

SCENARIO 2018

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 3° 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 3° 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 17.07.2018

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2018: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale è stato migliore delle attese nel 2017, ma nel 1° trimestre 2018 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 lo stimolo fiscale approvato lo scorso anno 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

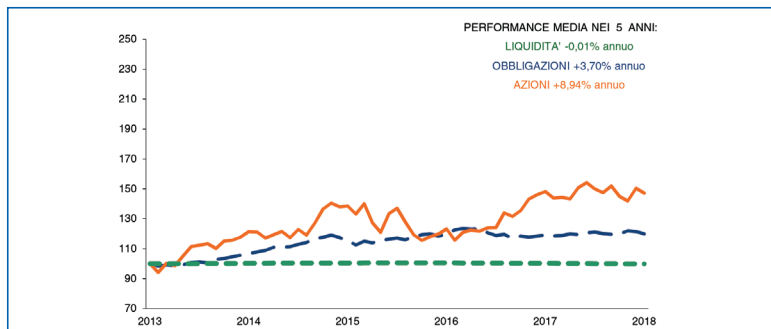
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed continuerà a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi, forse un po' di più di quanto oggi scontato dai mercati. La BCE ha annunciato che a fine anno chiuderà il programma di acquisto di titoli, ma anche che il rialzo dei tassi ufficiali non arriverà prima di settembre 2019.

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca centrale europea ha comunicato la fine degli acquisti netti di titoli a fine 2018, senza determinare particolari scossoni nei mercati. Il segnale di tassi di politica monetaria fermi almeno fino all'estate 2018 e la conferma dei riacquisti dei titoli in scadenza rendono lo scenario dei tassi ancora all'insegna di un aumento solo moderato. I tassi Euribor difficilmente saliranno prima del 2019 mentre i tassi Eurirs dovrebbero incorporare i futuri aumenti già dalla seconda metà del 2018.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

Monetario

Nonostante la prospettiva di chiusura dello stimolo quantitativo da parte della BCE a fine anno, i tassi monetari sono rimasti compressi e negativi sulle principali scadenze. I tassi dei titoli di Stato italiani sono tornati marginalmente positivi sulle scadenze intorno ai 12 mesi, complice l'aumento dei rendimenti a fine maggio, nel periodo di turbolenza legata all'incertezza politica in Italia. I tassi sono destinati a restare su livelli contenuti giustificando ancora un quadro sfavorevole.

Obbligazionario Governativo

Il rialzo dei tassi a lunga scadenza, che si è messo in moto da luglio del 2016, dovrebbe proseguire. Negli USA il percorso appare già a buon punto, mentre dovrebbe accelerare in Eurozona, in anticipo rispetto al rialzo dei tassi BCE previsto per la seconda metà del 2019. Dopo il recente aumento, lo spread Italia-Germania ha spazio per ridursi, ma dato il basso livello dei tassi il potenziale di performance dei titoli governativi appare inferiore rispetto a quello degli ultimi anni.

Azionario

Il rialzo dei tassi USA e i timori di guerra commerciale hanno sospeso il rialzo delle borse dopo i massimi di febbraio. Le prospettive di medio termine appaiono però favorevoli alle azioni in un contesto di crescita economica positiva, senza particolari accelerazioni dell'inflazione, e gradualità nella riduzione dello stimolo monetario. Anche l'ipotesi di una guerra commerciale vera e propria appare meno probabile, rispetto alla conclusione di nuovi accordi di scambio.

Dati e previsioni economiche

	2018 STIME PRECEDENTI	2018 STIME CORRENTI	2019
EUROPA			
Crescita economica	2,4	2,1	1,9
Inflazione	1,6	1,8	1,8
Tasso di interesse*	-0,4	-0,4	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	2,7	3,0	2,6
Inflazione	2,4	2,6	1,9
Tasso di interesse*	2,25-2,50	2,25-2,50	2,75-3,00
Tasso di cambio EUR/USD*	1,20-1,30	1,15-1,20	1,10-1,25

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

Valute

Dollaro in rafforzamento da metà aprile, in linea con la maggior crescita dell'economia USA e con il fatto che la Fed è la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Da qui in avanti il dollaro potrebbe però stabilizzarsi, sia perché si sta avvicinando la svolta delle politiche monetarie fuori dagli USA, sia perché un dollaro troppo forte potrebbe, in ultimo, frenare l'azione della Fed.

