

SCENARIO 2017

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 2° TRIMESTRE

PICCOLE E MEDIE IMPRESE



INTESA  **SANPAOLO**

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Strategia Eurizon Capital SGR

Paolo Guida Responsabile Ricerca per Investitori Privati e PMI, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Luca Mezzomo, Responsabile Ricerca Macroeconomica e Mercati Obbligazionari, Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

INDICE

SCENARIO 2° TRIMESTRE 2017

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 11.04.2017

SCENARIO 2° TRIMESTRE 2017: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La riaccelerazione dell'economia mondiale del 2° semestre 2016 sembra estendersi all'inizio del 2017. Con l'elezione di Trump alla presidenza degli Stati Uniti si sono create aspettative di una politica fiscale espansiva, rafforzando le previsioni di accelerazione della crescita economica americana. L'Eurozona continua lungo il suo sentiero di moderata espansione, che pare essersi rafforzato a inizio 2017. Il ciclo elettorale 2017-18 in Europa è partito. Inoltre, sempre nel 2017 dovrebbero prendere avvio i negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'UE.

Inflazione

La ripresa delle quotazioni petrolifere e la crescita più robusta hanno fatto salire l'inflazione in tutto il mondo. Nell'Eurozona l'inflazione ha toccato il 2%, alimentata anche dai rincari dei generi alimentari, ma dovrebbe tornare a rallentare di nuovo nel 2° semestre.

Politica monetaria

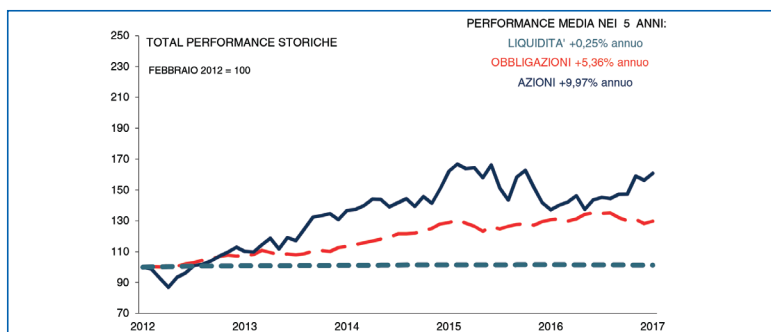
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed è tornata ad alzare i tassi ufficiali a marzo, e continuerà probabilmente a restringere la politica monetaria ancora nel 2017. Con la recente estensione a tutto dicembre 2017 del programma di acquisto di titoli, la BCE ha probabilmente terminato la fase di allentamento della politica monetaria e potrebbe annunciare negli ultimi mesi di quest'anno un graduale ritiro delle misure espansive.

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca Centrale Europea conferma una politica monetaria ancora fortemente espansiva, nonostante la riduzione del ritmo di acquisto di titoli di Stato. Si confermano su livelli minimi i tassi Euribor, ancora negativi su tutte le principali scadenze. Tale situazione dovrebbe confermarsi per tutto il 2017. I tassi Eurirs sono risaliti ma dovrebbero rimanere su livelli storicamente contenuti.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice febbraio 2012=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a febbraio 2012. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da febbraio 2012 a febbraio 2017. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

Monetario

I tassi sul mercato monetario resteranno ancora su livelli molto compressi e negativi, con la Banca Centrale Europea che manterrà una politica monetaria sostanzialmente accomodante almeno per tutto il 2017. Si conferma dunque un quadro sfavorevole per il comparto monetario ancora per diversi mesi.

