

SCENARIO 2018

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 2018

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 17.04.2018

SCENARIO 2° TRIMESTRE 2018: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale è stato migliore delle attese nel 2017, ma nel 1° trimestre i dati hanno mostrato qualche segnale di rallentamento. Ciò nonostante, il 2018 sarà caratterizzato da un mix ancora benigno di crescita e inflazione e non si vedono ancora sviluppi che possano creare a breve termine un rischio di recessione. L'Eurozona ha sorpreso in positivo nel 2017 con una crescita del PIL che ha superato il 2%; nel 2018 il rallentamento sarà modesto. Negli Stati Uniti diventa più probabile uno stimolo fiscale, che potrebbe condurre a una modesta accelerazione della crescita nel 2018-19, compatibilmente con lo stato di piena occupazione già raggiunto sul mercato del lavoro.

Inflazione

La ripresa delle quotazioni petrolifere e la crescita più robusta hanno fatto salire temporaneamente l'inflazione in tutto il mondo, ma la scarsa reattività dei salari al calo della disoccupazione manterrà l'inflazione bassa nei prossimi anni.

Politica monetaria

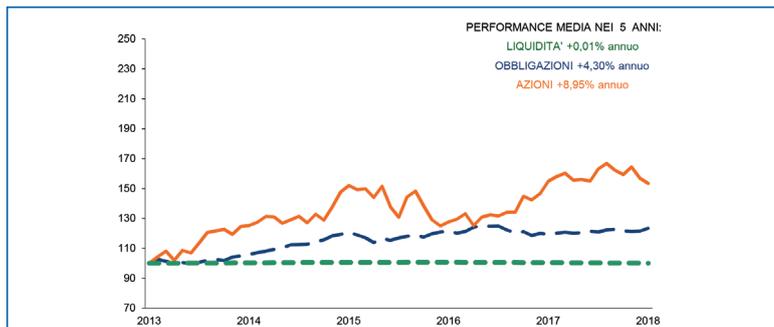
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed continuerà a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi, forse un po' di più di quanto oggi scontato dai mercati. La BCE ha annunciato un nuovo ridimensionamento delle misure espansive a partire da gennaio, ma il rialzo dei tassi ufficiali non arriverà prima del 2019.

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

Seppur in graduale risalita, l'inflazione resta molto contenuta e giustifica un approccio cauto da parte della Banca Centrale Europea nella gestione della politica monetaria. Nonostante l'attesa riduzione degli acquisti di titoli a partire da gennaio 2018 i tassi Euribor restano vicini ai minimi su tutte le principali scadenze. Tale situazione dovrebbe confermarsi per tutto il 2018. I tassi Eurirs hanno cominciato a salire da fine 2017, seppur con un andamento altalenante. In prospettiva dovrebbero registrare ancora una moderata salita.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice marzo 2013=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a marzo 2013. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da marzo 2013 a marzo 2018. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

Monetario

Complice il livello molto contenuto dell'inflazione e la politica monetaria ancora accomodante da parte della Banca Centrale Europea, i tassi a breve europei restano su livelli negativi e appaiono destinati a rimanere sotto zero ancora per diversi mesi. Ne deriva un quadro ancora sfavorevole per il comparto monetario in euro.

Obbligazionario Governativo

Il rialzo dei tassi a lunga scadenza, che si è messo in moto da luglio del 2016, dovrebbe lentamente proseguire. Meno negli USA, dove il percorso di rialzo dei tassi Fed è già ben avviato, più in Eurozona, dove i tassi tedeschi possono salire grazie alla prosecuzione della crescita economica e alla riduzione degli stimoli da parte della BCE. Agli attuali livelli di tasso e spread i titoli italiani potrebbero generare performance inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

Azionario

Il recente ritorno di volatilità appare come una pausa dopo un periodo fortemente positivo e non un'inversione di tendenza. Il contesto di medio termine appare ancora positivo e di supporto per le azioni. La crescita degli utili è stabile e le Banche centrali sono gradualmente nella riduzione dello stimolo monetario. Il recente calo ha fatto parzialmente rientrare l'eccesso valutativo della borsa USA e reso più interessanti Europa, Giappone ed Emergenti.

Valute

Dollaro in stabilizzazione contro la maggior parte delle valute da inizio anno, dopo il forte calo del 2017. All'avvicinarsi del momento in cui la BCE si appresterà ad alzare i tassi di interesse, l'euro potrebbe riprendere a salire. Considerazioni simili valgono per le valute emergenti, le cui economie hanno maggiore spazio di accelerazione rispetto agli USA. Anche nell'ipotesi di un ulteriore calo del dollaro, il ritmo e l'entità sarebbero molto ridotti rispetto al 2017.