Materie Prime

Molti elementi di rischio stanno gravando negativamente sul comparto e smorzano le spinte positive derivanti dai fondamentali di domanda e offerta, nonostante l'appetibilità delle commodity come asset class. Sul greggio i timori di rialzo dell'offerta, sui preziosi le politiche monetarie più restrittive e sui metalli industriali e sugli agricoli 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	0,0	0,3	4,7	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1-0,9	Aumento dei tassi di mercato su crescita e inflazione in salita
Obbligazionario Germania	0,9	-1,0	2,5	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 5 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-2,9	-0,2	7,2	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Azionario Europa	-0,8	7,4	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-5,3	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Italia	0,2	12,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-5,6	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	1,9 (4,0 in euro)	16,2 (5,2 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,4 (0,5/3,2 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.

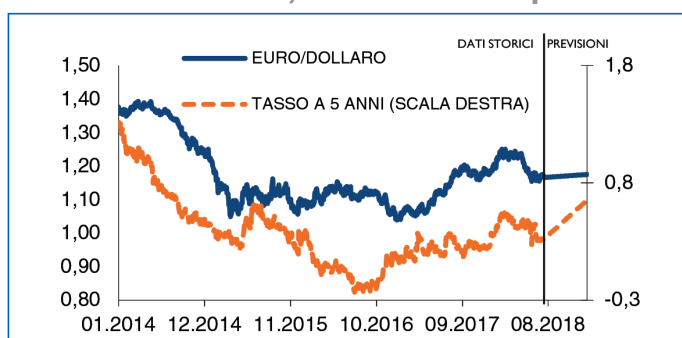
(**) Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,23 nel periodo di riferimento.

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.

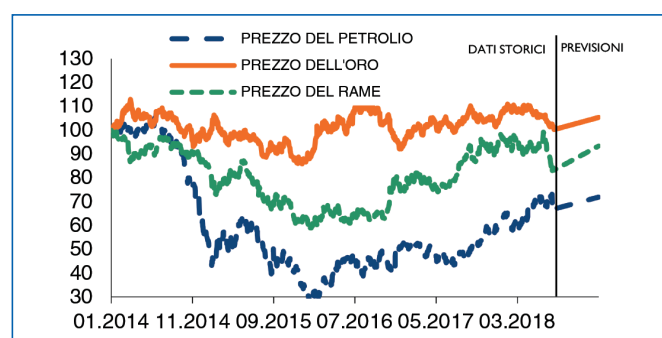
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 25.06.2018, se non diversamente indicato.

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)	1,75/2,0	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	-0,35/-0,45	Leggermente in salita	Stabili nel 2018 e leggermente in salita dal 2019
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,32	-0,25/-0,35	Leggermente in salita	Stabili nel 2018 e leggermente in salita dal 2019
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,17	-0,10/0,10	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)	0,27	0,50/0,70	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)	0,87	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	1,166	1,15/1,20	Leggermente in salita	Proseguirà la restrizione monetaria USA, ma è già sostanzialmente scontato nella quotazione
	Dollaro/Yen	112,9	112/116	Leggermente in salita	Yen in indebolimento nel breve per effetto di una politica monetaria ancora espansiva
Materie prime*	Prezzo del petrolio	72,2 USD a barile	75/80 USD a barile	Leggermente in salita	Quotazione in altalena ma trend leggermente al rialzo dal 2019
	Prezzo del rame	6152 USD	6800/7000 USD a tonn	Stabile	Nonostante la buona domanda mondiale, pesa l'incertezza per i dazi
	Prezzo dell'oro	1227 USD	1270/1310 USD a oncia	Stabile	Assenza di forti pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi nel breve per fasi di avversione al rischio
	Prezzo della Soia	8,55 USD per Bushel	9,6/9,8 USD per Bushel	Stabile	Nonostante la buona domanda mondiale, pesa l'incertezza per i dazi

