

SCENARIO 2017

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 2017

Macroeconomia	2
Mercati	2
Previsioni su tassi, valute e materie prime	4
Quadro macroeconomico generale	5
Tassi, valute e materie prime	6

NOTA METODOLOGICA	7
--------------------------	----------

AVVERTENZA GENERALE	8
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 18.07.2017

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2017: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale è migliore delle attese, con un'espansione più solida e diffusa rispetto al 2016. L'Eurozona sorprende in positivo, con una crescita che nel 2017 potrebbe raggiungere il 2%. Negli Stati Uniti è sempre più evidente che lo stimolo fiscale dell'amministrazione Trump non sarà né ampio né rapido; tuttavia, l'economia continua a crescere a passo moderato, compatibile con la piena occupazione. I maggiori rischi vengono dagli eccessi speculativi in Cina.

Inflazione

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

Politica monetaria

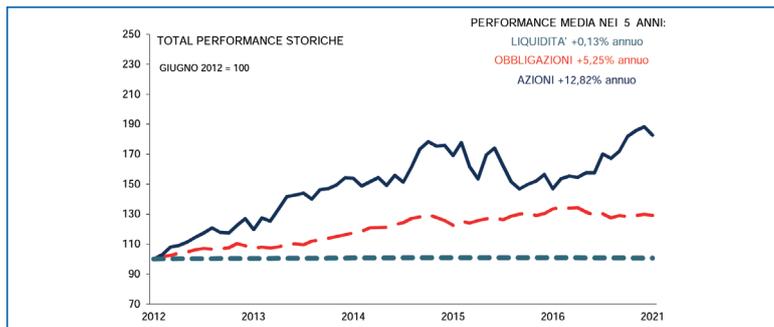
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed ha alzato i tassi ufficiali già due volte quest'anno, e continuerà probabilmente a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi. La BCE ha probabilmente terminato la fase di allentamento della politica monetaria e potrebbe annunciare negli ultimi mesi di quest'anno un graduale ritiro delle misure espansive.

MERCATI

Tassi d'interesse area euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca Centrale Europea conferma una politica monetaria ancora espansiva in assenza di significative pressioni inflazionistiche. Si confermano su livelli minimi i tassi Euribor, ancora negativi su tutte le principali scadenze. Tale situazione dovrebbe confermarsi per tutto il 2017. I tassi Eurirs sono risaliti ma dovrebbero rimanere su livelli storicamente contenuti quest'anno.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

Monetario

Nonostante il miglioramento delle condizioni economiche nell'area euro, il recupero dell'inflazione non appare auto-sostenibile e induce la BCE a mantenere una politica monetaria ancora accomodante. Si conferma dunque un quadro sfavorevole per il comparto monetario ancora per diversi mesi.

Obbligazionario Governativo

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

Azionario

Le prospettive di medio termine per le Borse rimangono moderatamente positive, in un contesto di ripresa globale sincronizzata non inflazionistica. Il movimento di breve e le valutazioni appaiono però un po' "tirate", soprattutto per la Borsa USA, ed è possibile che nell'immediato i mercati abbiano necessità di consolidare i recenti guadagni. Europa, Giappone ed Emergenti presentano valutazioni più interessanti rispetto agli USA.

Valute

Dollaro in calo contro le principali valute da inizio anno, a riflettere il parziale rientro delle attese di un forte stimolo fiscale, ma anche il rafforzamento della ripresa economica fuori dagli USA e il rientro del rischio politico in Eurozona. Con l'avvicinarsi del momento in cui la BCE ridurrà lo stimolo monetario una ridiscesa dell'euro ai minimi del corridoio degli ultimi due anni, 1,15-1,05, appare poco probabile. D'altronde anche un'ulteriore forte discesa del dollaro troverà ostacolo nel fatto che la Federal Reserve sta alzando i tassi di interesse.

Dati e previsioni economiche

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

Nota: * Tassi di fine periodo. Tasso sui depositi per la BCE; Tasso Fondi Federali per la Fed. I dati sono espressi in percentuale, a eccezione del dato sul tasso di cambio EUR/USD. Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo

Materie Prime

Lo scenario macroeconomico resta favorevole ed i fondamentali di domanda e offerta sono ancora positivi per molte materie prime, soprattutto industriali. Tuttavia, al momento vediamo come principale freno per il comparto l'avversione al rischio: i mercati finanziari stanno mantenendo sulle commodity un atteggiamento cauto a causa del recente deterioramento dei fondamentali per il petrolio, dei rischi politici in Europa, Stati Uniti, Brasile e dell'intensificazione dei rischi geopolitici in Medio Oriente.

