SCENARIO 2019

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 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 31.07.2019

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2019: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La fase di rallentamento iniziata nel 2018 non è ancora esaurita. L'aumento dei volumi di commercio mondiale si è arrestato, e l'attività manifatturiera è debole. La crescita media annua di PIL e commercio mondiale sarà più bassa nel 2019 che lo scorso anno. Una riaccelerazione è prevista nel corso dell'anno, ma l'incertezza resta elevata.

Inflazione

La dinamica dei prezzi è modesta, nonostante qualche pressione sui salari in alcuni Paesi, anche in area euro.

Politica monetaria

Le Banche centrali dei Paesi avanzati hanno reagito al rallentamento annunciando nuove misure di stimolo. La Banca del Giappone continua la sua politica di acquisto di titoli.

MERCATI

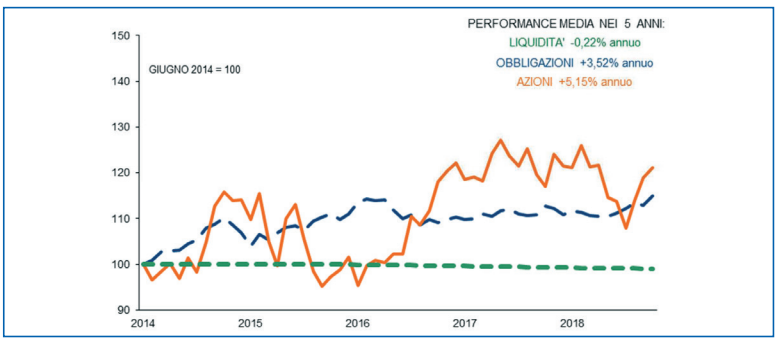
Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La BCE prepara il terreno per un'azione concreta di stimolo monetario, confermando un quadro di tassi contenuti e che potrebbe risultare ancor più negativo nei prossimi mesi. I tassi Euribor, che avevano già scontato tale scenario, resteranno su livelli da minimi storici nei prossimi trimestri. Anche i tassi Eurirs raggiungono nuovi minimi storici, spinti al ribasso dalle prospettive di stimolo BCE, ma nel medio termine sono attesi recuperare per effetto di un miglioramento atteso nel quadro economico e di inflazione.

Monetario

I segnali provenienti dai Banchieri centrali europei puntano a un intervento imminente nella direzione di una politica monetaria più espansiva. Le condizioni economiche restano deboli e l'inflazione ancora contenuta. La BCE ha chiaramente prospettato una possibile riapertura del programma di acquisto di titoli o una riduzione dei tassi di riferimento. In tale contesto il comparto monetario mantiene una prospettiva sfavorevole, nonostante l'inflazione attesa comunque contenuta.

Lo scenario dei mercati e le *performance* storiche



Nota: Base Numero Indice giugno 2014=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a giugno 2014. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da giugno 2014 a giugno 2019. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

Obbligazionario Governativo

Tassi governativi in calo generalizzato per tutta la prima metà del 2019. Agli attuali livelli i tassi governativi USA risultano ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito e appaiono piuttosto interessanti, ma per un investitore europeo comportano il rischio legato alla volatilità del dollaro. I tassi dei Bund sono negativi fino alla scadenza 18 anni e appaiono poco appetibili. Per quanto riguarda i titoli italiani, lo spread rimane elevato soprattutto sulle scadenze lunghe, che risultano quindi interessanti, ma esposte al rischio di volatilità di natura politica.

Azionario

Prima metà 2019 molto positiva per i mercati azionari, fatta eccezione per la volatilità di maggio a causa del riaprirsi delle tensioni USA-Cina sul commercio. La ripresa del dialogo e l'attesa di tagli dei tassi da parte di Fed e BCE hanno poi calmato i mercati. Per il prosieguo dell'anno se, come appare probabile, i dati macro si stabilizzeranno a livello globale, il recupero dei mercati azionari potrà proseguire, eventualmente a un ritmo meno rapido rispetto alla prima parte dell'anno. Il movimento dovrebbe essere ancora guidato dalla borsa USA. In un contesto di stabilizzazione macroeconomica le altre aree potrebbero però eguagliare le performance degli USA, se non addirittura migliorarle.

