dow Jones, Dax e FTSE MIB



Nota: 01.01.2022= base 100 Fonte: Bloomberg

## Analisi Tecnica

### FTSE MIB

#### FTSEMIB – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Livelli tecnici

Resistenze	Supporti
41.158	<b>38.303-38.155</b>
40.611	37.997
39.858	37.133
<b>39.251</b>	36.654-36.600
39.046	<b>35.914-35.816</b>
	35.789-35.767-35.701
	35.176
	34.619
	34.356
	34.167
	33.780
	<b>33.266</b>
	33.100
	<b>32.709</b>
	32.150

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

### Dow Jones

#### Dow Jones – grafico settimanale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Livelli tecnici

Resistenze	Supporti
45.917	43.100
45.244*	42.927-42.544
<b>45.073-45.059</b>	<b>41.844</b>
<b>45.054</b>	<b>41.647</b>
44.966	<b>41.435</b>
44.636-44.769	<b>39.993</b>
43.884	<b>39.251-39.230</b>
43.884-43.959	38.922
	<b>38.499</b>
	38.305
	<b>38.000</b>
	<b>38.518-38.295</b>
	37.780-37.754

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

## Appuntamenti della settimana entrante

### Calendario mercati italiani

Data	Evento	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
<b>Lunedì 03</b>	Dati macro	(•••) PMI Manifattura di febbraio (*)	47,4	46,7
	Risultati societari	-		
<b>Martedì 04</b>	Dati macro	(••) Tasso di disoccupazione (%) di gennaio	6,2	6,2
	Risultati societari	<b> Davide Campari-Milano, Infrastrutture Wireless Italiane</b>		
<b>Mercoledì 05</b>	Dati macro	(•••) PMI Servizi di febbraio	51,0	50,4
		(•••) PIL t/t (%) del 4° trimestre, stima finale	0,0	0,0
		(•••) PIL a/a (%) del 4° trimestre, stima finale	0,5	0,5
		(••) Vendite al dettaglio m/m (%) di gennaio	-	0,6
		(••) Vendite al dettaglio a/a (%) di gennaio	-	0,6
	Risultati societari	-		
<b>Giovedì 06</b>	Dati macro	Nessun dato rilevante		
	Risultati societari	<b> Amplifon, Azimut Holding</b>		
<b>Venerdì 07</b>	Dati macro	Nessun dato rilevante		
	Risultati societari	-		

