

# SCENARIO 2018

MACROECONOMIA E MERCATI  
AGGIORNAMENTO 1° 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 1° TRIMESTRE 2018**

<b>Macroeconomia</b>	<b>2</b>
<b> Mercati</b>	<b>2</b>
<b>Quadro macroeconomico generale</b>	<b>4</b>
<b>I mercati azionari e obbligazionari</b>	<b>5</b>

<b>NOTA METODOLOGICA</b>	<b>7</b>
--------------------------	----------

<b>AVVERTENZA GENERALE</b>	<b>8</b>
----------------------------	----------

I dati e le previsioni sono aggiornati al 06.12.2017

# SCENARIO 1° TRIMESTRE 2018: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale è stato migliore delle attese. Anche il 2018 sarà caratterizzato da un mix benigno di crescita e inflazione. Non si vedono ancora sviluppi che possano creare a breve termine un rischio di recessione. L'Eurozona ha sorpreso in positivo nel 2017 con una crescita del PIL che ha superato il 2%; nel 2018 il rallentamento sarà modesto. Negli Stati Uniti diventa più probabile uno stimolo fiscale, che potrebbe condurre a una modesta accelerazione della crescita nel 2018-19, compatibilmente con lo stato di piena occupazione già raggiunto sul mercato del lavoro.

### Inflazione

La ripresa delle quotazioni petrolifere e la crescita più robusta hanno fatto salire temporaneamente l'inflazione in tutto il mondo, ma la scarsa reattività dei salari al calo della disoccupazione manterrà l'inflazione bassa nei prossimi anni.

### Politica monetaria

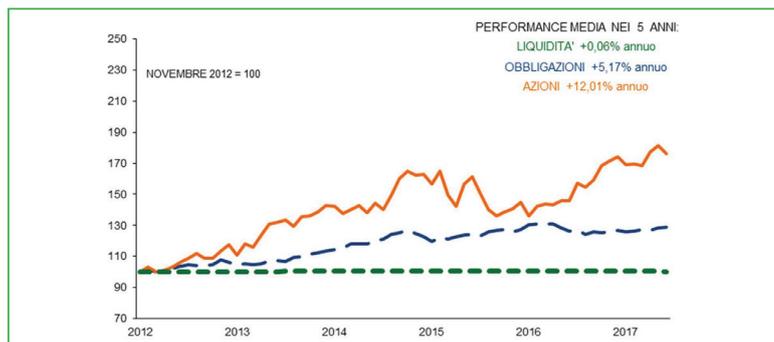
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed continuerà a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi, forse più di quanto oggi scontato dai mercati. La BCE ha annunciato un nuovo ridimensionamento delle misure espansive a partire da gennaio, ma il rialzo dei tassi ufficiali non arriverà prima del 2019.

## MERCATI

### Monetario

La Banca Centrale Europea ha annunciato la riduzione degli acquisti di titoli ma continuerà a mantenere una politica monetaria sostanzialmente accomodante, con i tassi che resteranno sui livelli attuali "per un lungo periodo di tempo dopo la fine del programma di acquisto titoli", a fronte di una crescita robusta 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 novembre 2012=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a novembre 2012. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da novembre 2012 a novembre 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 del 2016, 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 inferiori rispetto a quelle degli ultimi anni.

### Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni Corporate resta caratterizzato da un duplice scenario. Nel settore di migliore qualità creditizia (Investment Grade) le prospettive sono influenzate dal quadro dei tassi cosiddetti "privi di rischio" che restano a livelli compressi, così come gli spread. Nel settore di minore qualità creditizia (High Yield) c'è ancora qualche margine di sovra-performance, anche se le criticità valutative espongono il comparto a rischi di correzione.

### Obbligazionario Emergenti

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

### Azionario

Il contesto globale rimane di supporto per le azioni, per quanto in parte già scontato dai mercati. Per il 2018 le borse potranno ancora contare sul supporto di una crescita economica globale stabile e su banche centrali gradualmente nella riduzione dello stimolo monetario. Negli USA gli effetti della riforma fiscale, la cui approvazione appare sempre più probabile, dovrebbero permettere di sostenere il mercato anche a dispetto di valutazioni un po' "tirate". Valutazioni invece in linea con le medie storiche per Europa, Giappone ed Emergenti.

### Dati e previsioni economiche

	2018 STIME PRECEDENTI	2018 STIME CORRENTI	2019
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	1,7	2,0	1,5
Inflazione	1,4	1,4	1,6
Tasso di interesse *	-0,4	-0,4	0,0
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	2,4	2,6	2,4
Inflazione	1,8	1,8	2,1
Tasso di interesse *	2,00-2,25	2,00-2,25	2,50-2,75
Tasso di cambio EUR/USD*	1,20-1,25	1,15-1,25	1,15-1,25

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

Le motivazioni che hanno sostenuto le valute diverse dal dollaro nel 2017 rimangono in larga parte valide ad inizio 2018. Europa ed Emergenti sono in fasi meno mature del ciclo economico rispetto agli USA e hanno maggiore spazio di accelerazione. D'altro lato l'approvazione della riforma fiscale USA può essere elemento di sostegno per il dollaro. L'ipotesi di scenario più probabile prevede un dollaro ancora un indebolimento, ma ad un ritmo molto più lento rispetto al 2017.