Dati e previsioni economiche

	2019 STIME PRECEDENTI	2019 STIME CORRENTI	2020
EUROPA			
Crescita economica	1,2	1,1	1,3
Inflazione	1,4	1,3	1,2
Tasso di interesse*	0,0	0,0	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	2,4	2,5	1,7
Inflazione	1,5	1,7	1,9
Tasso di interesse*	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-2,00
Tasso di cambio EUR/USD*	1,10-1,20	1,10-1,20	1,15-1,25

Nota: * Tassi di fine periodo. Tasso di rifinanziamento 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 stabilizzazione contro le altre valute in aggregato, dopo un 2018 in rafforzamento. Il dollaro forte era stato uno dei motivi di preoccupazione per i mercati e la sua stabilizzazione è ingrediente essenziale per mantenere bassa la volatilità generale dei mercati finanziari. Le decisioni della BCE, persino più cauta della Fed, hanno finora mantenuto debole l'euro, che potrebbe recuperare gradualmente nei prossimi mesi se la probabile stabilizzazione della crescita globale porterà beneficio anche all'economia dell'Eurozona.

Materie Prime

L'ottimismo sulle prospettive del comparto si è affievolito: le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono interrotte bruscamente e poi hanno avuto alti e bassi. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. Si delinea ora per i prezzi delle materie prime uno scenario di base più complicato: escludiamo possibili miglioramenti a breve termine della disputa tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le tensioni commerciali siano destinate a rimanere una caratteristica strutturale del mercato. Tuttavia, restiamo ottimisti sulle prospettive di accordo nel medio termine.

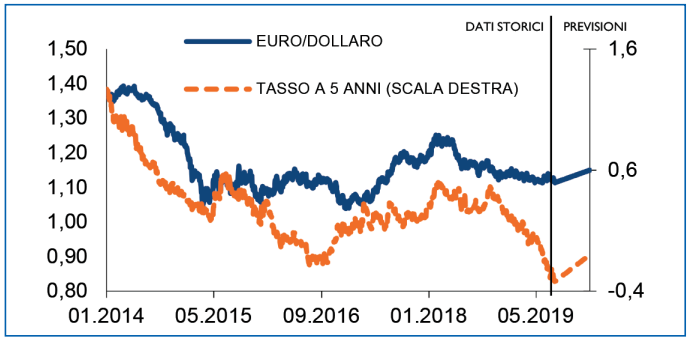
Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2019	2018	2013-2017 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,2	0,0	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0/0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	4,7	0,7	3,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2/0,5	Tassi molto compressi che già scontano rallentamento economico e decisioni BCE
Obbligazionario Germania	2,8	1,7	1,6	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 18 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	6,0	-1,1	4,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	ND	Titoli italiani più interessanti soprattutto sulle scedenze lunghe
Azionario Europa	15,0	-8,3	7,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5/4,0	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Italia	18,6	-9,8	7,0	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/4,7	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Stati Uniti	16,0 (17,3 in euro)	-3,2 (0,3 in euro)	11,7 (13,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5/4,3 (0,3/3,1 in euro)	Valutazioni un po' tirate, ma ancora interessanti in contesto di prosecuzione del ciclo economico

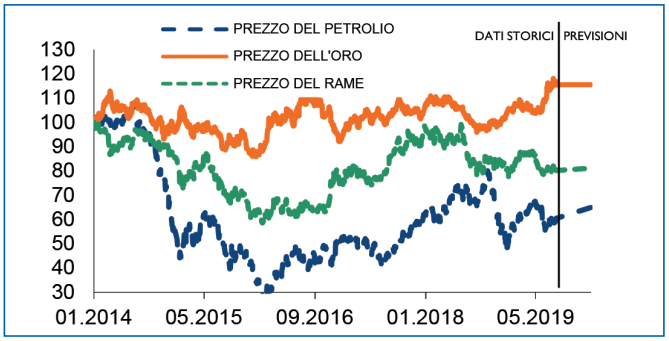
Nota: i rendimenti netti sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; ND=non disponibile.
* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 24 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 1,19 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 15.07.2019, 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 2019	TENDENZA 2020	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	2,25/2,50	1,75/2,00	Leggermente in discesa	Graduale e contenuta riduzione dei tassi
	Tasso di sconto BCE	-0,40	-0,40	Stabile	Tassi a livelli minimi, possibili azioni monetarie alternative espansive
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,39	-0,35/-0,40	Stabile	Leggermente in salita nel 2020 per effetto della rimozione dello stimolo monetario
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,37	-0,30/-0,35	Stabile	Leggermente in salita nel 2020 per effetto della rimozione dello stimolo monetario
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,45	-0,20/0,00	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)	-0,34	-0,10/0,00	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)	0,01	0,05/0,25	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	0,53	0,65/0,85	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per la graduale ripresa dell'inflazione e la tenuta della crescita economica
Valute	Euro/Dollaro	1,1076	1,10/1,20	Leggermente in salita	Le politiche monetarie saranno a favore dell'euro nel 2020
	Dollaro/Yen	108,78	106/110	Stabile	Yen sostanzialmente stabile in un contesto di relativa debolezza del dollaro e politica monetaria ancora espansiva in Giappone
Materie prime*	Prezzo del petrolio	65,05 USD a barile	68/72 USD a barile	Leggermente in salita	Quotazione in altalena ma trend leggermente al rialzo dal 2019
	Prezzo del rame	5927 USD	5900/6100 USD a tonn.	Leggermente in salita	Incertezza per i dazi ma fondamentali ancora buoni
	Prezzo dell'oro	1414 USD	1400/1430 USD a oncia	Stabile	Assenza di forti pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi nel breve per fasi di avversione al rischio e politiche monetarie espansive
	Prezzo della Soia	8,81 USD per Bushel	8,8/9,0 USD per Bushel	Leggermente in salita	Condizioni favorevoli nel rapporto domanda/offerta