Indebitamento

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

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2017	2016	2011-2015 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,1	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-0,6	2,3	4,7	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,2-1,1	Aumento dei tassi di mercato su crescita e inflazione in salita
Obbligazionario Germania	-1,4	3,0	2,5	Negativo	Negativo	ND	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 6 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-0,6	0,6	7,2	Neutrale	Neutrale	ND	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Azionario Europa	6,4	3,5	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2-5,5	Movimento di breve "tirato", ma valutazioni ancora interessanti
Azionario Italia	8,5	-4,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,3-6,1	Valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	7,2 (1,6 in euro)	8,9 (11,3 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8-5,5 (2,1/4,8 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da valutazioni meno favorevoli

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

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

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

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

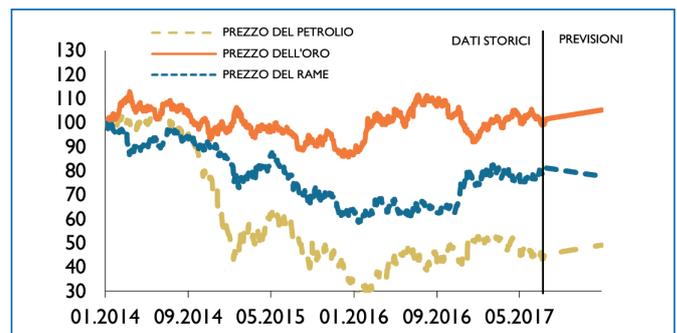
Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 05.07.2017, se non diversamente indicato.

PREVISIONI SUI TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

L'andamento di tassi, valute e materie prime



Fonte: Bloomberg.



Fonte: Bloomberg. Indici: 02.01.2014 = 100.

Previsioni su tassi, valute e materie prime

MERCATI	INDICATORE	ULTIMO DATO DISPONIBILE	A DICEMBRE 2017	TENDENZA 2018	COMMENTO
Tassi	Tasso sui fondi federali (Fed Funds)	1,00/1,25	1,25/1,50	Leggermente in salita	Graduale rialzo dei tassi
	Tasso di rifinanziamento BCE	-0,40	-0,40	Leggermente in salita	Tassi a livelli minimi, prosecuzione delle politiche non convenzionali
	Tasso Euribor 1 mesi	-0,37	-0,30/-0,40	Leggermente in salita	Sostanzialmente stabili nel 2017 e leggermente in salita nel 2018
	Tasso Euribor 3 mesi	-0,33	-0,25/-0,35	Leggermente in salita	Sostanzialmente stabili nel 2017 e leggermente in salita nel 2018
	Tasso swap a 2 anni (Eurirs)	-0,14	0,15/0,35	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 5 anni (Eurirs)	0,29	0,50/0,70	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 10 anni (Eurirs)	0,92	1,00/1,20	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
	Tasso swap a 30 anni (Eurirs)	1,58	1,50/1,70	Leggermente in salita	I tassi di mercato aumenteranno leggermente per effetto della graduale ripresa dell'inflazione
Valute	Euro/Dollaro	1,155	1,10/1,15	Leggermente in salita	Proseguirà la restrizione monetaria USA, ma il forte apprezzamento del dollaro si è concluso
	Dollaro/Yen	112,1	113/119	Leggermente in salita	Yen in indebolimento nel breve per effetto di una politica monetaria ancora più espansiva
Materie prime*	Prezzo del petrolio	48,8 USD a barile	50/56 USD a barile	Leggermente in salita	Riaggiustamento dell'offerta per ridurre le scorte mondiali
	Prezzo del rame	6007 USD	5500/6000 USD a tonn.	Leggermente in salita	Possibili ulteriori ribassi nel breve ma scenario favorevole per il 2018
	Prezzo dell'oro	1242 USD	1240/1340 USD a oncia	Stabile	Assenza di pressioni inflazionistiche, ma possibili rialzi nel breve per fasi di avversione al rischio
	Prezzo della Soia	10,05 USD per Bushel	9,0/10,0 USD per Bushel	Leggermente in salita	Peggioramento rapporto tra scorte e consumi

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 18.04.2017. *Il prezzo del petrolio si riferisce al Brent Dated; il prezzo del rame si intende per tonnellata metrica e si riferisce al future a 3 mesi; il prezzo dell'oro si intende per oncia e i riferisce allo spot; il prezzo della soia si riferisce alla prima scadenza del future.

QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La situazione dell'economia mondiale continua a migliorare, influenzando positivamente sulla dinamica degli scambi internazionali e sulla tendenza dell'attività manifatturiera. La crescita è divenuta più diffusa, coinvolgendo anche i Paesi emergenti produttori di materie prime.

Le maggiori preoccupazioni riguardano la stabilità finanziaria della Cina, a motivo degli eccessi speculativi e creditizi manifestatisi negli ultimi anni. La tendenza del prezzo del petrolio si è fatta incerta: il contenimento della produzione OPEC appare insufficiente a ripristinare l'equilibrio del mercato a fronte dell'aumento della produzione americana.

Stati Uniti

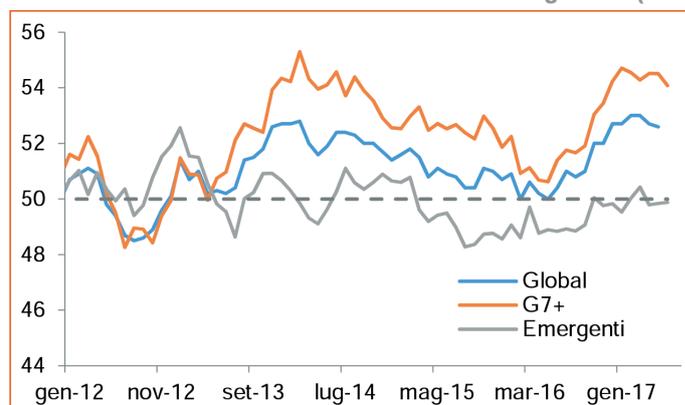
L'amministrazione Trump incontra crescenti problemi di credibilità, oltre che grandi difficoltà interne nell'attuare il suo programma. Il preannunciato taglio delle imposte non sarà attuato prima del 2018. Al momento, si prevede una crescita reale di poco superiore al 2% nel 2017, con un 1° trimestre debole che sarà più che compensato dalla riaccelerazione del 2°. La crescita dovrebbe essere di poco superiore nel 2018. La Federal Reserve, che è alle prese con un mercato del lavoro in piena occupazione ma con scarse pressioni al rialzo sui salari, ha alzato i tassi ufficiali a marzo e giugno; ci si attende che li muova ancora una volta nel 2017, mentre riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste e inferiori a quanto la stessa Fed segnala. Inoltre, la Fed si appresta a ridurre il ritmo degli acquisti nell'ambito della sua politica di reinvestimento dei titoli in scadenza.

Eurozona

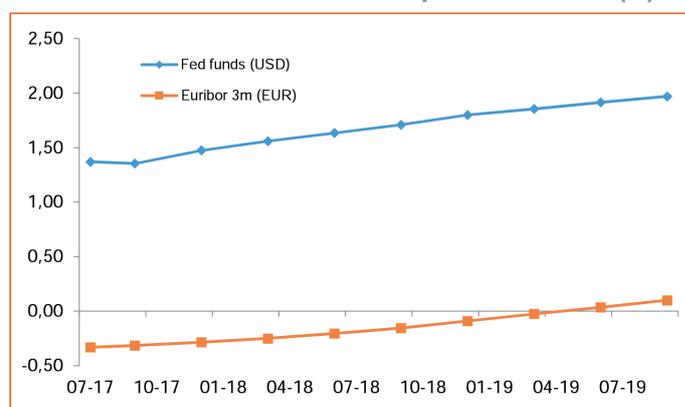
L'economia dell'Eurozona sta crescendo più del previsto nel 2017, con le indagini di fiducia che segnalano un 2° trimestre ancora più forte del 1°, già sorprendente. La ripresa interessa anche la periferia, Italia inclusa, ed è trainata dalla domanda interna; le esportazioni, per quanto in forte crescita, sono più che bilanciate dall'espansione delle importazioni. Nel 2018 la crescita potrebbe tornare a rallentare, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale. L'inflazione ha iniziato la fase di risalita a metà 2016, ma successivamente tornerà a calare verso l'1,5%. Il calendario elettorale si sta sviluppando in senso favorevole. In Olanda, l'avanzata degli euroscettici è stata modesta, e si profila la formazione di un governo pro-euro. In Francia, il candidato centrista Macron ha vinto le presidenziali e ha anche ottenuto una solida maggioranza parlamentare. In Germania, si profila una riedizione della coalizione CDU-SPD. In Austria, i popolari dovrebbero vincere le elezioni e relegare gli euroscettici all'opposizione. Anche in Italia si sta avvicinando la scadenza della legislatura, e i sondaggi prospettano un risultato inconcludente delle elezioni. La conquista della maggioranza assoluta del Parlamento da parte di un partito populista euroscettico in un grande paese dell'Eurozona avrebbe effetti negativi sugli investimenti delle imprese e sulle condizioni finanziarie, ma appare improbabile alla luce dei sondaggi.

