

SCENARIO 2017

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 4° TRIMESTRE



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 4° TRIMESTRE 2017

Macroeconomia	2
 Mercati	2
Quadro macroeconomico generale	4
I mercati azionari e obbligazionari	5

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

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

I dati e le previsioni sono aggiornati al 05.10.2017

SCENARIO 4° 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, e buone prospettive che anche il 2018 sia caratterizzato da un mix benigno di crescita e inflazione. 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.

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 sta ora tornando a rallentare.

Politica monetaria

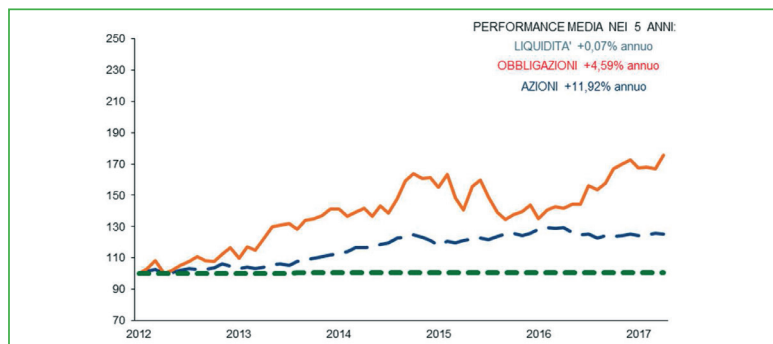
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed ha alzato i tassi ufficiali già due volte quest'anno, e continuerà a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi. La BCE ha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

MERCATI

Monetario

Nonostante le prospettive di riduzione dello stimolo monetario, la Banca Centrale Europea continuerà a mantenere una politica monetaria sostanzialmente accomodante, a fronte di un buon andamento del ciclo economico ma di un'inflazione solo in moderata ripresa. Si conferma dunque un quadro sfavorevole per il comparto monetario ancora per diversi mesi.

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 settembre 2012 a settembre 2017. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

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 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.

Obbligazionario Corporate

Nel comparto delle obbligazioni Corporate permane una situazione duplice. Nel settore di maggiore qualità creditizia (Investment Grade) le prospettive sono moderatamente negative per il livello contenuto dei rendimenti, molto vicini a quelli dei titoli di Stato. Nel settore di minore qualità creditizia (High Yield) i margini di sovra-performance sono ancora presenti, ma gli spazi di redditività si sono ridotti.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti, seppur differenziato al suo interno, presenta rendimenti mediamente superiori ai titoli di Stato in euro, ma la selettività dei Paesi resta cruciale. L'approccio graduale della Fed e della BCE nella riduzione dello stimolo monetario e la ripresa sincrona dell'economia mondiale sono destinati a sostenere moderatamente il comparto.

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.

Dati e previsioni economiche

	2017 STIME PRECEDENTI	2017 STIME CORRENTI	2018
EUROPA			
Crescita economica	2,0	2,2	1,7
Inflazione	1,5	1,6	1,4
Tasso di interesse *	-0,4	-0,4	-0,4
STATI UNITI			
Crescita economica	2,1	2,2	2,4
Inflazione	2,3	2,1	1,8
Tasso di interesse *	1,25-1,50	1,25-1,50	2,00-2,25
Tasso di cambio EUR/USD*	1,10-1,15	1,15-1,20	1,20-1,25

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 calo contro le principali valute da inizio anno, a riflettere il rafforzamento della ripresa economica fuori dagli USA. Dopo essere stato confinato tra 1,05 e 1,15 per oltre due anni, il cambio euro/dollaro è in cerca di un nuovo corridoio di equilibrio. 1,15 potrebbe rappresentare il minimo per l'euro, ora sostenuto da un buon tasso di crescita economica. D'altro lato la BCE cercherà di frenare un ulteriore forte apprezzamento del cambio, proprio per non rischiare di danneggiare la crescita economica.