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 31.07.2019.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La crescita dell'economia mondiale è rimasta debole nel 1° semestre 2019, frenata dalla stasi del commercio internazionale e dalle sue ripercussioni sull'attività manifatturiera, anche se – grazie al terziario e alle costruzioni – la crescita del PIL è rimasta positiva nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Segnali di miglioramento molto preliminari sono emersi in Cina, e si continua ad attendere un miglioramento nella seconda metà dell'anno. Allo stesso tempo, resta una notevole incertezza sul futuro, in parte legata agli sviluppi politici (politiche commerciali americane in primis). Le Banche centrali hanno preso atto di una congiuntura meno solida, modulando di conseguenza le scelte di politica monetaria. L'inflazione non desta alcuna preoccupazione, continuando a reagire poco o nulla al calo dei tassi di disoccupazione.

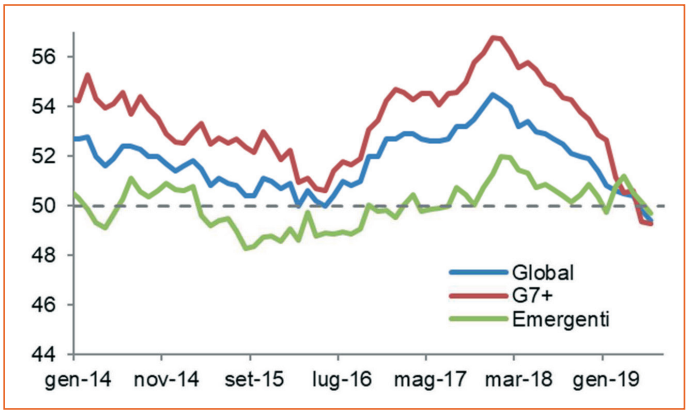
Stati Uniti

L'economia americana ha iniziato il 2019 con una crescita annua ancora superiore al 3%, e con minori segnali di debolezza rispetto ad Asia ed Europa. Con la riduzione del contributo della politica fiscale e il freno dei dazi, la crescita dovrebbe convergere al potenziale nel 2019 e quindi scendere sotto il potenziale nel 2020.
Il 2019 sarà un anno di transizione per le politiche economiche. 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. Dal lato della politica fiscale, a legislazione invariata, lo stimolo della spesa dovrebbe ridursi e sparire dall'ottobre 2019. La guerra commerciale con la Cina ha subìto una nuova escalation, anche se la minaccia di estendere i dazi punitivi a tutto l'import dal Paese asiatico non si è ancora concretizzata. La Fed ha reagito al peggioramento della congiuntura internazionale e domestica, prima sospendendo il rialzo dei tassi ufficiali e comunicando che la riduzione del bilancio sarà meno ampia del previsto, poi annunciando addirittura possibili tagli dei tassi ufficiali.