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

## Calendario mercati esteri

Data	Paese	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.	
<b>Lunedì 03</b>	Area Euro	(•••) PMI Manifattura di febbraio, finale (*)	47,6	47,3	
		(•••) CPI armonizzato m/m (%) di febbraio, preliminare (*)	0,5	0,4	
		(•••) CPI stima flash a/a (%) di febbraio, preliminare (*)	2,4	2,3	
		(•••) CPI armonizzato core a/a (%) di febbraio, preliminare (*)	2,6	2,5	
		Germania	(•••) PMI Manifattura di febbraio, finale (*)	46,5	46,1
		Francia	(•••) PMI Manifattura di febbraio, finale (*)	45,8	45,5
		Regno Unito	(•••) PMI Manifattura di febbraio, finale (*)	46,9	46,4
		USA	(•••) ISM Manifatturiero di febbraio	50,8	50,9
			(•••) ISM Manifatturiero, indice dei prezzi di febbraio	56,3	54,9
			(•••) Spesa per costruzioni m/m (%) di gennaio	-0,1	0,5
		(••) Vendite di auto (milioni, annualizzato) di febbraio	16,1	15,6	
		(•••) PMI Manifatturiero di febbraio, finale	51,6	51,6	
		Risultati Europa	-		
		Risultati USA	-		
	<b>Martedì 04</b>	Area Euro	(••) Tasso di disoccupazione (%) di gennaio	6,3	6,3
		Francia	(•) Deficit di bilancio (miliardi di Euro) di gennaio	-	-156,3
		Giappone	(•••) Tasso di disoccupazione (%) di gennaio	2,4	2,4
(•••) Base monetaria a/a (%) di febbraio			-1,8	-2,5	
(•••) Investimenti t/t (%) del 4° trimestre			5,0	8,1	
		Risultati Europa	-		
		Risultati USA	-		
<b>Mercoledì 05</b>	Area Euro	(••) PPI a/a (%) di gennaio	1,3	0,0	
		(••) PPI m/m (%) di gennaio	0,3	0,4	
		(•••) PMI Servizi di febbraio, finale	50,7	50,7	
		(•••) PMI Composito di febbraio, finale	50,2	50,2	
		Germania	(•••) PMI Servizi di febbraio, finale	52,2	52,2
		Francia	(•••) PMI Servizi di febbraio, finale	44,5	44,5
			(•••) Produzione industriale m/m (%) di gennaio	0,4	-0,4
			(•••) Produzione industriale a/a (%) di gennaio	-0,2	-1,7
			(••) Produzione manifatturiera m/m (%) di gennaio	0,7	-0,7
			(••) Produzione manifatturiera a/a (%) di gennaio	-	-2,6
	Regno Unito	(•••) PMI Servizi di febbraio, finale	51,1	51,1	
	USA	(•••) Variazione degli occupati ADP (migliaia) di febbraio	146	183	
		(•••) ISM non Manifatturiero di febbraio	52,7	52,8	
		(•••) Nuovi ordini all'industria m/m (%) di gennaio	1,6	-0,9	
		(•••) Ordini di beni durevoli m/m (%) di gennaio, finale	3,1	3,1	
		(•••) Ordini di beni durevoli esclusi trasporti m/m (%) di gennaio, finale	-	0,0	
		(•••) PMI Servizi di febbraio, finale	49,7	49,7	
		(•••) PMI Composito di febbraio, finale	-	50,4	
			Risultati Europa	-	
			Risultati USA	-	
			<b>Best Buy</b>		
	<b>Giovedì 06</b>	Area Euro	(•••) BCE: Tasso sui depositi (%)	2,50	2,75
			(•••) BCE: tassi di rifinanziamento marginale (%)	2,90	3,15
(••) Vendite al dettaglio m/m (%) di gennaio			0,1	-0,2	
(••) Vendite al dettaglio a/a (%) di gennaio			1,9	1,9	
(•••) BCE: tasso di rifinanziamento principale (%)			2,65	2,90	
Regno Unito		(•••) PMI Costruzioni di febbraio	49,5	48,1	
USA		(••) Produttività t/t ann. (%) del 4° trimestre, finale	1,2	1,2	
		(•) Costo del lavoro per unità di prodotto t/t ann. (%) del 4° trimestre, finale	3,0	3,0	
		(•••) Nuovi sussidi di disoccupazione (migliaia di unità), settimanale	235	242	
		(••) Sussidi di disoccupazione continuativi (migliaia di unità), settimanale	1.875	1.862	
		(•••) Bilancia commerciale (miliardi di dollari) di gennaio	-128,7	-98,4	
			Risultati Europa	-	
			Risultati USA	-	
			<b>Costco Wholesale, Macy's</b>		

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



## Calendario mercati esteri

Data	Paese	Società/Dati macroeconomici	Stima	Preced.
Venerdì 07	Area Euro	(•••) PIL t/t (%) del 4° trimestre, stima finale	0,1	0,1
		(•••) PIL a/a (%) del 4° trimestre, stima finale	0,9	0,9
		(••) Consumi privati t/t (%) del 4° trimestre	-	0,7
		(•) Investimenti t/t (%) del 4° trimestre	-	2,0
	Germania	(•••) Ordini all'industria m/m (%) di gennaio	-2,5	6,9
		(••) Ordini all'industria a/a (%) di gennaio	2,6	-6,3
	Francia	(••) Bilancia commerciale (milioni di euro) di gennaio	-	-3.905
	USA	(•••) Variazione degli occupati non agricoli (migliaia) di febbraio	160	143
		(•••) Tasso di disoccupazione (%) di febbraio	4,0	4,0
		(••) Variazione degli occupati nel settore Manifatturiero (migliaia) di febbraio	4,0	3,0
		(•) Credito al consumo (miliardi di dollari) di gennaio	15,0	40,8
	Risultati Europa	-		
	Risultati USA	-		