Indebitamento

Nonostante le prospettive di riduzione dello stimolo, 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 2018. Rimangono su livelli storicamente 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	-0,2	-0,1	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	1,8	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	-1,1	3,0	2,5	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 6 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-0,2	0,6	7,2	Neutrale	Neutrale	n.d.	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Obbligazionario Dollaro	-0,7 (-5,7 in euro)	0,8 (3,1 in euro)	1,0 (4,2 in euro)	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,2-1,3 (-0,6/0,5 in euro)	Tassi USA ai minimi, a rischio rialzo con prosecuzione ripresa macroeconomica
Obbligazionario corporate	1,3	3,5	4,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,4-1,5	Rischio rialzo tassi di mercato per gli Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	1,8	4,0	5,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,6-1,5	Scenario favorevole in prospettiva grazie a miglioramento economico
Azionario Europa	9,7	3,5	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2-5,5	Movimento di breve "tirato", ma valutazioni ancora interessanti
Azionario Italia	15,4	-4,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,3-6,1	Valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	11,7 (3,1 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
Azionario Giappone	8,4 (2,3 in euro)	-0,3 (5,2 in euro)	13,2 (9,9 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-6,5 (0,8/5,4 in euro)	Valutazioni interessanti
Azionario Emergenti	19,4 (10,1 in euro)	7,5 (9,9 in euro)	4,5 (7,8 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-4,3 (0,7-3,6 in euro)	Valutazioni interessanti

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.

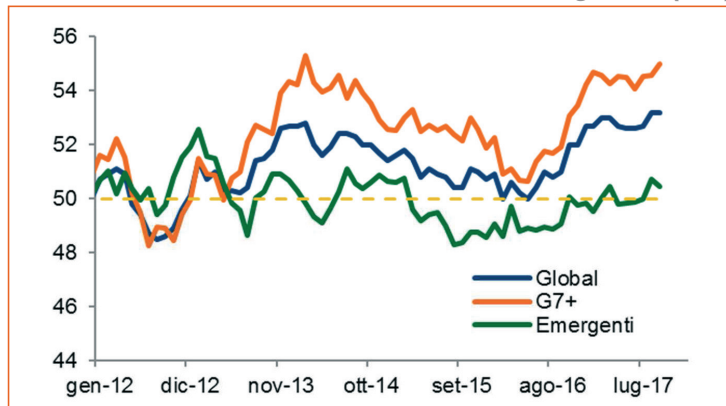
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 05.10.2017, se non diversamente indicato.

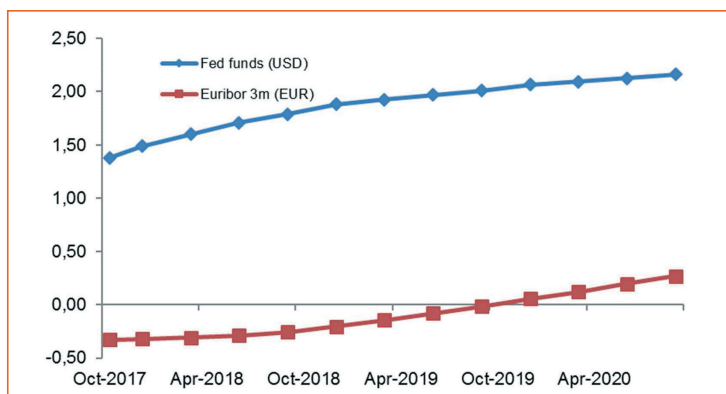
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La lenta accelerazione della crescita globale si è estesa anche alla parte centrale del 2017. Nel 2018, la crescita dovrebbe restare pressoché invariata: la possibile decelerazione dell'Eurozona sarebbe compensata dal consolidarsi della ripresa nei Paesi emergenti e da una modesta accelerazione degli Stati Uniti. Le maggiori preoccupazioni riguardano la stabilità finanziaria della Cina, a causa degli eccessi speculativi e creditizi manifestatisi negli ultimi anni, ma finora le autorità monetarie locali sono riuscite a mantenere la situazione sotto controllo. 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.

Andamento recente dell'attività manifatturiera globale (PMI)



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



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-Datastream

Stati Uniti

Il taglio delle imposte proposto dall'amministrazione Trump potrebbe essere attuato nel 2018, anche se probabilmente in una forma meno aggressiva rispetto a quanto annunciato. Al momento, si prevede una crescita reale di poco superiore al 2% nel 2017, e una modesta accelerazione 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; riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste e inferiori a quanto la stessa Fed segnala. Inoltre, la Fed sta iniziando 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 3° trimestre ancora sostenuto dopo un 1° semestre piuttosto brillante. 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 rallentare, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale, ma probabilmente resterà abbastanza sostenuta da far calare la disoccupazione. L'inflazione ha iniziato la fase di risalita a metà 2016, ma successivamente tornerà a calare verso l'1,5%.