Dati e previsioni economiche

	2018 STIME PRECEDENTI	2018 STIME CORRENTI	2019
EUROPA			
Crescita economica	2,0	2,4	1,9
Inflazione	1,4	1,6	1,7
Tasso di interesse*	-0,4	-0,4	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	2,6	2,7	2,8
Inflazione	1,8	2,4	1,8
Tasso di interesse*	2,00-2,25	2,25-2,50	2,75-3,00
Tasso di cambio EUR/USD*	1,15-1,25	1,20-1,30	1,25-1,35

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

A fronte di uno scenario macroeconomico e di un sentiment sui mercati finanziari estremamente positivi, molti fattori hanno contribuito ad alimentare incertezza nel comparto ed è quindi possibile che nel breve periodo prevalga una maggior cautela nell'esposizione finanziaria verso il mondo commodity. Fattori specifici di mercato influenzano i singoli comparti, dipingendo un quadro diversificato ma guidato anche da temi globali come il rischio di una guerra commerciale.

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2018	2017	2012-2016 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,2	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	0,9	0,3	4,7	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1-1,1	Aumento dei tassi di mercato su crescita e inflazione in salita
Obbligazionario Germania	0,0	-1,0	2,5	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 5 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-0,1	-0,2	7,2	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Azionario Europa	-1,0	7,4	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2-5,4	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Italia	4,7	12,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-6,5	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	-0,1 (-2,1 in euro)	16,2 (5,2 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,2 (0,5/3,0 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, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa, corretta per il rischio, rispetto alle altre classi di attività finanziarie.

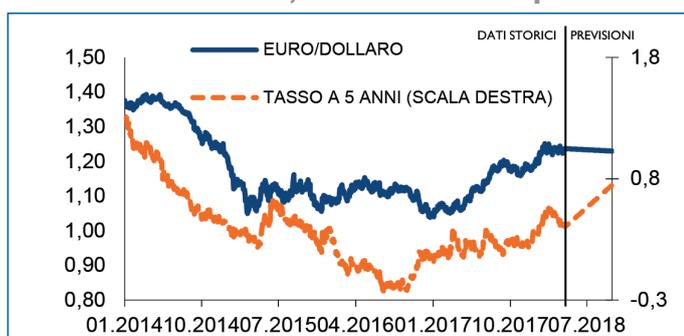
(**) Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,25 nel periodo di riferimento.

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.

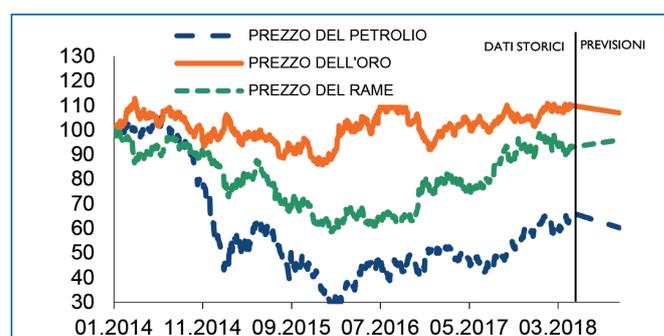
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 10.04.2018, se non diversamente indicato.

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 SETTEMBRE 2018	TENDENZA 2019	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	1,50/1,75	2,25/2,50	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	Stabili nel 2018 e leggermente in salita dal 2019
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,33	-0,25/-0,35	Leggermente in salita	Stabili nel 2018 e leggermente in salita dal 2019
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,15	0,00/0,20	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e una buona crescita economica
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	0,36	0,60/0,80	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e una buona crescita economica
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,95	1,20/1,40	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e una buona crescita economica
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	1,47	1,70/1,90	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e una buona crescita economica
Valute	Euro/Dollaro	1,237	1,20/1,26	Leggermente in salita	Proseguirà la restrizione monetaria USA, ma è già sostanzialmente scontato nella quotazione
	Dollaro/Yen	107,0	112/116	Leggermente in salita	Yen in indebolimento nel breve per effetto di una politica monetaria ancora espansiva
Materie prime*	Prezzo del petrolio	71,6 USD a barile	63/67 USD a barile	Leggermente in salita	Quotazione in altalena ma trend leggermente al rialzo dal 2019
	Prezzo del rame	6877 USD	7000/7200 USD a tonn	Stabile	Le scorte restano elevate, ma anche la domanda mondiale
	Prezzo dell'oro	1347 USD	1260/1360 USD a oncia	Stabile	Assenza di forti pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi nel breve per fasi di avversione al rischio
	Prezzo della Soia	10,57 USD per Bushel	9,7/10,1 USD per Bushel	Stabile	Aumento eccessivo delle quotazioni, ma fondamentali in rafforzamento