Obbligazionario Governativo

Il rialzo dei tassi a lunga scadenza che si è messo in moto da luglio dello scorso anno dovrebbe proseguire. Meno negli USA, dove un lento percorso di rialzo dei tassi Fed è già messo in conto, più in Eurozona, dove i tassi tedeschi possono salire ancora per registrare la prosecuzione della crescita economica e, più avanti, il calo dell'incertezza politica. Agli attuali livelli di tasso e spread i titoli italiani potrebbero generare performance modeste e inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

Azionario

Le prospettive di medio termine per la borsa USA rimangono positive, ma il rialzo dovrebbe procedere a un ritmo meno sostenuto rispetto agli ultimi mesi, perché molte delle misure che l'amministrazione Trump potrà annunciare appaiono scontate. Europa, Giappone ed Emergenti presentano valutazioni più interessanti e dovrebbero trovare sostegno nella prosecuzione della crescita economica globale. Le borse europee potrebbero trovare ulteriore supporto nel passaggio, senza sorprese negative, delle molte elezioni in programma (cruciale il voto francese).

Valute

Dopo la fiammata seguita all'elezione di Trump, il dollaro è stato "fermato" con interventi verbali proprio dall'amministrazione USA, che non vede di buon grado una valuta troppo forte. Per le valute dei Paesi sviluppati lo scenario di medio termine prevede una sostanziale stabilità, perché nessuna economia è in grado di sopportare valute in costante apprezzamento in questa fase. Per il cambio euro/dollaro vorrebbe dire la conferma del corridoio 1,05-1,15 in cui si muove da due anni.

Dati e previsioni economiche

	2017 STIME PRECEDENTI	2017 STIME CORRENTI	2018
EUROPA			
Crescita economica	1,5	1,7	1,6
Inflazione	1,2	1,7	1,6
Tasso di interesse*	-0,4	-0,4	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	2,1	2,1	2,5
Inflazione	2,2	2,6	2,3
Tasso di interesse*	1,00-1,25	1,25-1,50	2,00-2,25
Tasso di cambio EUR/USD*	1,05-1,15	1,05-1,15	1,10-1,20

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

Materie Prime

Lo scenario macroeconomico resta favorevole al comparto delle materie prime: la crescita mondiale è buona e riteniamo sarà guidata dai Paesi emergenti, le politiche fiscali e monetarie dovrebbero mantenersi accomodanti, il momentum è eccezionalmente positivo sia nei Paesi sviluppati, sia nei Paesi emergenti e si è notevolmente ridotto il rischio di un eccessivo apprezzamento del dollaro americano. Ci aspettiamo che questo quadro così positivo continuerà ad alimentare pressioni al rialzo sul comparto, ma a nostro avviso saranno i fondamentali di domanda e offerta il driver più importante nel determinare le performance registrate dalle singole materie prime.

Indebitamento

La politica monetaria della BCE si conferma espansiva e alimenta il livello contenuto dei tassi Euribor, su valori negativi su tutte le principali scadenze. I tassi BCE resteranno stabili e su livelli vicini allo zero o negativi almeno per tutto il 2017. Rimangono su livelli contenuti anche i tassi Eurirs su tutte le principali scadenze. In tale quadro, privilegiamo ancora l'indebitamento a tasso fisso per le scadenze lunghe ed extra-lunghe, mentre per un indebitamento più a breve e a brevissimo termine il tasso variabile consente di ridurre il costo del finanziamento nei primi anni, per effetto del livello contenuto o negativo dei tassi Euribor o BCE.

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2016	2015	2010-2014 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	0,0	-0,1	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-1,3	2,3	4,7	Neutrale	Moderatamente Negativo	0,1-1,0	Elevata disomogeneità nel comparto
Obbligazionario Germania	-0,9	3,0	2,5	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fin oltre la scadenza a 7 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-1,8	0,6	7,2	Moderatamente Positivo	Neutrale	ND	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Azionario Europa	3,6	3,5	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8-6,2	Valutazioni interessanti, deve rientrare rischio politico
Azionario Italia	3,6	-4,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-5,7	Valutazioni interessanti, deve rientrare rischio politico
Azionario Stati Uniti	3,8 (1,4 in euro)	8,9 (11,3 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5-4,2 (0,1-2,8 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da valutazioni meno favorevoli

Nota: i rendimenti netti storici sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 20% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; i rendimenti netti attesi sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole); ND=non disponibile.

* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 12-18 mesi e vanno considerati in relazione alla redditività media storica di lungo periodo dell'attività finanziaria di riferimento.