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 17.07.2018.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Il 1° semestre del 2018 è stato caratterizzato da una crescita diffusa dell'economia mondiale, ma anche da un andamento più contrastato delle indagini congiunturali, in particolare sul continente europeo. Il 2018 dovrebbe rappresentare l'anno di picco per la crescita globale, e nei prossimi trimestri potrebbero emergere nuovi 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 le politiche fiscali sono complessivamente neutrali. Le misure protezionistiche del Governo americano, sebbene di portata troppo modesta per minacciare la crescita mondiale, si stanno gradualmente estendendo, provocando misure di rappresaglia da parte dei Paesi colpiti. In futuro, ciò potrebbe guastare il clima di fiducia delle imprese, frenando gli investimenti. La tendenza del prezzo del petrolio è stata più forte delle attese, e ha condotto a una revisione al rialzo delle stime di inflazione, che tuttavia restano ancora molto basse.

Stati Uniti

Il taglio delle imposte attuato da quest'anno avrà qualche effetto positivo di breve termine sulla crescita. La crescita del PIL potrebbe perciò accelerare nel 2018, toccando il 3%, per poi rallentare dal 2019. 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 con pressioni al rialzo sui salari ancora scarse, ha alzato i tassi ufficiali già due volte nel 2018. Malgrado ciò, le condizioni monetarie restano oltremodo accomodanti; riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste (da 1 a 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.

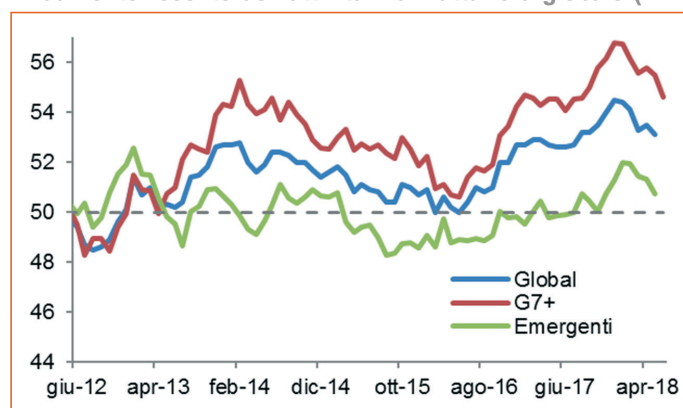
Eurozona

Dopo una fine del 2017 di crescita vigorosa, nel 1° trimestre 2018 l'attività economica è rallentata, in particolare nel comparto manifatturiero. Tale fenomeno dipende in parte da fattori transitori. La crescita è trainata soprattutto dalla domanda interna. Nel 2018 la crescita sarà più bassa rispetto allo scorso anno, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale, e un ulteriore rallentamento è atteso nel 2019. Tuttavia, resterà abbastanza sostenuta da far calare ancora il tasso di disoccupazione, e continuerà a interessare tutta l'area. L'inflazione salirà solo modestamente nel prossimo biennio.

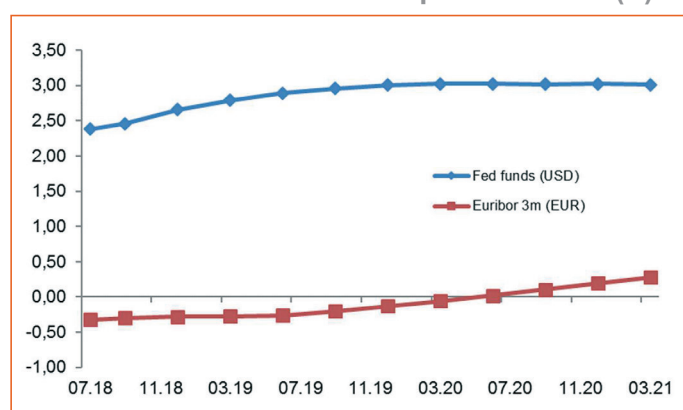
Il nuovo Governo italiano ha confermato l'obiettivo di riduzione del debito, ma soltanto dopo una fase di mercato molto turbolenta, caratterizzata da violenti allargamenti dei premi per il rischio anche sulle scadenze corte del