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 17.04.2018.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Il 1° trimestre del 2018 è stato caratterizzato ancora da livelli sostenuti delle indagini congiunturali e da una crescita diffusa dell'economia mondiale. Il 2018 dovrebbe però rappresentare l'anno di picco per la crescita globale, e nei prossimi trimestri dovrebbero emergere segnali di rallentamento. Comunque, anche se a ritmi più moderati, questa fase di espansione ha ottime probabilità di estendersi anche al 2019: infatti, non vi sono rischi recessivi legati a eccessi creditizi; inoltre, la restrizione della politica monetaria resta molto graduale e cauta, e le politiche fiscali sono complessivamente neutrali. Le misure protezionistiche del Governo americano sono ancora di portata troppo modesta per minacciare la crescita mondiale, anche se potrebbero peggiorare le prospettive di più lungo termine se continuasse l'escalation degli aumenti di dazi. La tendenza del prezzo del petrolio è stata più forte delle attese, e ha condotto a una modesta revisione al rialzo delle stime di inflazione – che, tuttavia, restano ancora molto basse.

Stati Uniti

Il taglio delle imposte proposto dall'amministrazione Trump sarà attuato dal 2018, con qualche effetto positivo di breve termine sulla crescita. Dopo un 2017 di poco superiore al 2%, la crescita del PIL potrebbe perciò accelerare nel 2018-19. Tuttavia, la piena occupazione rappresenta un limite sempre più stringente alla sostenibilità dell'espansione economica. La Federal Reserve, che è alle prese con un rischio potenziale di surriscaldamento, ma anche pressioni al rialzo sui salari ancora scarse, ha alzato i tassi ufficiali ripetutamente nel 2017 e una volta nel 2018. Malgrado ciò, le condizioni monetarie restano oltremodo accomodanti; riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste (altri 2 rialzi), e pressoché in linea con quanto segnalato dalla Banca centrale, mentre i mercati sono molto più cauti riguardo al 2019-20. La Fed sta riducendo il ritmo degli acquisti nell'ambito della sua politica di reinvestimento dei titoli in scadenza, però senza apprezzabili effetti sulla curva dei tassi.

Eurozona

L'economia dell'Eurozona è cresciuta molto più del previsto nel 2017. Il 2018 è iniziato con dati nel complesso ancora coerenti con una crescita sostenuta, anche se la produzione industriale è calata in gennaio. La ripresa interessa anche la periferia, Italia inclusa. La crescita è trainata sia dalla domanda interna, sia dalle esportazioni, che hanno assorbito molto bene gli effetti dell'euro più forte. Nel 2018 la crescita potrebbe rallentare, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale, ma probabilmente resterà abbastanza sostenuta da far calare ancora la disoccupazione. L'inflazione, destinata a calare temporaneamente nei prossimi mesi, salirà solo modestamente nel prossimo biennio.

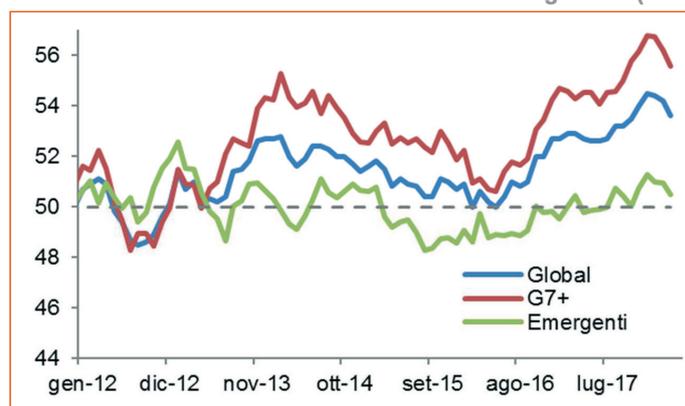
Le elezioni politiche hanno prodotto in Italia ampi spostamenti di flussi elettorali, che rendono più arduo prevedere se sarà mantenuto nei prossimi anni l'orientamento alla diminuzione del deficit pubblico

necessario per conseguire la riduzione del rapporto debito/PIL e quindi un miglioramento del merito di credito. Per ora, comunque, la sensibilità al rischio politico è comunque attenuata dalla bassa esposizione degli investitori esteri, dal programma di acquisto BCE e dal miglioramento dei conti pubblici nel biennio 2017-18 (sebbene ancora insufficiente a produrre un calo del debito, gonfiato dalle misure per la ricapitalizzazione delle banche in crisi).