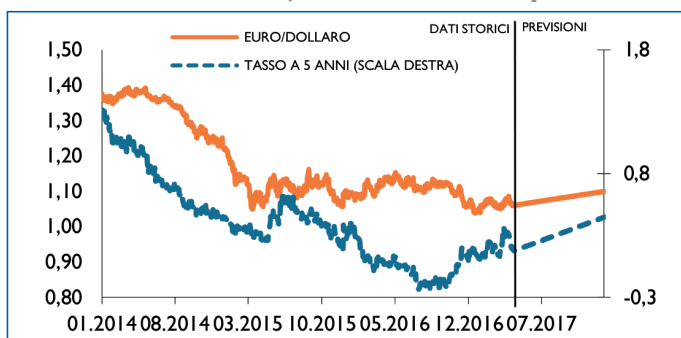
**Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,17 nel periodo di riferimento.

Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150; indice Azionario Emergenti: MSCI Emergenti.

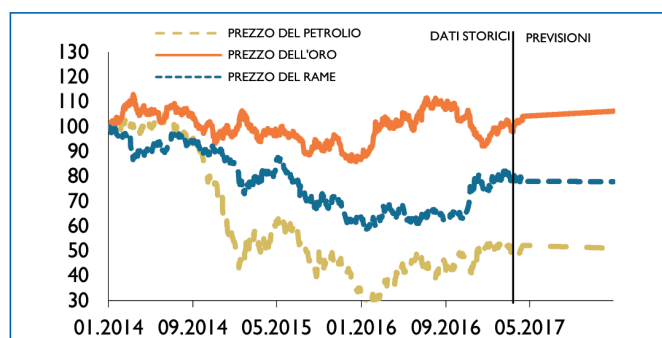
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 27.03.2017, se non diversamente indicato.

PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

L'andamento di tassi, valute e materie prime



Fonte: Bloomberg.



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2014 = 100.

Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A DICEMBRE 2017	TENDENZA 2018	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	0,75/1,00	1,25/1,50	Leggermente in salita	Graduale rialzo dei tassi
	Tasso di rifinanziamento BCE	-0,40	-0,40	Leggermente in salita	Tassi a livelli minimi, prosecuzione delle politiche non convenzionali
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,37	-0,30/-0,40	Leggermente in salita	Sostanzialmente stabili nel 2018
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,33	-0,20/-0,30	Leggermente in salita	Sostanzialmente stabili nel 2018
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,16	0,00/0,20	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	0,13	0,30/0,50	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,72	0,90/1,10	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	1,32	1,35/1,45	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
Valute	Euro/Dollaro	1,06	1,05/1,15	Leggermente in salita	Proseguirà la restrizione monetaria USA, ma il grosso dell'apprezzamento del dollaro si è concluso
	Dollaro/Yen	110,2	115/120	Leggermente in salita	Yen in indebolimento nel breve per effetto di una politica monetaria ancora più espansiva
Materie prime*	Prezzo del petrolio	55,5 USD a barile	50/60 USD a barile	Leggermente in salita	Riaggiustamento dell'offerta per ridurre le scorte mondiali
	Prezzo del rame	5730 USD	5800/5900 USD a tonn.	Leggermente in salita	Possibili ulteriori ribassi nel breve ma rischi al rialzo per fine 2017
	Prezzo dell'oro	1267 USD	1250/1350 USD a oncia	Stabile	Domanda debole nel breve, in assenza di pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi su maggiore avversione al rischio
	Prezzo della Soia	9,37 USD per Bushel	9,5/10,5 USD per Bushel	Stabile	Peggioramento rapporto tra scorte e consumi

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 11.04.2017. *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.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La situazione dell'economia mondiale continua a migliorare, influenzando positivamente sulla dinamica degli scambi internazionali e sulla tendenza dell'attività manifatturiera. Grazie anche all'accordo raggiunto fra alcuni dei maggiori Paesi produttori per un possibile contenimento dell'offerta, le quotazioni petrolifere sono rimbalzate dai minimi di inizio 2016, riducendo le preoccupazioni per la stabilità finanziaria dei Paesi produttori ma portando anche a una ripresa delle aspettative di inflazione. Dopo gli effetti dello stimolo di politica economica, l'economia cinese ha iniziato a beneficiare della ripresa della domanda estera, registrando tassi di crescita un po' migliori delle previsioni, che hanno fatto passare in secondo piano le preoccupazioni per l'eccessivo livello di debito e per gli eccessi del mercato immobiliare.