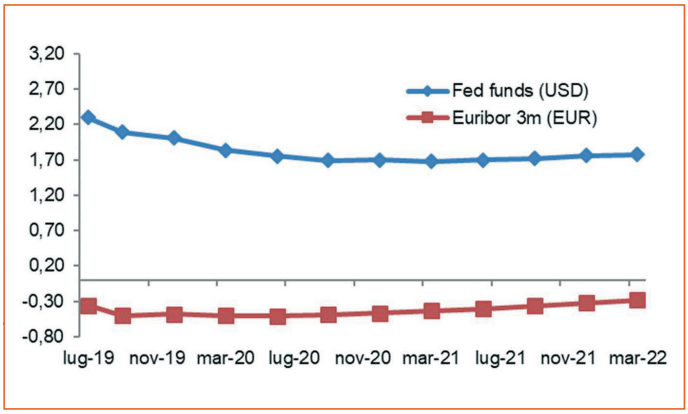
Eurozona

I dati economici dell'Eurozona hanno continuato a deludere nel 1° semestre 2019. La fase di crescita debole si sta rivelando più persistente e profonda delle attese, anche se l'andamento dei conti nazionali è stato meno negativo rispetto a quanto prospettato dalle indagini congiunturali. Le economie più colpite sono quelle dove il settore manifatturiero è più importante, come Germania e Italia. Nel caso dell'Italia, già caratterizzata da crescita più modesta e da una maggiore incertezza delle politiche economiche, il rallentamento ha portato l'economia alla crescita zero.
L'andamento del PIL dell'area euro resta positivo, anche se inferiore al potenziale. La crescita economica dovrebbe riaccelerare dal 2° semestre, grazie a una parziale ripresa delle vendite di auto, dopo il calo del 2° semestre 2018, e a una dinamica migliore del commercio internazionale, che ormai si è adeguato all'aumento delle barriere tariffarie americane. L'andamento ancora crescente dell'occupazione dovrebbe sostenere i consumi.
Inoltre, le politiche fiscali saranno moderatamente espansive quest'anno. Tuttavia, restano numerosi fattori di incertezza, fra i quali i più immediati sono la Brexit, i cui tempi e modalità sono ancora incerti, e la minaccia di dazi americani sulle importazioni di auto. Ciò frena anche gli investimenti delle imprese.
La Banca Centrale Europea ha reagito al peggioramento della congiuntura segnalando che i tassi rimarranno fermi più a lungo (almeno fino a metà 2020), annunciando il lancio di nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine associate a target di espansione del credito bancario e, più recentemente, prospettando nuove misure che potrebbero includere una limatura del tasso sui depositi, ora a -0,40% e finanche una riattivazione del programma di acquisto dei titoli.

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



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



TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

L'approccio espansivo delle Banche centrali nella direzione di una politica monetaria più accomodante, con la Fed che ha già avviato il taglio dei tassi e una BCE che probabilmente intraprenderà un'azione espansiva a settembre, ha determinato un ulteriore forte calo dei tassi di mercato, con il raggiungimento di nuovi record. Gli Euribor sono destinati a restare sui livelli negativi attuali o persino inferiori nei prossimi mesi, mentre gli Eurirs dovrebbero riprendere a salire moderatamente nel corso del 2020, sulla scia di un miglioramento delle condizioni economiche. Le decisioni della BCE, persino più cauta della Fed, hanno finora mantenuto debole l'euro, che potrebbe recuperare gradualmente nei prossimi mesi se la probabile stabilizzazione della crescita globale porterà beneficio anche all'economia dell'Eurozona. La crisi commerciale USA-Cina ha pesato sulla dinamica dei prezzi delle materie prime ma le prospettive di medio termine del raggiungimento di un accordo migliorano il quadro delle quotazioni.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

L'annuncio di misure imminenti da parte della BCE per stimolare l'economia ha determinato un nuovo ribasso dei tassi Euribor ed Eurirs, che hanno raggiunto nuovi minimi storici. Nel caso degli Euribor lo scenario resta all'insegna della stabilità sui livelli negativi attuali o persino inferiori, mentre gli Eurirs in prospettiva dovrebbero registrare un recupero dettato dall'atteso miglioramento delle condizioni economiche. Sulle scadenze brevi (2 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe essere nell'intorno dello 0,2% nei prossimi 12 mesi. Per quanto riguarda invece le scadenze a medio e a più lungo termine (5, 10 e 30 anni) ci attendiamo incrementi, nei prossimi 12 mesi, nell'ordine dello 0,4-0,6%.