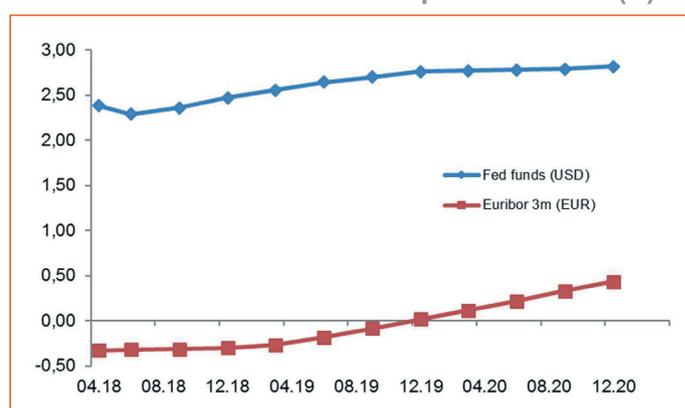
Regno Unito ed UE hanno raggiunto l'intesa per un periodo di transizione dal 31 marzo 2019 al 31 dicembre 2020, durante il quale poco cambierà dal punto di vista degli effetti giuridici. Tuttavia, l'accordo è condizionato alla ratifica integrale da entrambe le parti, che richiederà la soluzione del problema legato al confine irlandese. Gli effetti economici resteranno limitati anche nel 2018.

La BCE ha iniziato la lenta riduzione dello stimolo monetario: il programma di acquisti è stato tagliato a 30 miliardi mensili dal gennaio 2018, e potrebbe quindi terminare a settembre 2018 o poco dopo. Tuttavia, i tassi ufficiali rimarranno probabilmente invariati fino al 2019 inoltrato. I mercati si attendono che i tassi a breve termine tornino positivi entro fine 2019.

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. A destra dati in %. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Markit e Thomson Reuters-Datastream

TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

Nonostante diversi fattori di rischio legati alla crisi siriana e ai dazi al commercio, l'andamento macroeconomico è caratterizzato da una buona crescita economica e inflazione contenuta. Ne consegue una politica monetaria molto cauta da parte della BCE, che comunque è attesa proseguire nella rimozione dello stimolo monetario. I tassi Euribor rimarranno su livelli compressi e negativi per diversi mesi e i tassi Eurirs registreranno solo una moderata risalita. Il cambio euro/dollaro appare destinato a proseguire la salita nel medio termine, sebbene a ritmi più lenti che in passato. Sul fronte delle commodity le prospettive restano mediamente favorevoli per le quotazioni, sostenute dalla buona crescita economica.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

Il livello contenuto dell'inflazione giustifica un atteggiamento molto cauto da parte della Banca Centrale Europea nella rimozione della politica monetaria extra-espansiva, nonostante la riduzione degli acquisti di titoli da gennaio 2018. Ne deriva ancora uno scenario di tassi Euribor su livelli contenuti e negativi su tutte le principali scadenze nei prossimi mesi. I tassi Eurirs hanno registrato una moderata risalita, seppur evidenziando un andamento altalenante. In prospettiva restano margini per un ulteriore moderato rialzo, sostenuto dal buon andamento della crescita economica e da un graduale recupero dell'inflazione, che porterà a un'ulteriore riduzione dello stimolo monetario nel 2018.

Sulle scadenze brevi (2-5 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe essere nell'ordine dello 0,5-0,6% nei prossimi 12 mesi, per effetto della prosecuzione di una buona crescita economica e di graduale risalita dell'inflazione, che giustificherebbero la fine del programma di acquisti di titoli da parte della BCE. Un incremento analogo si dovrebbe registrare sulla scadenza decennale e trentennale.