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

## Previsioni di inflazione

### Area euro

#### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-25	126.7	122.7	119.2	126.1	2.5	2.7	2.7	2.4
feb-25	127.2	123.2	119.9	126.6	2.3	2.5	2.6	2.2
mar-25	128.0	124.2	121.1	127.4	2.2	2.4	2.5	2.1
apr-25	128.4	124.6	121.6	127.8	1.9	2.1	2.2	1.8
mag-25	129.4	125.9	123.1	128.9	2.4	2.8	3.0	2.4
giu-25	129.5	126.1	123.2	129.0	2.3	2.5	2.7	2.3
lug-25	129.3	125.8	122.8	128.7	2.2	2.4	2.6	2.2
ago-25	129.3	125.8	122.7	128.7	2.0	2.1	2.1	2.0
set-25	129.6	126.2	123.0	129.0	2.4	2.3	2.4	2.4
ott-25	129.9	126.4	123.2	129.3	2.2	2.2	2.3	2.3
nov-25	129.5	126.0	122.7	129.0	2.3	2.4	2.4	2.3
dic-25	130.0	126.5	123.2	129.2	2.3	2.4	2.4	2.0
<b>Media</b>	<b>128.9</b>	<b>125.3</b>	<b>122.1</b>	<b>128.3</b>	<b>2.2</b>	<b>2.4</b>	<b>2.5</b>	<b>2.2</b>

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

#### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob	IPCA	Core BCE	Core ex AEAT	IPCA ex tob
gen-26	128.7	125.0	121.5	128.0	1.6	1.9	2.0	1.5
feb-26	129.5	125.8	122.5	128.7	1.8	2.1	2.2	1.7
mar-26	130.0	126.4	122.9	129.2	1.6	1.7	1.5	1.4
apr-26	130.4	126.8	123.3	129.6	1.6	1.7	1.5	1.4
mag-26	131.7	128.3	125.1	131.0	1.8	1.9	1.7	1.6
giu-26	132.0	128.6	125.3	131.2	1.9	2.0	1.7	1.7
lug-26	131.9	128.3	124.9	131.1	2.0	2.0	1.8	1.8
ago-26	132.0	128.3	124.8	131.2	2.1	2.0	1.7	1.9
set-26	132.4	128.6	125.2	131.5	2.1	2.0	1.8	1.9
ott-26	132.5	128.7	125.4	131.4	2.0	1.9	1.8	1.6
nov-26	132.0	128.2	125.0	130.9	1.9	1.7	1.9	1.5
dic-26	132.5	128.7	125.7	131.4	1.9	1.7	2.0	1.7
<b>Media</b>	<b>131.3</b>	<b>127.6</b>	<b>124.3</b>	<b>130.4</b>	<b>1.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>

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

### Italia

#### Previsioni di inflazione, anno corrente

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-25	122.4	121.9	120.8	120.9	1.7	1.5	1.3	1.3
feb-25	122.5	122.2	121.6	121.7	1.7	1.7	1.9	2.0
mar-25	124.1	122.3	121.2	121.8	1.9	1.8	1.6	2.0
apr-25	124.9	122.6	121.4	122.0	2.0	1.9	1.8	2.3
mag-25	125.1	122.9	121.5	122.1	2.0	1.9	1.7	2.2
giu-25	125.5	123.1	121.7	122.3	2.1	2.0	1.8	2.3
lug-25	124.0	123.3	121.9	122.0	1.8	1.8	1.6	1.7
ago-25	124.0	123.7	122.2	122.3	1.9	1.9	1.7	1.8
set-25	125.5	123.5	122.1	122.2	2.0	1.9	1.8	1.8
ott-25	126.1	123.8	122.3	122.4	2.2	2.1	1.9	1.9
nov-25	126.0	123.7	122.3	122.4	2.2	2.1	1.9	1.9
dic-25	126.1	123.8	122.5	122.6	2.2	2.1	1.9	2.0
<b>Media</b>	<b>124.7</b>	<b>123.1</b>	<b>121.8</b>	<b>122.1</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni di inflazione, anno successivo

	INDICI				Var. % a/a			
	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob	IPCA	NIC	FOI	FOI ex tob
gen-26	124.5	123.9	122.6	122.7	1.7	1.6	1.5	1.5
feb-26	124.5	124.1	122.8	122.9	1.6	1.5	1.0	1.0
mar-26	126.2	124.3	123.1	123.2	1.7	1.6	1.6	1.1
apr-26	126.8	124.4	123.1	123.2	1.6	1.5	1.4	1.0
mag-26	127.0	124.6	123.2	123.3	1.5	1.4	1.4	1.0
giu-26	127.4	124.9	123.5	123.6	1.5	1.5	1.5	1.1
lug-26	126.0	125.2	123.8	123.9	1.6	1.5	1.6	1.6
ago-26	125.9	125.5	124.1	124.2	1.6	1.5	1.6	1.6
set-26	127.5	125.4	124.0	124.1	1.6	1.5	1.6	1.6
ott-26	127.8	125.4	124.0	124.1	1.4	1.3	1.4	1.4
nov-26	127.8	125.3	124.0	124.1	1.4	1.3	1.4	1.4
dic-26	127.9	125.4	124.2	124.3	1.4	1.3	1.4	1.4
<b>Media</b>	<b>126.6</b>	<b>124.9</b>	<b>123.5</b>	<b>123.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>