La BCE ha iniziato la lenta riduzione dello stimolo monetario: il programma di acquisti è stato ridotto a 60 miliardi mensili con decorrenza da aprile, e dal comunicato di giugno è stato cancellato il riferimento alla possibilità di tassi più bassi. Per quanto la BCE non escluda la possibilità di aumentare di nuovo gli acquisti, la ripresa dell'economia reale e l'aumento dell'inflazione dovrebbero indurre la Banca Centrale ad annunciare una graduale dismissione del programma di acquisti nel corso del 2018. Alla fine del prossimo anno potrebbe anche verificarsi un primo aumento dei tassi ufficiali.

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



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



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

TASSI, VALUTE E MATERIE PRIME

Si conferma un quadro macroeconomico favorevole ma che non giustifica un aggressivo cambiamento nella politica monetaria da parte delle principali Banche centrali. Sebbene i mercati finanziari comincino a scontare condizioni monetarie più restrittive, la risalita dell'inflazione è lenta e giustifica la previsione di una rimozione dello stimolo delle Banche centrali che sarà solo graduale. Ne deriva uno scenario di tassi Euribor che rimarranno su livelli compressi e di tassi Eurirs solo moderatamente più alti. Il cambio euro/dollaro ha sostanzialmente terminato il calo degli ultimi anni, avendo già ampiamente scontato la risalita dei tassi Fed. Sul fronte delle commodity le prospettive restano favorevoli per le quotazioni, anche se per gli energetici l'aumentodell'offertaamericanarappresentaunfattoredifreno.

Tassi d'interesse area Euro (Euribor ed Eurirs)

La Banca Centrale Europea mantiene una politica monetaria accomodante, nonostante il miglioramento delle condizioni economiche. Ne deriva uno scenario di tassi Euribor su livelli contenuti e negativi su tutte le principali scadenze. I tassi Eurirs hanno evidenziato un andamento in salita negli ultimi mesi, pur restando su livelli storicamente contenuti. In prospettiva ci sono margini per un ulteriore moderato rialzo, sostenuto dal buon andamento, seppur non esaltante, della crescita economica e da un graduale recupero dell'inflazione, che porterà a una riduzione dello stimolo monetario nel 2018. Sulle scadenze brevi (2-5 anni), l'aumento dei tassi Eurirs dovrebbe restare comunque contenuto nell'ordine dello 0,3-0,4% nei prossimi 12 mesi, per effetto della prosecuzione di una politica monetaria espansiva della BCE, anche se in un contesto economico favorevole e di graduale risalita dell'inflazione. Un incremento più modesto si dovrebbe registrare sulla scadenza decennale (0,20%).