Valute

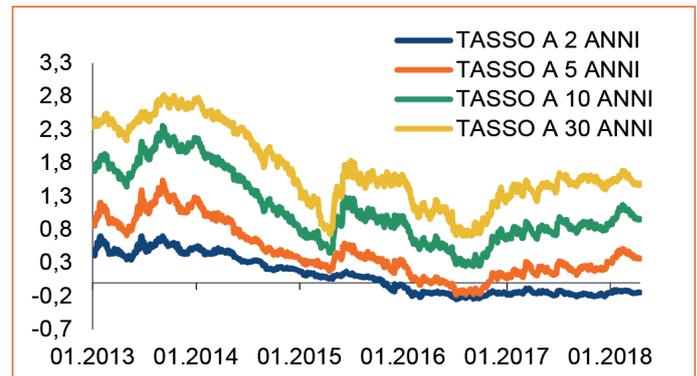
Dollaro in stabilizzazione contro la maggior parte delle valute da inizio anno, dopo il forte calo del 2017. Contro euro la stabilizzazione sta avvenendo sotto 1,25. All'avvicinarsi del momento in cui la BCE ridurrà ulteriormente il QE e si appresterà ad alzare i tassi di interesse, l'euro potrebbe riprendere a salire. Considerazioni simili valgono per le valute emergenti, le cui economie hanno maggior spazio di accelerazione rispetto agli USA. Anche nell'ipotesi di un ulteriore calo del dollaro, il ritmo e l'entità sarebbero molto ridotti rispetto al 2017.

Materie prime

Si conferma per il 2018 uno scenario macroeconomico favorevole al comparto delle materie prime. Per quanto riguarda il petrolio, riteniamo che i rischi sul mercato siano circa bilanciati: pressioni al ribasso legati alla fragilità dei fondamentali e alla rapidissima crescita dell'offerta statunitense potrebbero essere controbilanciati da una forte domanda finanziaria per investimenti in commodity. Per gran parte dei metalli industriali i fondamentali sono molto buoni, grazie ad un ciclo macroeconomico molto favorevole e all'aspettativa di una continua solida espansione della domanda mondiale. Vediamo come principale rischio al ribasso per il comparto l'avvio di una guerra commerciale fra gli Stati Uniti ed i principali partner commerciali, Cina in primis. Nonostante lo scenario macroeconomico sia sfavorevole, l'oro dovrebbe rimanere su livelli relativamente elevati per i rischi politici ed il crescente desiderio di diversificare i portafogli includendo beni rifugio. L'argento potrebbe tornare sotto i riflettori se il rapporto oro-argento rimarrà così vicino ai massimi storici.

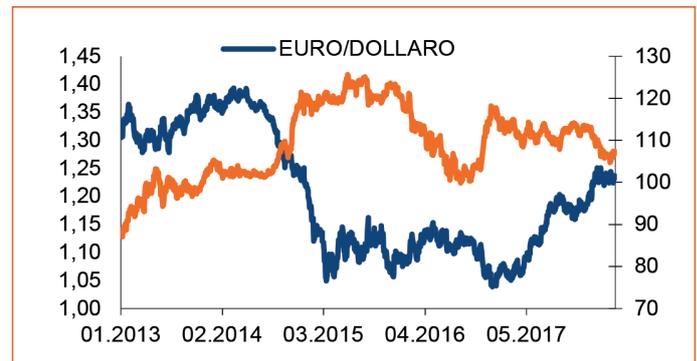
Ci attendiamo performance positive per le quotazioni di gran parte degli agricoli perché la domanda mondiale dovrebbe crescere a ritmi soddisfacenti, mentre i costi di produzione dovrebbero aumentare, incorporando in ritardo il passato rialzo delle quotazioni energetiche.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



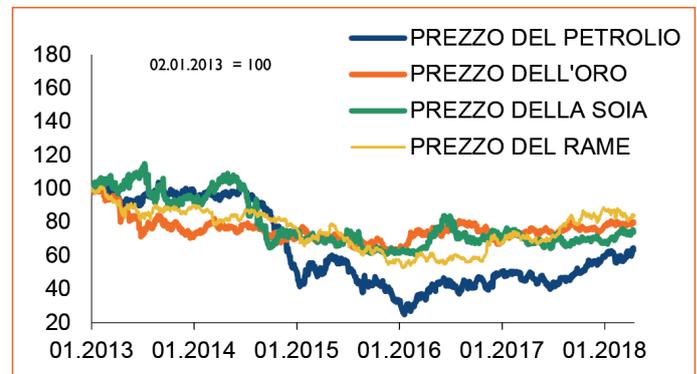
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

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 28/12/2017.

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