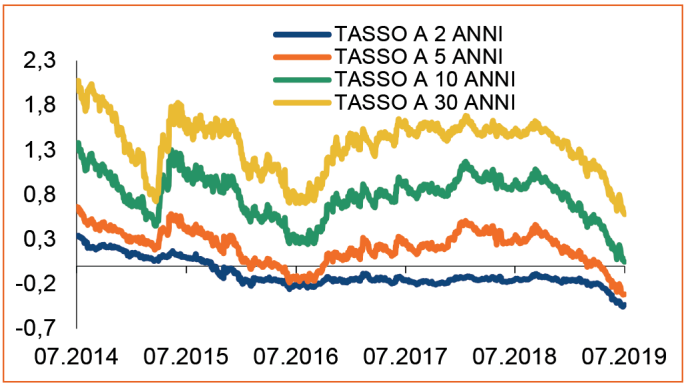
Valute

Dollaro stabile contro le altre valute prese in aggregato da inizio anno, cioè da quando la Federal Reserve ha smesso di alzare i tassi di interesse. Il dollaro forte era stato uno dei motivi di preoccupazione per i mercati nel 2018, dato l'impatto restrittivo che esercita sulle economie emergenti. La sua stabilizzazione è quindi un ingrediente importante per mantenere bassa la volatilità generale dei mercati finanziari. Il fatto che la Fed si dica orientata ad abbassare i tassi è positivo in questo senso. Contro euro, l'atteggiamento accomodante della Fed è replicato dalla BCE, il che tende a indebolire l'euro. Se nei mesi a venire i dati globali si stabilizzeranno, sostenendo l'economia dell'Eurozona, l'euro potrebbe però mostrare un graduale apprezzamento rispetto al dollaro.

Materie prime

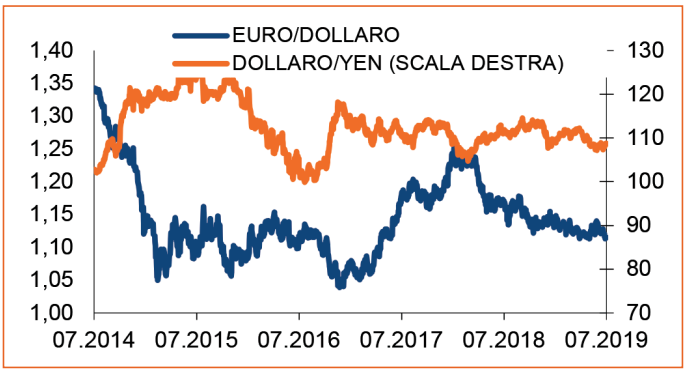
Le incertezze sul tema commerciale sono significative e appaiono destinate a influenzare costantemente la dinamica dei prezzi delle commodity in alterne direzioni. Restiamo tuttavia convinti che l'evoluzione di medio termine possa essere favorevole. Per il petrolio, i mercati continueranno a spostare la loro attenzione fra le preoccupazioni di un'intensificazione delle tensioni commerciali e i timori di interruzioni inattese delle forniture. A nostro parere, i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici e macroeconomici globali. Nel nostro scenario di base, non ipotizziamo profonde spaccature all'interno dell'OPEC e prevediamo che gli attuali tagli alla produzione implementati dall'OPEC+ saranno mantenuti. Lo scenario mondiale è diventato positivo per l'oro: le politiche monetarie stanno diventando più accomodanti e i bassi tassi d'interesse nelle principali economie stanno riducendo il costo opportunità di detenere metalli preziosi. Inoltre, le tensioni politiche e geopolitiche resteranno probabilmente forti. Questo contesto favorirà l'oro attraverso la domanda di beni rifugio degli investitori e la ricerca di diversificazione da parte delle Banche centrali. Per i metalli industriali, i principali rischi che pesano sul settore sono legati a fattori macroeconomici e politici, che potrebbero prevalere sui fondamentali positivi. In particolare, i timori di rallentamento della crescita globale e l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbero limitare il potenziale di rialzo delle quotazioni dei metalli industriali nel breve e nel medio periodo. Più a lungo termine, siamo molto positivi sul comparto, poiché i prezzi dovrebbero aumentare sensibilmente nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario. Quest'anno, le merci agricole hanno dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione nei portafogli finanziari. Nella maggior parte dei casi, le performance dei cereali e delle soft commodity riflettono i fondamentali di domanda e offerta sottostanti e le aspettative sulle condizioni meteorologiche. In particolare, i prezzi delle soft commodity non sono particolarmente influenzati dai timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e risultano pertanto meno esposti alle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



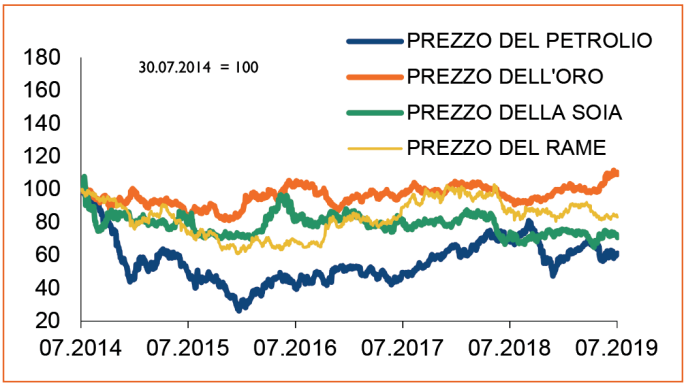
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

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 02.05.2019.
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

INTESA SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com