Valute

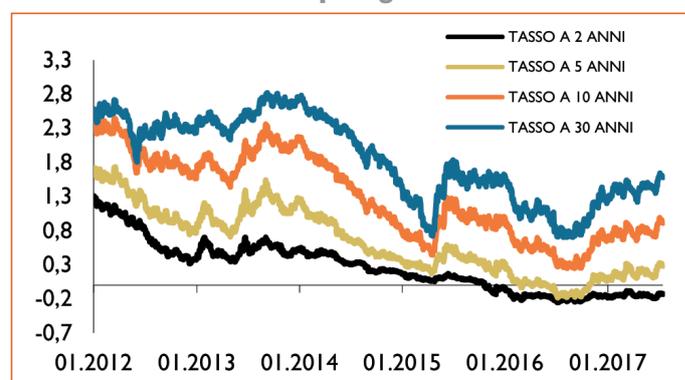
Dollaro in calo contro le principali valute sviluppate ed emergenti da inizio anno. Contro euro il movimento è stato da 1,04 a 1,14 (cambio EUR/USD). Il dollaro in discesa riflette il parziale rientro delle attese di un forte stimolo fiscale da parte dell'amministrazione Trump, ma anche il rafforzamento della ripresa economica fuori dagli USA e il rientro del rischio politico in Eurozona. L'avvicinarsi del momento in cui la BCE ridurrà lo stimolo monetario può rappresentare un elemento di sostegno per l'euro. Una ridiscesa ai minimi del corridoio degli ultimi due anni, 1,15-1,05, appare quindi poco probabile. D'altronde anche un'ulteriore forte discesa del dollaro troverà ostacolo nel fatto che la Federal Reserve sta alzando i tassi di interesse.

Materie prime

Le prospettive per le quotazioni delle principali materie prime sono favorevoli, in un contesto di prosecuzione della crescita mondiale. Per il petrolio, tuttavia, la promessa dell'OPEC di mantenere gli attuali tagli alla produzione sino a marzo 2018 e oltre, se necessario, non è stata sufficiente a sostenere le quotazioni del greggio: la minaccia di un'offerta statunitense in continua espansione e le ancora elevatissime scorte mondiali alimentano un sentiment di mercato molto negativo

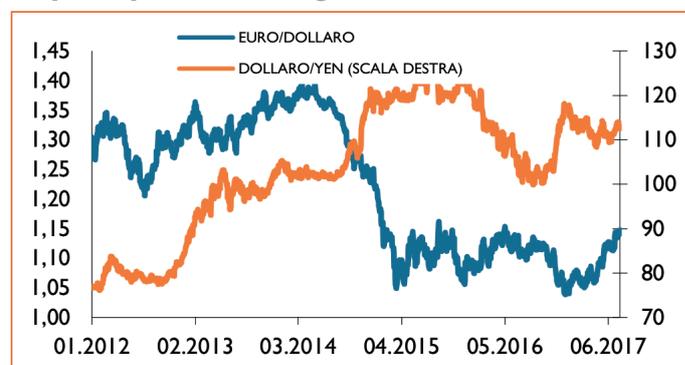
per il comparto. La recente intensificazione delle tensioni in Medio Oriente alimenta i rischi geopolitici, rendendo molto più instabile lo scenario. Nell'universo dei metalli, i due temi principali dovrebbero rimanere la domanda di beni rifugio per il comparto dei metalli preziosi, grazie al ruolo di oro e argento, e i consumi nei paesi emergenti, guidati dallo sviluppo industriale e dalla spesa della classe media. I fondamentali di domanda e offerta si mantengono complessivamente positivi e lo scenario macroeconomico resta favorevole. Tuttavia, potrebbero permanere forti pressioni negative sulle quotazioni di tutti i metalli ad uso industriale per il timore di un rallentamento cinese e il rischio di un dollaro più forte delle attese. Per gli Agricoli, nonostante alcune preoccupazioni per il rischio di condizioni metereologiche sfavorevoli alla produzione mondiale di cereali, le ultime stime indicano un mercato molto ben fornito anche nella stagione 2017/18.

I tassi d'interesse swap negli ultimi 5 anni



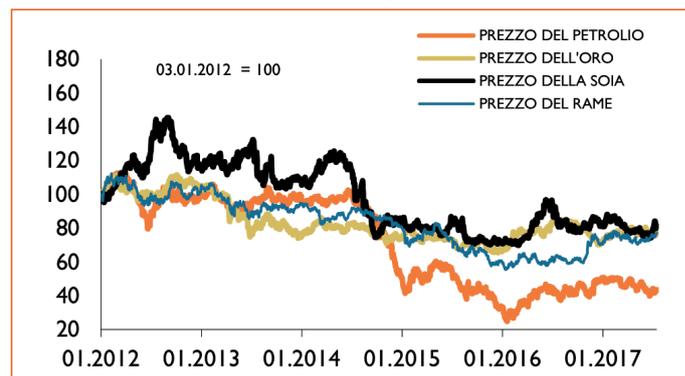
Nota: dati in percentuale. Fonte: Bloomberg.

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 19.04.2017.

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