Fonte: Istat, previsioni Intesa Sanpaolo

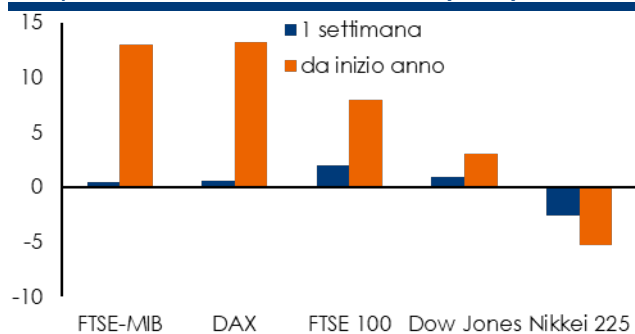
## Performance delle principali asset class

### Azionario

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
MSCI	-0,6	0,2	13,1	2,6
MSCI - Energia	-0,1	2,3	2,9	4,6
MSCI - Materiali	-0,5	1,7	0,1	5,8
MSCI - Industriali	0,6	1,1	9,9	4,2
MSCI - Beni di consumo durevoli	-1,2	-5,2	10,5	-2,4
MSCI - Beni di consumo non durevoli	0,7	4,6	9,5	6,6
MSCI - Farmaceutico	0,5	1,2	1,3	7,4
MSCI - Servizi Finanziari	1,7	3,0	27,7	8,5
MSCI - Tecnologico	-3,0	-0,1	13,7	-3,4
MSCI - Telecom	-1,9	-5,0	25,0	3,1
MSCI - Utility	-0,5	1,7	20,6	4,1
FTSE MIB	0,5	6,7	17,4	13,1
CAC 40	0,3	3,3	2,2	9,9
DAX	0,6	5,2	27,2	13,3
FTSE 100	1,7	2,6	14,7	7,8
Dow Jones	1,0	-1,3	12,2	3,0
Nikkei 225	-2,6	-1,9	-5,3	-5,3
Bovespa	-3,4	-2,2	-4,1	2,1
Hang Seng China Enterprise	-1,4	13,8	38,7	14,7
Sensex	-2,9	-5,2	-0,9	-6,4
FTSE/JSE Africa All Share	-0,9	1,4	19,1	3,0
Indice BRIC	-3,3	3,6	10,7	2,9
Emergenti MSCI	-3,4	2,2	7,1	2,0
Emergenti - MSCI Est Europa	0,0	9,1	10,2	19,4
Emergenti - MSCI America Latina	-4,5	-2,3	-21,8	6,9

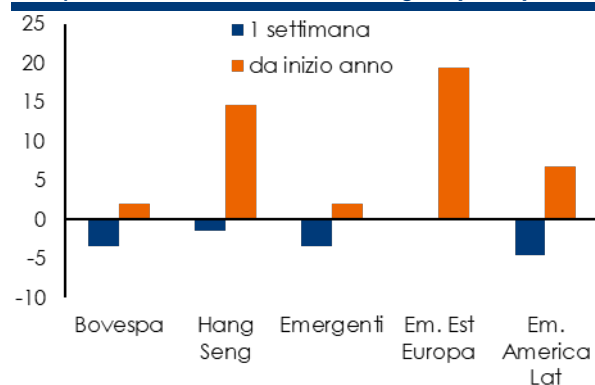
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