debito. Gli annunci hanno stabilizzato i differenziali, ma su livelli più alti, ampiamente superiori ai 200pb sulla scadenza decennale. Il mantenimento di un percorso virtuoso dei conti pubblici sarà essenziale per evitare un peggioramento del merito di credito del Paese. La crescita economica italiana quest'anno sarà solo marginalmente inferiore al 2017. La BCE continua la lenta riduzione dello stimolo monetario. Il programma di acquisti, già tagliato a 30 miliardi mensili dal gennaio 2018, terminerà alla fine di quest'anno. Tuttavia, i tassi ufficiali rimarranno invariati fino al settembre 2019, e il differenziale con gli Stati Uniti continuerà ad allargarsi fino a metà 2019. Inoltre, la BCE potrebbe rallentare o interrompere il ritiro delle misure di stimolo, se la situazione economica dell'Eurozona si rivelasse molto peggiore del previsto.

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

La notizia della chiusura del programma di acquisto titoli da parte della BCE a fine anno non ha modificato un quadro di tassi d'interesse ancora contenuti, sia con riferimento agli Euribor che agli Eurirs. La gradualità nella rimozione dello stimolo monetario e le prospettive di rialzo dei tassi BCE abbastanza lontane nel tempo (non prima della seconda metà del 2019), rendono lo scenario dei tassi di mercato ancora all'insegna di un aumento solo graduale. 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 stabilizzarsi, dopo aver toccato i livelli minimi dell'anno a fine maggio. Sul fronte delle commodity, se si esclude il petrolio, si registra un'inversione di tendenza rispetto alla buona partenza a inizio anno.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

La chiusura del programma di acquisto titoli della BCE a fine anno non modifica un quadro all'insegna di tassi contenuti in area euro, con gli Euribor sulle principali scadenze attesi ancora negativi per diversi mesi. Solo in vista del primo rialzo del tasso Refi, nella seconda metà del 2019, ci sarà un più significativo aumento dei tassi monetari. I tassi Eurirs sono tornati vicini ai minimi dell'anno ma le prospettive restano quelle di una graduale risalita come conseguenza della conferma della crescita e di un'inflazione più alta. Inoltre, i tassi di mercato sconteranno anticipatamente i futuri rialzi del tasso Refi da parte della BCE. Sulle scadenze brevi (2-5 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe essere nell'ordine dello 0,2-0,3% nei prossimi 6 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 trentennale mentre il decennale dovrebbe mostrare un aumento più significativo (0,4-0,5%).

Valute

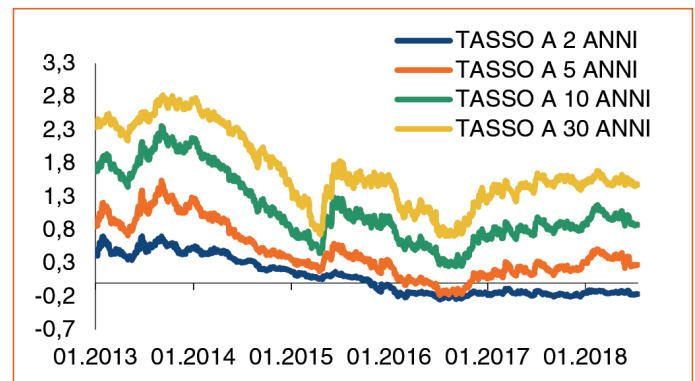
Dollaro in rafforzamento contro la maggior parte delle valute da metà aprile, interrompendo così un calo in atto da inizio 2017. Contro euro il dollaro è tornato a 1,15 dopo aver toccato 1,25. Il recupero del dollaro registra la maggior crescita dell'economia USA e il fatto che la Fed sia la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Da qui in avanti il dollaro potrebbe però stabilizzarsi, sia perché si sta avvicinando la svolta delle politiche monetarie fuori dagli USA, sia perché un dollaro troppo forte potrebbe, in ultimo, frenare l'azione della Fed.