Stati Uniti

L'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti e la vittoria dei Repubblicani anche alle elezioni legislative hanno creato forti aspettative di un allentamento della politica fiscale nel 2017. Lo stimolo, che deve essere concordato con il Congresso, prenderà probabilmente la forma di tagli alle imposte sui redditi delle società e delle persone fisiche. Tuttavia, la bocciatura della riforma sanitaria da parte del Congresso dimostra che l'amministrazione troverà molte difficoltà nella realizzazione del suo programma. Al momento, si prevede una crescita reale di poco superiore al 2% nel 2017. Gli sviluppi sul fronte fiscale condizioneranno anche la politica monetaria: la Federal Reserve ha nuovamente alzato i tassi ufficiali a marzo, e ci si attende che li muova ancora due volte nel 2017. Se però lo stimolo fiscale si rivelasse intenso, la Banca centrale potrebbe decidere di accelerare il passo della restrizione monetaria.

Eurozona

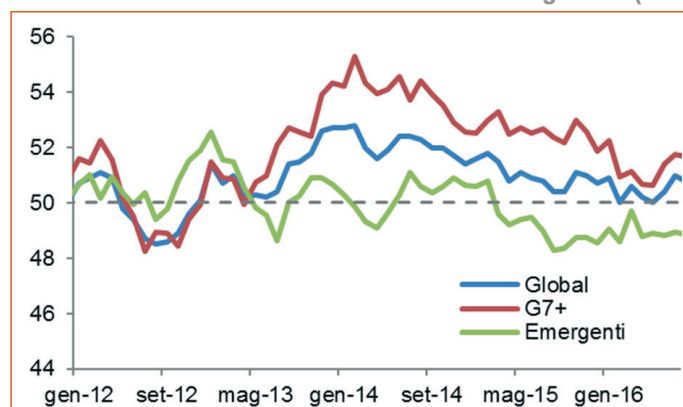
L'economia dell'Eurozona si mantiene su un percorso di crescita tendenziale stabile all'1,5% circa, e ora potrebbe beneficiare del tono più robusto della domanda internazionale. Nel complesso, l'aumento della domanda estera, la crescita occupazionale, le condizioni finanziarie accomodanti e l'orientamento neutrale della politica fiscale dovrebbero continuare a sostenere la crescita dell'economia dell'area euro, che manterrà un tasso di espansione del PIL pressoché invariato nel 2017. L'inflazione ha iniziato la fase di risalita a metà 2016, e ci si attende che continui a salire nei primi mesi del 2017, sostenuta anche dal rincaro dell'energia, ma che successivamente torni a calare verso l'1,5%.

Il clima di fiducia potrebbe essere influenzato dagli sviluppi politici: tre Paesi rinnovano il Parlamento nel 2017 (Olanda, Francia, Germania). In Olanda, l'avanzata degli euroscettici è stata modesta, e si profila la formazione di un governo fortemente pro-euro. In Francia, i sondaggi indicano che la leader euroscettica perderà al ballottaggio contro il candidato centrista e pro-euro. In Germania, il partito euroscettico è in calo nei sondaggi. Anche in Italia si sta avvicinando la scadenza della legislatura, e

