

SCENARIO 2019

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 1° 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 1° TRIMESTRE 2019

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 19.12.2018

SCENARIO 1° TRIMESTRE 2019: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale mostra segnali di rallentamento. Se gli Stati Uniti continuano a crescere a ritmi ancora sostenuti, l'Europa e la Cina risentono del minor vigore del commercio internazionale. Ne deriverà una minore crescita nel 2019.

Inflazione

La dinamica dei prezzi resta sostanzialmente sotto controllo, nonostante qualche pressione sui salari in alcuni Paesi anche in area euro. Il 2019 vedrà una moderata accelerazione dei prezzi ma non una preoccupante risalita dell'inflazione globale.

Politica monetaria

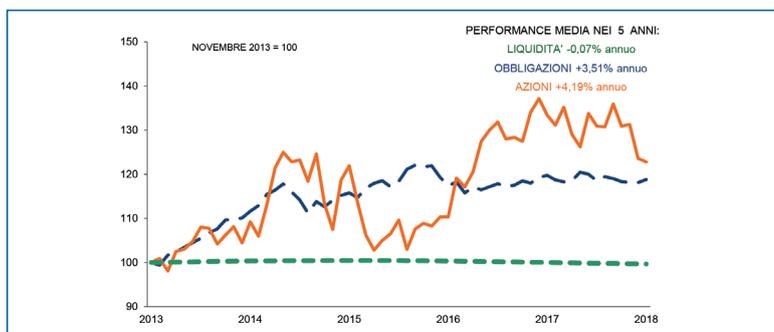
Le Banche centrali dei Paesi avanzati sono attente a valutare i segnali di rallentamento ciclico per modulare il grado di restrizione monetaria necessario. La Fed proseguirà con cautela gli aumenti dei tassi, mentre la BCE avvierà il rialzo dopo l'estate 2019.

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La chiusura del programma di acquisti netti di titoli da parte della BCE non modifica un quadro di tassi Euribor particolarmente contenuti e ancora negativi per diversi mesi. Solo nella seconda metà dell'anno, la prospettiva di aumento dei tassi BCE è attesa giustificare una risalita più significativa. I tassi Eurirs dovrebbero riprendere a salire moderatamente, in linea con l'aspettativa di rialzo dei tassi e a fronte di una sostanziale tenuta della crescita economica.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

Monetario

La fine degli acquisti netti di titoli da parte della BCE a gennaio 2019 rappresenta un passo importante nel percorso di normalizzazione della politica monetaria europea. Ciononostante, i segnali di rallentamento dell'attività economica suggeriscono prudenza all'Istituto monetario europeo nell'avviare i rialzi dei tassi d'interesse, che restano a livelli negativi. I tassi monetari in euro sono quindi destinati a mantenersi su livelli contenuti, giustificando ancora un quadro sfavorevole. Fanno eccezione i tassi sui BOT che rimangono su livelli mediamente più elevati.

Obbligazionario Governativo

Tassi in rialzo negli USA, soprattutto quelli a breve, e in leggero calo in Germania nel corso del 2018. Agli attuali livelli i tassi governativi USA appaiono interessanti, ma per un investitore europeo comportano il rischio legato alla volatilità del dollaro. I tassi del Bund sono invece poco interessanti e a rischio di risalita. Dopo l'allargamento degli spread, i titoli italiani sono più attraenti, ma rimangono soggetti alla volatilità di natura politica.

Azionario

I fondamentali economici e la redditività delle imprese rimangono di supporto per le azioni. E' però essenziale, e probabile, che da qui in avanti la Federal Reserve e l'Amministrazione USA modulino le proprie azioni in modo da evitare ulteriori turbolenze che potrebbero indebolire la ripresa economica globale. In questo caso la borsa americana potrà riprendere un movimento verso l'alto, e le altre potranno recuperare parte del ritardo accumulato rispetto agli USA.