Materie prime

Molti elementi di rischio stanno gravando negativamente sul comparto e smorzano le spinte positive derivanti dai fondamentali di domanda e offerta, nonostante l'appetibilità delle commodity come asset class. Nel lungo periodo, è probabile che le quotazioni del greggio sorprendano al rialzo grazie alla resilienza della crescita della domanda mondiale e a possibili rallentamenti della crescita dell'offerta non-OPEC. Tuttavia, nei mesi estivi le quotazioni dovrebbero rimanere in altalena a causa della preoccupazione che il promesso aumento di produzione da parte dell'OPEC vada oltre quanto stimato necessario per bilanciare i mercati. Il rischio di una guerra commerciale fra gli Stati Uniti e i principali partner commerciali, Cina in primis, e il

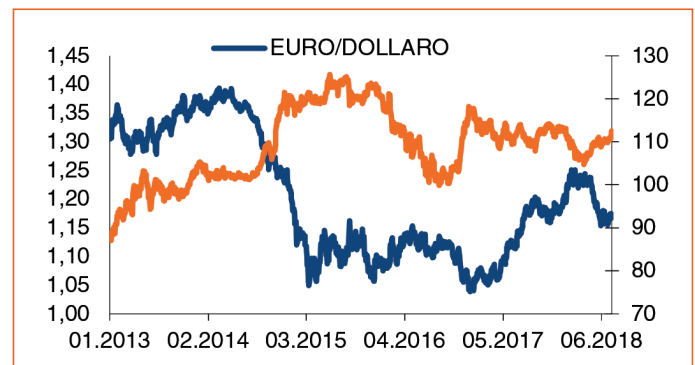
forte dollaro stanno esercitando importanti pressioni al ribasso sui prezzi dei metalli industriali. Nel breve periodo, questi due fattori potrebbero più che compensare gli spunti positivi legati ai fondamentali complessivamente solidi e alle basse scorte. Nel breve periodo, ci attendiamo quotazioni complessivamente stabili per oro e argento: le politiche monetarie più restrittive scoraggiano la domanda per investimento, nei paesi emergenti la domanda di gioielleria è frenata da difficoltà interne o rischi di guerre commerciali, ma le tensioni geopolitiche continuano a garantire un importante supporto. Dopo anni di mercati molto ben forniti, finalmente i principali cereali potrebbero registrare un deficit nella stagione 2018-19. Tuttavia, le quotazioni stentano ad incorporare questo atteso rafforzamento dei fondamentali a causa del rischio di una guerra commerciale che danneggi le esportazioni americane, creando un eccessivo accumulo di scorte sul mercato domestico.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



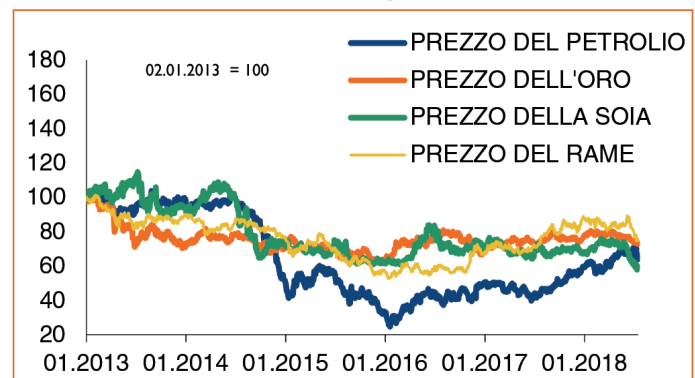
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

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 30/04/2018.

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

 BANCAPULIA

 CASSA DI RISPARMIO
DEL VENETO

 CASSA DI RISPARMIO
DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 BANCA
CR FIRENZE 

 CASSA DEI RISPARMI
DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CARISBO

 CASSA DI RISPARMIO
DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

INTESA  SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com