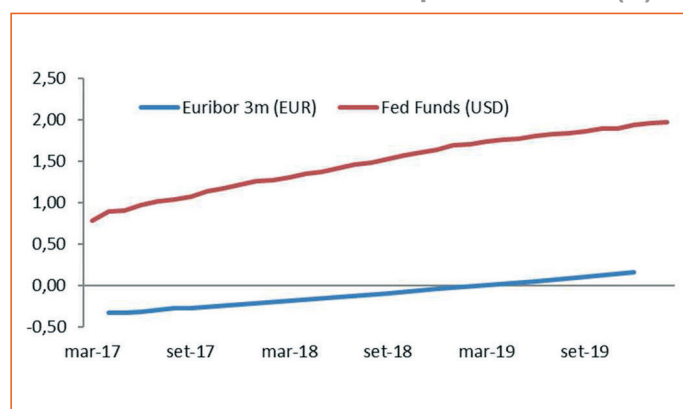
i sondaggi prospettano un andamento inconcludente delle elezioni. La conquista della maggioranza assoluta del Parlamento da parte di un partito populista euroscettico in un grande paese dell'Eurozona, per quanto improbabile alla luce dei sondaggi, avrebbe effetti negativi sugli investimenti delle imprese e sulle condizioni finanziarie.

La BCE ha da poco annunciato l'estensione del programma di acquisto di titoli fino a dicembre 2017, sebbene a ritmi inferiori (60 miliardi mensili) rispetto a quelli che lo caratterizzeranno fino al marzo prossimo (80 miliardi). Per quanto la BCE non escluda la possibilità di aumentare di nuovo gli acquisti, la ripresa dell'economia reale e l'aumento dell'inflazione dovrebbero scoraggiare nuove misure espansive nel corso del prossimo anno, e tagli dei tassi appaiono ormai fuori questione. Al contrario, è probabile che alcune delle misure espansive vengano ulteriormente ridimensionate nel 2018, e non si esclude un aumento del tasso sui depositi il prossimo anno.

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



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



Nota: PMI = indice dei responsabili degli acquisti; G7+= USA, Eurozona, Giappone, Canada, Regno Unito. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Markit e Thomson Reuters

TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

Il quadro macroeconomico europeo è dunque favorevole ma non in misura tale da determinare un cambiamento repentino della politica monetaria. La Banca Centrale Europea prosegue in un approccio fortemente espansivo, nonostante la riduzione degli acquisti mensili di titoli. Ne deriva una prospettiva di tassi Euribor ancora su livelli contenuti e negativi, a fronte di un aumento dei tassi monetari oltreoceano. Solo una moderata salita è invece attesa per i tassi Eurirs per effetto del buon andamento della crescita economica e del graduale recupero dell'inflazione. Il cambio euro/dollaro sarà solo marginalmente influenzato dalla salita dei tassi americani, con prospettive di medio termine che restano al rialzo. Sul fronte delle commodity le prospettive tutto sommato favorevoli per l'economia dovrebbero sostenere le quotazioni, soprattutto per metalli industriali e agricoli.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca Centrale Europea mantiene una politica monetaria estremamente accomodante, nonostante la riduzione del ritmo di acquisto di titoli di Stato a partire da aprile 2017. Ne deriva uno scenario di tassi Euribor su livelli contenuti e negativi su tutte le principali scadenze. I tassi Eurirs hanno evidenziato un andamento altalenante negli ultimi mesi, pur restando su livelli storicamente contenuti. In prospettiva ci sono margini per un moderato rialzo, sostenuto dal buon andamento, seppur non esaltante, della crescita economica e da un graduale recupero dell'inflazione, che porterà a una riduzione dello stimolo monetario nel 2018.

Sulle scadenze brevi (2-5 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe restare comunque contenuto nell'ordine dello 0,3-0,4% nei prossimi 12 mesi, per effetto della prosecuzione di una politica monetaria espansiva della BCE, anche se in un contesto di risalita dell'inflazione. Un incremento analogo si dovrebbe registrare sulla scadenza decennale e più contenuto (0,25%) su quella trentennale.