Dati e previsioni economiche

	2019 STIME PRECEDENTI	2019 STIME CORRENTI	2020
EUROPA			
Crescita economica	1,7	1,5	1,4
Inflazione	1,9	1,7	1,8
Tasso di interesse*	0,0	0,0	0,25
STATI UNITI			
Crescita economica	2,6	2,5	1,9
Inflazione	1,8	1,7	1,2
Tasso di interesse*	3,00-3,25	2,75-3,25	2,50-2,75
Tasso di cambio EUR/USD*	1,10-1,25	1,10-1,25	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 contro la maggior parte delle valute nel 2018. In prospettiva 2019 il rialzo della divisa americana potrebbe rallentare, o parzialmente invertirsi, se la Federal Reserve rallenterà il passo di rialzo dei tassi in modo da evitare una eccessiva decelerazione dell'economia. In questo caso, il possibile rialzo dell'euro sarebbe probabilmente contrastato da un atteggiamento della BCE a sua volta cauto, mentre le valute emergenti potrebbero avere maggiore spazio di recupero.

Materie Prime

Nel nostro scenario, i rischi politici diminuiranno nel 2019 e i prezzi delle materie prime alla fine saranno guidati dai fondamentali, che assumeranno un ruolo di primo piano. Gli investitori scopriranno rapidamente che la maggior parte dei mercati delle materie prime è molto sottile e i prezzi subiranno un conseguente aumento.

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	-0,2	-0,2	0,3	Sfavorevole	Sfavorevole	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	0,6	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	1,7	-1,0	2,5	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 5 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-1,9	-0,2	7,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Titoli italiani più interessanti dopo l'aumento dei rendimenti
Azionario Europa	-6,4	7,4	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-4,9	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Italia	-7,7	12,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-5,6	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	-0,7 (3,9 in euro)	16,2 (5,2 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-4,5 (0,1/2,8 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da valutazioni meno favorevoli

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

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

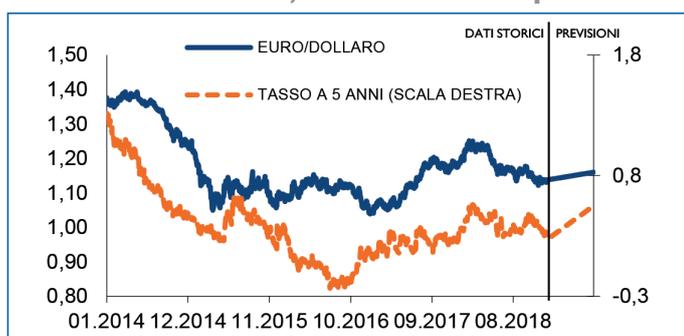
**Il rendimento netto atteso di medio periodo si riferisce a un orizzonte di 5 anni a partire dall'anno in corso. Per i mercati in valuta diversa dall'euro è stato ipotizzato un tasso di cambio medio EUR/USD pari a 1,23 nel periodo di riferimento.

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.

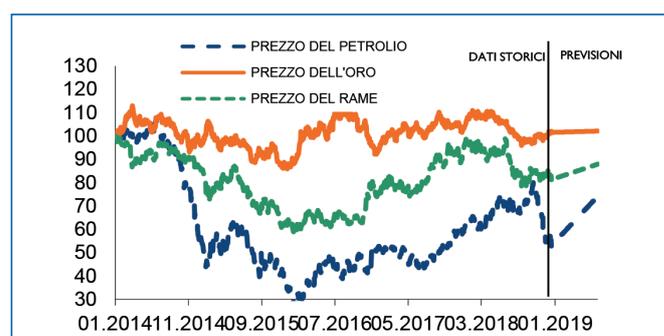
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 14.12.2018, se non diversamente indicato.

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 MARZO 2019	TENDENZA 2019	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	2,25/2,50	2,75/3,25	Leggermente in salita	Graduale rialzo dei tassi
	Tasso di rifinanziamento BCE	-0,40	-0,40	Leggermente in salita	Tassi a livelli minimi, rimozione delle politiche non convenzionali
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,37	0,00/0,20	Leggermente in salita	Leggermente in salita nel 2019 per effetto della rimozione dello stimolo monetario
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,31	0,00/0,20	Leggermente in salita	Leggermente in salita nel 2019 per effetto della rimozione dello stimolo monetario
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,15	-0,10/0,10	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	0,22	0,40/0,60	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,83	1,15/1,35	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
Valute	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	1,39	1,60/1,80	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
	Euro/Dollaro	1,138	1,15/1,17	Leggermente in salita	Proseguirà la restrizione monetaria USA, ma è già sostanzialmente scontato nella quotazione
Materie prime*	Dollaro/Yen	112,5	112/116	Leggermente in salita	Yen in indebolimento nel breve per effetto di una politica monetaria ancora espansiva
	Prezzo del petrolio	55,8 USD a barile	78/82 USD a barile	Leggermente in salita	Quotazione in altalena ma trend leggermente al rialzo dal 2019
	Prezzo del rame	6015 USD	6400/6600 USD a tonn.	Leggermente in salita	Incertezza per i dazi ma fondamentali ancora buoni
	Prezzo dell'oro	1243 USD	1225/1275 USD a oncia	Leggermente in salita	Assenza di forti pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi nel breve per fasi di avversione al rischio
	Prezzo della Soia	9,13 USD per Bushel	8,8/9,2 USD per Bushel	Leggermente in discesa	I fondamentali esercitano un'azione negativa sui prezzi, grazie a scorte elevate