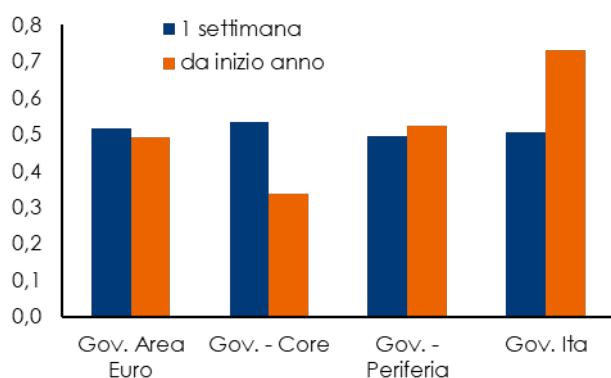


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

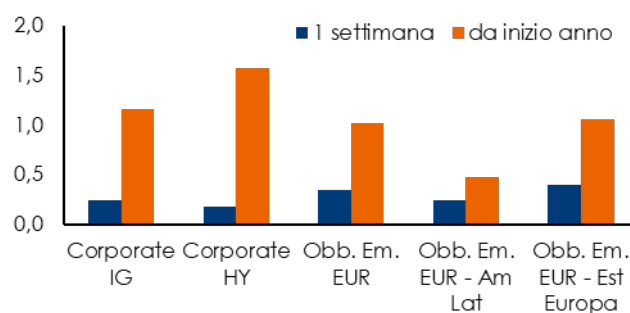
**Obbligazionario**

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

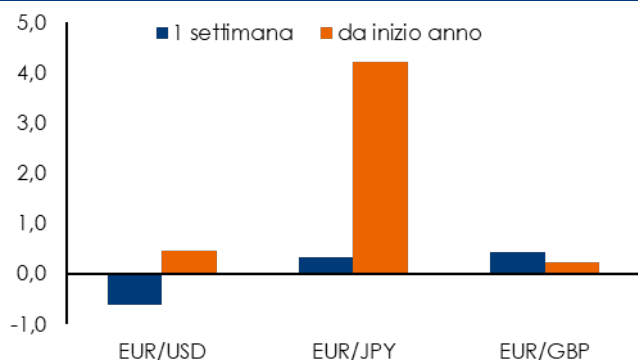
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Valute e materie prime (var. %)

	1 settimana	1 mese	12 mesi	da inizio anno
EUR/USD	-0,6	0,6	-4,2	0,5
EUR/JPY	0,3	2,5	4,6	4,2
EUR/GBP	0,4	0,6	3,6	0,2
EUR/ZAR	-1,0	-0,1	6,5	0,5
EUR/AUD	-1,5	-0,7	-0,4	0,0
EUR/NZD	-1,7	-1,1	-4,1	-0,3
EUR/CAD	-0,6	-0,6	-1,9	-0,9
EUR/TRY	0,5	-2,1	-9,7	-3,5
WTI	-1,2	-4,6	-12,7	-2,6
Brent	-2,5	-4,0	-12,8	-2,3
Oro	-2,6	1,4	37,1	8,8
Argento	-3,4	-3,2	36,0	7,7
Grano	-6,1	-4,1	-2,9	-1,4
Mais	-6,3	-7,5	9,6	-1,4
Rame	-2,1	3,4	10,2	6,7
Alluminio	-3,1	0,4	16,9	2,1

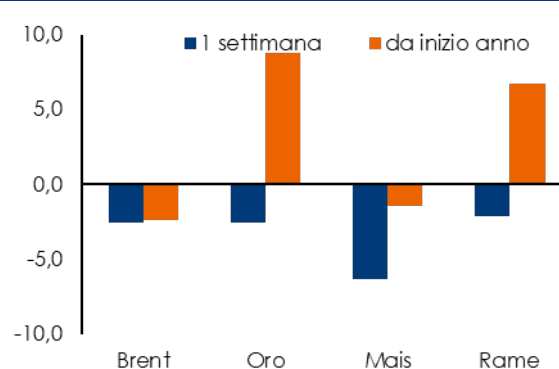
Nota: per le valute le performance indicano il rafforzamento (numero positivo) o indebolimento (numero negativo) della divisa estera rispetto all'euro; la percentuale indica cioè la performance di un euro investito in valuta estera. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Principali valute (var. %)



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

## Principali materie prime (var. %)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, LSEG).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, LSEG, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza settimanale. Il precedente report è stato distribuito in data 24.02.2025.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia e verrà messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasanpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com/it/persone-e-famiglie/mercati.html>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano – Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

## Certificazione Analisti

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

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

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

## Altre indicazioni

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

## Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Riso

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Raffaella Caravaggi, Thomas Viola