Valute

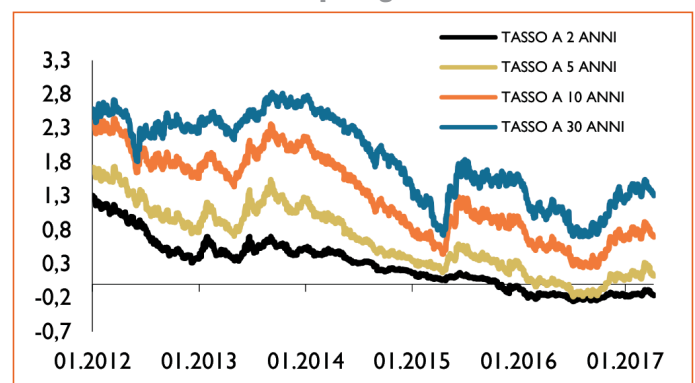
Dollaro in calo contro le principali valute sviluppate ed emergenti da inizio anno. Contro euro il movimento è stato da 1,04 a 1,08. Dopo il rafforzamento seguito all'elezione di Trump, il dollaro è stato "fermato" con interventi verbali proprio dall'amministrazione USA, che non vede di buon grado una valuta troppo forte che può frenare la crescita. Per le valute dei Paesi sviluppati lo scenario di medio termine prevede una sostanziale stabilità, perché nessuna economia è in grado di sopportare valute in costante apprezzamento in questa fase. Per il cambio euro/dollaro vorrebbe dire la conferma del corridoio 1,05-1,15 in cui si muove da due anni.

Materie prime

Il quadro delle quotazioni delle materie prime è supportato dal buon andamento dell'economia mondiale, con il recupero di importanti aree emergenti e la probabile accelerazione dell'economia statunitense. Per il petrolio le due principali incognite da monitorare nei prossimi mesi sono il livello di produzione dell'OPEC e la conseguente reazione dell'offerta non-OPEC ai prezzi. Riteniamo che l'OPEC tenterà di aggiustare la propria produzione con l'obiettivo di ridurre le elevatissime scorte mondiali, ma limitando per quanto possibile l'impatto sui prezzi per contene-

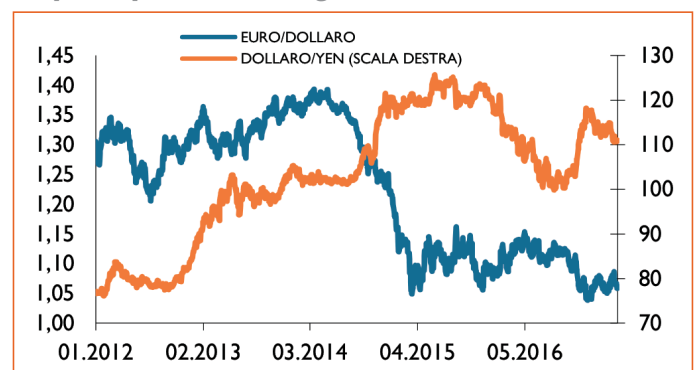
re la crescita della produzione da fonti non convenzionali. Per questo motivo ci attendiamo ancora a lungo prezzi del petrolio in un intervallo predefinito (50-60 dollari al barile). Per i metalli preziosi, nel nostro scenario di base, l'oro dovrebbe beneficiare di un rialzo della domanda di investimento per copertura contro i rischi di inflazione e di un recupero, seppur lento, della domanda sul mercato fisico. Anche i metalli industriali dovrebbero registrare una performance positiva su base annua, grazie a fondamentali di domanda e offerta molto positivi e a uno scenario macroeconomico favorevole. Tuttavia, nel breve periodo temiamo una correzione, una volta che si saranno esaurite le spinte rialziste derivanti da fattori temporanei, quali scioperi, sospensioni delle esportazioni da alcune miniere e proposte di più stringenti regolamentazioni ambientali. Per gli Agricoli, sinora le previsioni di condizioni meteorologiche favorevoli alla produzione mondiale di cereali lasciano presagire che il mercato resterà a lungo ben fornito. Tuttavia, la forza della domanda mondiale potrebbe contribuire a interrompere il trend di rialzo del rapporto fra scorte e consumi, sostenendo le quotazioni.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