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 19.12.2018.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

L'economia mondiale dà segnali di rallentamento soprattutto in area euro e in Cina. L'entità della minor crescita non è tuttavia preoccupante ed è principalmente il frutto di una minore vivacità del commercio internazionale, complice anche la politica doganale dell'Amministrazione Trump. Le Banche centrali prenderanno atto di una congiuntura meno solida e moduleranno di conseguenza le scelte di politica monetaria. L'inflazione non desta particolari preoccupazioni, anche se sono evidenti alcuni focolai di pressione salariale.

Stati Uniti

L'economia americana chiude il 2018 con la crescita vicina al 3% a/a e con l'inflazione intorno al 2%. L'accelerazione della crescita registrata nel 2018 rispetto ai ritmi degli anni precedenti (in media al 2,2%) è in gran parte dovuta allo stimolo fiscale – calo delle imposte e aumento della spesa – in un contesto di politica monetaria e condizioni finanziarie espansive. Con la riduzione del contributo della politica fiscale, il passaggio della politica monetaria a una stance neutrale e il freno dei dazi, prende ora avvio una fase di rallentamento che dovrebbe portare la crescita al potenziale nel 2019 e sotto il potenziale nel 2020. La previsione è di graduale scivolamento della crescita trimestrale, a seguito della quale la dinamica annua del PIL dovrebbe scendere dal 2,9% nel 2018, al 2,5% nel 2019 e all'1,9% nel 2020.

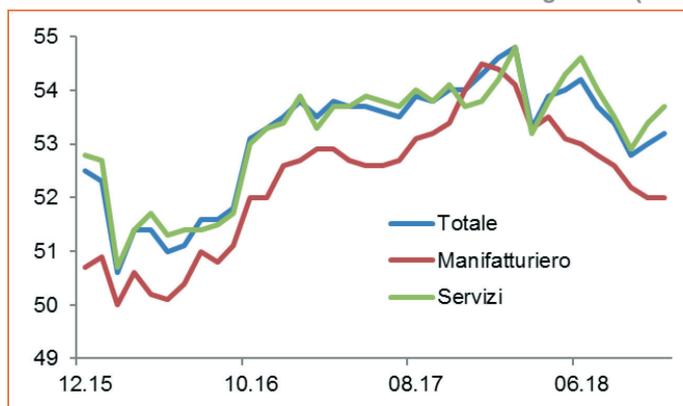
Il 2019 sarà un anno di transizione per le politiche economiche, da una fase espansiva a una neutrale e, potenzialmente, restrittiva. L'evoluzione del ciclo nel 2019-20 dipenderà dalle decisioni sui tassi, da un lato, e da quelle sulla spesa pubblica e sui dazi, dall'altro. Per ora, la previsione è che la Fed si muova con grande cautela, portando probabilmente i tassi alla neutralità nel corso dell'anno, con due rialzi, soggetti all'evoluzione dei dati. Dal lato della politica fiscale, a legislazione invariata, lo stimolo della spesa dovrebbe ridursi e sparire bruscamente da ottobre 2019. Anche la politica commerciale, ora in fase di stand-by con l'apertura dei negoziati con la Cina, è in un limbo. La restrizione dovuta ai dazi potrebbe ridursi se l'Amministrazione scegliesse una strada più conciliante nel 2019.