I temuti appuntamenti elettorali del 2017 si sono conclusi senza che si materializzassero i più pericolosi scenari di rischio, anche se diversi paesi hanno visto crescere la frammentazione del quadro politico e la formazione di maggioranze di governo si sta rivelando sempre più ardua. Anche in Italia si sta avvicinando la scadenza della legislatura, e i sondaggi prospettano un risultato inconcludente delle elezioni, se non sarà riformata prima la legge elettorale. 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. La ripresa dell'economia reale e l'aumento dell'inflazione dovrebbero presto indurre la Banca Centrale ad annunciare una graduale dismissione del programma di acquisti nel corso del 2018. Dopo la fine del prossimo anno potrebbe anche verificarsi un primo aumento dei tassi ufficiali.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Mercati azionari sostenuti da crescita sincronizzata e non inflazionistica

E' proseguita la fase sostanzialmente positiva dei mercati anche nel 3° trimestre, con borse in salita e tassi solo in moderato aumento a settembre. Le Banche centrali proseguono in un'azione cauta, consapevoli della necessità di evitare scossoni in assenza di un'accelerazione consistente dell'inflazione. Nonostante possibili correzioni di breve, lo scenario delle borse ci appare ancora favorevole, seppur con maggiore convenienza valutativa in Europa rispetto agli Stati Uniti. Il comparto dei titoli di Stato europei dovrebbe vedere una graduale e modesta risalita dei tassi di mercato a fronte di un moderato recupero dell'inflazione e della conferma della crescita economica. Permangono delle opportunità nei comparti delle obbligazioni Corporate High Yield e delle obbligazioni dei Paesi emergenti, grazie a rendimenti mediamente più elevati anche se non lontani dai minimi storici. Da metà settembre, con il ritorno di attenzione sull'eventualità di un taglio alle tasse negli USA, il dollaro ha dato segnali di stabilizzazione, interrompendo il percorso di indebolimento contro euro che aveva caratterizzato i mesi precedenti.

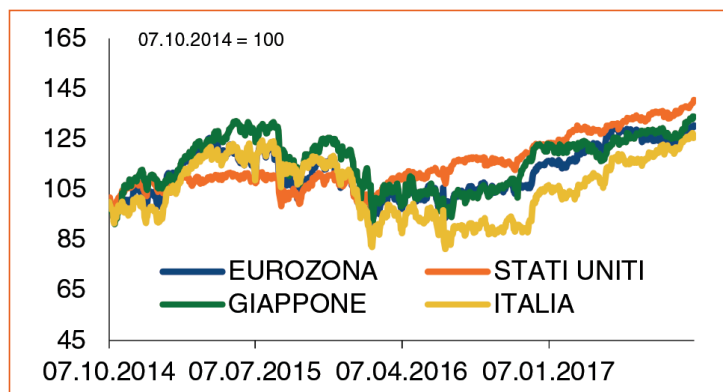
Azioni

Primi nove mesi del 2017 molto positivi per le borse. L'indice MSCI World rappresentativo delle borse sviluppate segna +13,5% (dato al 2 ottobre, comprensivo dei dividendi) con USA (+14,7% S&P 500) Eurozona (+14,4% Eurostoxx) e Giappone (+12,4% Topix) quasi allineati. Ottimo l'andamento delle borse emergenti (+24,2%). Va detto che il rafforzamento dell'euro ha in parte eroso i rendimenti delle borse straniere agli occhi dell'investitore in euro che non avesse coperto il cambio. La positività delle borse riflette in modo sempre più convinto uno scenario di ripresa globale sincronizzata non inflazionistica, sostenuta negli Stati Uniti in prospettiva dall'attesa riforma tributaria. Il movimento di breve e le valutazioni appaiono un po' "tirate", soprattutto per la borsa USA, ed è possibile che nell'immediato i mercati abbiano necessità di consolidare i guadagni. Nel medio termine però le prospettive delle azioni rimangono moderatamente positive. Europa, Giappone ed Emergenti presentano valutazioni più interessanti rispetto agli USA.

Obbligazioni Governative

Bilancio magro per i titoli governativi finora nel 2017. L'indice JPM EMU, rappresentativo dei titoli dell'Eurozona, segna un -0,2% da inizio anno (dato al 2 ottobre, comprensivo delle cedole rimosse), un andamento che riflette la lenta risalita dei tassi a media e lunga scadenza, in coincidenza con il miglioramento della crescita economica. Migliore l'andamento dei titoli USA (+2,3% per il JPM USA da inizio anno), che per l'investitore in euro si trasforma però in un ritorno negativo a causa della discesa del dollaro. 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 per registrare la prosecuzione della crescita economica e la riduzione degli stimoli da parte della BCE. Con tassi tedeschi in rialzo, e un possibile ritorno dell'incertezza politica quando si andrà al voto, lo spread Italia-Germania potrebbe stentare a ridursi dai livelli attuali e i titoli governativi potrebbero generare performance modeste e inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 3 anni