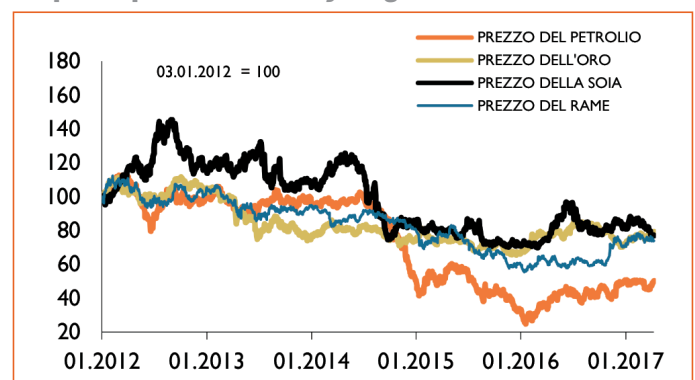
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

Le principali valute negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

Le principali commodity negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

NOTA METODOLOGICA

I rendimenti di medio periodo sono realizzati secondo la metodologia Black-Litterman grazie all'utilizzo di un modello gestito da Eurizon Capital.

L'approccio Black-Litterman (B-L) rappresenta un riferimento metodologico valido, efficace e ampiamente riconosciuto per realizzare le scelte di asset allocation tattica con l'obiettivo di sfruttare i movimenti di più breve periodo delle asset class. Elementi chiave per passare dal portafoglio strategico al tattico sono: le view di mercato di breve periodo, di tipo qualitativo, su cui si è maggiormente fiduciosi (eventualmente anche una sola view) e il controllo del rischio, in quanto si vuole massimizzare il contributo delle view alla performance nel rispetto del profilo di investimento del portafoglio. Nel processo di asset allocation tattica il naturale punto di riferimento è il portafoglio strategico da cui si devia solo se vi sono asset class che si ritiene siano da favorire nel breve periodo. L'approccio B-L consente di implementare tale processo in modo quantitativo combinando statistica bayesiana e teoria classica del portafoglio. Il modello introduce il concetto di rendimenti di equilibrio (prior): sono i rendimenti che fanno del portafoglio strategico il portafoglio ottimo. Tali rendimenti sono ottenuti via reverse optimization: dati i pesi strategici si trovano i rendimenti ottimi. I rendimenti di equilibrio vengono modificati in via quantitativa per incorporare l'informazione aggiuntiva rappresentata dalle view tattiche: la statistica bayesiana consente di ottenere i nuovi rendimenti (posterior) per tutte le asset class consistenti con la struttura di rischio (volatilità e correlazioni). Questo è il cuore dell'approccio B-L. Nel processo si considera tutto il set informativo disponibile: in altre parole anche nel caso di una sola view tutti i rendimenti attesi vengono modificati in modo coerente. Per dare l'intuizione si ha che in caso di view positiva su un'asset class, quelle maggiormente correlate positivamente vedono salire i rendimenti attesi rispetto alla prior e viceversa per quelle correlate negativamente. L'approccio B-L consente di unire i benefici dell'approccio qualitativo nella definizione delle view (ci si può concentrare sulle view forti ed esprimerle in modo qualitativo) con i benefici dell'approccio quantitativo in termini di disciplina, rigore metodologico e utilizzo completo del set informativo (attese di rendimento e di rischio).

AVVERTENZA GENERALE

Il presente documento è stato preparato, approvato e distribuito dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, in particolare da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, e da Eurizon Capital SGR S.p.A., società di gestione del risparmio autorizzata alla prestazione del servizio di gestione collettiva dalla Banca d'Italia.

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

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

Le società del Gruppo Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti e/o le rispettive famiglie possono detenere posizioni lunghe o brevi in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi titolo di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 23.12.2016.

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.

 EURIZON
ASSET MANAGEMENT

 BANCO DI NAPOLI

 CASSA DI RISPARMIO
DEL VENETO

 BANCA
CR FIRENZE 

 CARISBO

 CASSA DI RISPARMIO
DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 CASSA DEI RISPARMI
DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CASSA DI RISPARMIO
DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

INTESA  SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com