Eurozona

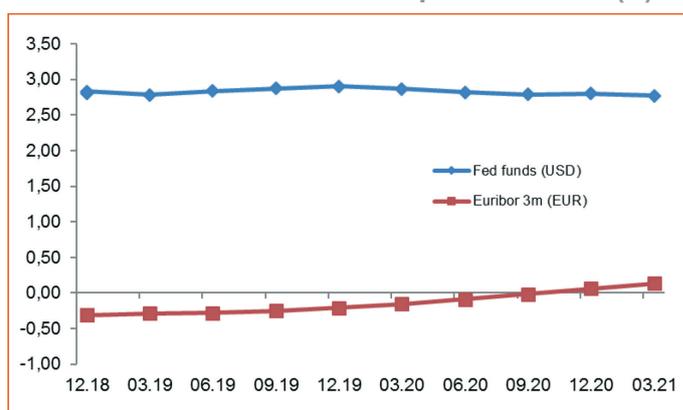
Il 2019 sarà un anno di svolte nella zona euro: svolta del ciclo con la fine della fase di espansione, ritorno della crescita al trend e aumento più deciso dell'inflazione core da metà anno; svolta dei tassi con il primo rialzo del tasso sui depositi. Inoltre, alla fine di quest'anno le istituzioni europee avranno cambiato volto, con il rinnovo del Parlamento europeo (il 23-26 maggio) e della Commissione UE e con la scadenza del mandato di Praet e Coeurè - e soprattutto di Draghi - a fine ottobre.

I dati dell'Eurozona continuano a sorprendere verso il basso. E' evidente che il picco di questo ciclo espansivo sia passato ormai da un po' e che la crescita del PIL stia tornando al trend più velocemente rispetto alle attese, per effetto di un mix di fattori transitori e strutturali. Abbiamo quindi tagliato le stime di crescita per il 2019 di due decimi all'1,5% che, secondo le stime ultime della BCE (v. il Bollettino economico di novembre), dovrebbe corrispondere al potenziale. Per il 2020, ci aspettiamo un'ulteriore perdita di impulso verso l'1,4%. Se la fase di espansione sembra volgere al termine, non prevediamo peraltro a breve una battuta d'arresto dell'economia dell'area euro, dal momento che i fondamentali per la domanda interna restano di ampio supporto.

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



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



Nota: PMI JPMorgan = indice dei responsabili degli acquisti. A destra dati in %.
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream

TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

La chiusura a fine anno del programma di acquisti netti di titoli da parte della BCE non modifica un quadro di tassi contenuti anche se in moderata salita. Per i tassi Eurirs saranno soprattutto le scadenze medio-lunghe a incorporare l'inversione della politica monetaria, registrando rialzi più consistenti. Il dollaro dovrebbe essere penalizzato da uno scenario di aumenti meno intensi dei tassi USA, a fronte dell'approssimarsi del primo rialzo BCE. Il 2019 dovrebbe risultare sorprendentemente positivo per le commodities, grazie a "fondamentali" favorevoli e a un contesto geopolitico di maggior supporto.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

L'interruzione degli acquisti netti di titoli da parte della BCE da inizio 2019 non modifica il quadro dei tassi monetari che restano ancora negativi su tutte le principali scadenze. In prospettiva il livello dei tassi Euribor dovrebbe rimanere molto contenuto e in rialzo più significativo solo nella seconda metà del 2019, per incorporare i primi rialzi dei tassi da parte della BCE. I tassi Eurirs sono attesi in moderata salita nei prossimi mesi, riflettendo una sostanziale tenuta della crescita economica e un modesto rialzo dell'inflazione.

Sulle scadenze brevi (2 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe essere nell'ordine dello 0,2% nei prossimi 12 mesi. Un incremento più significativo si dovrebbe registrare sulle scadenze oltre i 10 anni, con aumenti che nei prossimi 12 mesi dovrebbero essere nell'ordine dello 0,6-0,7%.