Nota: Indici rappresentativi di prezzi e dividendi, Eurostoxx, S&P, Topix, BCI. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

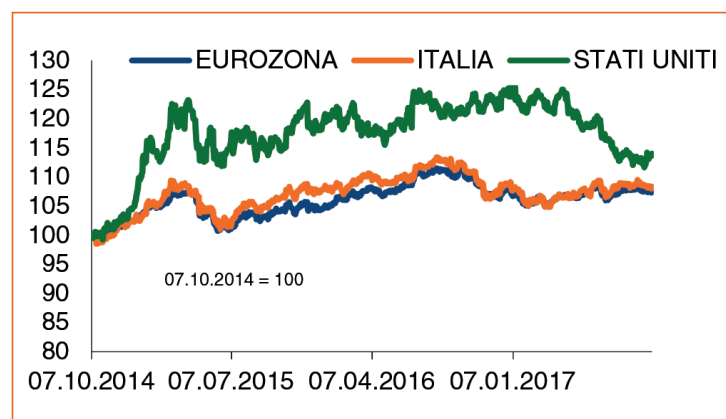
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro resta caratterizzato da rendimenti contenuti, complice la politica monetaria ancora fortemente espansiva da parte della BCE. Il comparto delle obbligazioni Corporate nella classe di rating Investment Grade continua a registrare rendimenti vicino allo zero o solo leggermente in salita. La classe di rating delle obbligazioni High Yield, seppur con grado di rischio più elevato, ha raggiunto livelli di spread minimi a fine luglio e si mantiene comunque su tassi storicamente bassi, seppur più attraenti. Le obbligazioni dei Paesi emergenti sono esposte a un'eventuale risalita dei tassi di mercato, ma l'atteggiamento cauto della Fed e della BCE, oltre allo stato mediamente buono dei fondamentali dei principali Paesi, rappresentano fattori di sostegno per il comparto.

Valute

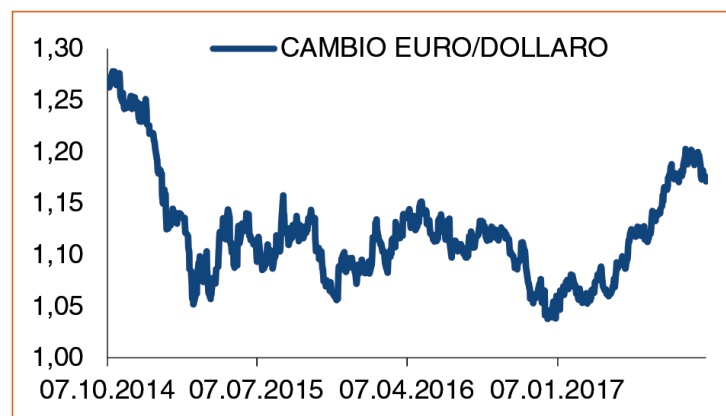
Dollaro in calo contro le principali valute sviluppate ed emergenti da inizio anno. Contro euro il movimento è stato da 1,04 a 1,20 (cambio EUR/USD). Il recupero dell'euro e delle valute emergenti riflette il rafforzamento della ripresa economica fuori dagli USA, oltre al rientro del rischio politico in Eurozona. Da metà settembre, con il ritorno di attenzione sull'eventualità di un taglio alle tasse negli USA, il dollaro ha dato segnali di stabilizzazione. Dopo oltre due anni in cui il cambio euro/dollaro è rimasto confinato nel corridoio 1,15-1,05, è probabile che il mercato sia in cerca di un nuovo range di equilibrio dove 1,15 potrebbe rappresentare il minimo per l'euro, ora sostenuto da un buon tasso di crescita economica. D'altro lato la BCE cercherà di frenare un ulteriore forte apprezzamento del cambio, proprio per non rischiare di danneggiare la crescita economica.

Performance storiche dei titoli di Stato negli ultimi 3 anni



Nota: Indici JPMorgan rappresentativi di prezzi e cedole, media di tutte le scadenze. L'indice dei titoli di stato USA è espresso in euro, pertanto l'andamento sconta la dinamica del cambio euro/dollaro nel periodo di riferimento. Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Andamento del dollaro verso l'euro negli ultimi 3 anni



Fonte: Thomson Reuters-Datastream

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 13.07.2017.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo ed 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 ed 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 ed Eurizon Capital. Il copyright e 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 ed 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