Valute

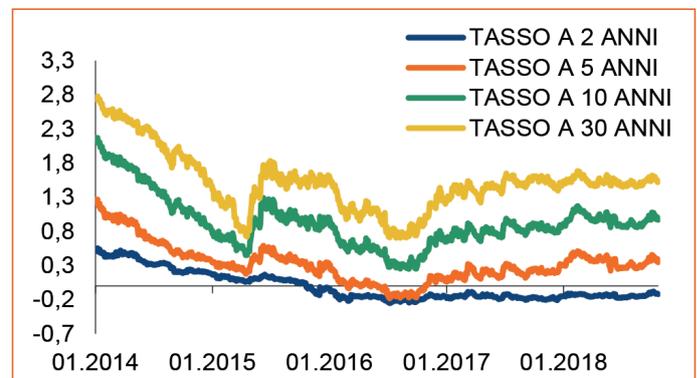
Dollaro in rafforzamento contro la maggior parte delle valute nel 2018. Il recupero del dollaro ha rispecchiato la maggior crescita dell'economia USA e il fatto che la Fed sia la sola Banca centrale ad alzare i tassi. In prospettiva 2019 il dollaro dovrebbe frenare, o parzialmente invertire la tendenza al rialzo se, come appare probabile, la Federal Reserve rallenterà il passo di incremento dei tassi in modo da evitare un eccessivo rallentamento dell'economia. In questo caso, il recupero dell'euro sarebbe probabilmente piuttosto contenuto perché contrastato da un atteggiamento della BCE a sua volta cauto. Maggiore spazio di recupero, in un caso di Fed accomodante, lo potrebbero avere le valute emergenti, molto penalizzate dal rialzo dei tassi USA nel 2018.

Materie prime

Un quadro apparentemente negativo per i prezzi delle commodity, alla luce del rallentamento dell'economia mondiale, potrebbe rivelare sorprese al rialzo delle quotazioni, sia per motivazioni "fondamentali" dei singoli comparti che per motivi geopolitici. I Paesi OPEC e gli alleati non-OPEC (la cosiddetta OPEC+) hanno intensificato la loro collaborazione e si sono impegnati ad agire per proteggere l'equilibrio di mercato il prossimo anno. Se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di compliance si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019 e sarà esposto a interruzioni inattese dell'offerta. A nostro avviso, nei prossimi mesi il dollaro americano resterà la principale variabile di influenza dei prezzi di oro e argento. Infatti, un biglietto verde più forte del previsto avrebbe un impatto negativo sui prezzi e pro-

tabilmente prevarrebbe sui fondamentali, altrimenti positivi. Il comparto dei metalli industriali beneficia dei fondamentali più solidi nell'universo delle materie prime. La maggior parte dei metalli dovrebbe registrare un deficit sia nel 2018 che nel 2019; le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria e negli ultimi anni gli investimenti sono stati scarsi. Secondo le nostre analisi, i prezzi dovrebbero aumentare nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario. Come per la maggior parte delle materie prime, nel comparto degli agricoli ci attendiamo un'attenuazione dei rischi politici e commerciali, che consentirà al mercato di tornare a concentrarsi sui fondamentali. Nei prossimi mesi, i prezzi di tutti i cereali saranno influenzati soprattutto dai rischi meteorologici.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



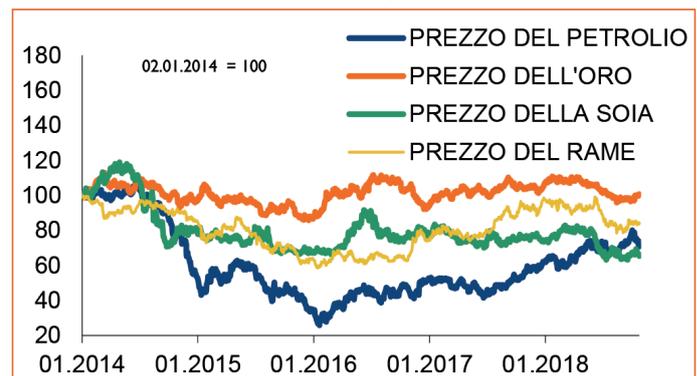
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

Le principali valute negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

Le principali commodity negli ultimi 5 anni



Fonte: Bloomberg.

NOTA METODOLOGICA

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

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

AVVERTENZA GENERALE

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza trimestrale. Il precedente report è stato distribuito in data 06/11/2018.

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

 **BANCA**
CR FIRENZE 

 **CARISBO**

 **BANCAPULIA**

 **CASSA di RISPARMIO**
di PISTOIA e DELLA LUCCHESIA

INTESA  **SANPAOLO**

www.intesasanpaolo.com