## 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 volatilità 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	1,3	2,3	4,7	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1-1,1	Aumento dei tassi di mercato su crescita e inflazione in salita
Obbligazionario Germania	-0,3	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	2,0	0,6	7,2	Neutrale	Neutrale	n.d.	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Obbligazionario Dollaro	2,0 (-6,0 in euro)	0,8 (3,1 in euro)	1,0 (4,2 in euro)	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,3-1,4 (-0,8/0,3 in euro)	Tassi USA ai minimi, a rischio rialzo con prosecuzione ripresa macroeconomica
Obbligazionario corporate	2,3	3,5	4,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,4-1,5	Rischio rialzo tassi di mercato per gli Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	4,1	4,0	5,4	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,7-1,4	Scenario favorevole in prospettiva grazie a miglioramento economico
Azionario Europa	8,7	3,5	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,2-5,4	Movimento di breve "tirato", ma valutazioni ancora interessanti
Azionario Italia	14,6	-4,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-6,5	Valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	14,6 (5,2 in euro)	8,9 (11,3 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,2 (0,5/3,0 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da valutazioni meno favorevoli
Azionario Giappone	12,6 (5,9 in euro)	-0,3 (5,2 in euro)	13,2 (9,9 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-6,2 (0,1/4,4 in euro)	Valutazioni interessanti
Azionario Emergenti	18,9 (9,1 in euro)	7,5 (9,9 in euro)	4,5 (7,8 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,5 (0,5-3,4 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 1,25 nel periodo di riferimento.

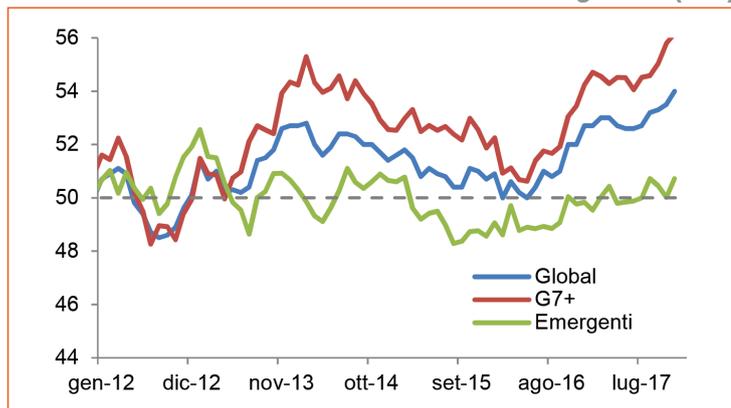
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 06.12.2017, se non diversamente indicato.

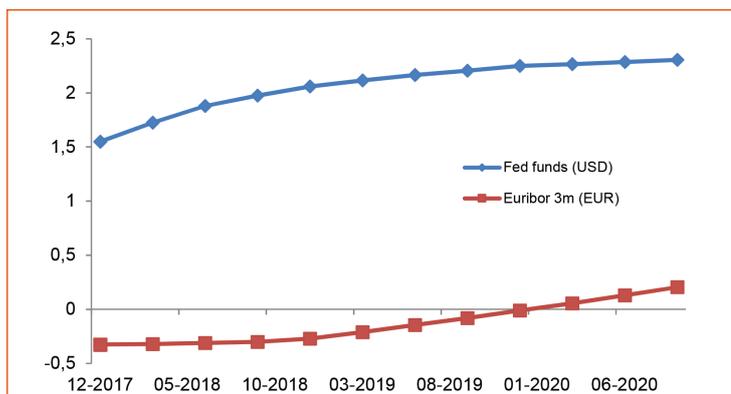
# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La lenta accelerazione della crescita globale si è estesa anche al secondo semestre 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 continuano a riguardare 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 appena sufficiente 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. A destra dati in %. 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, con qualche effetto positivo di breve termine sulla crescita. Dopo un 2017 di poco superiore al 2%, la crescita del PIL potrebbe registrare una modesta accelerazione nel 2018-19. Tuttavia, la piena occupazione rappresenta un limite sempre più stringente alla sostenibilità della crescita. La Federal Reserve, che è alle prese con un rischio potenziale di surriscaldamento, ma anche pressioni al rialzo sui salari ancora scarse, ha alzato i tassi ufficiali ripetutamente nel 2017. Malgrado ciò, le condizioni monetarie restano oltremodo accomodanti; riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste, e inferiori a quanto la stessa Fed segnala. La Fed ha iniziato a ridurre il ritmo degli acquisti nell'ambito della sua politica di reinvestimento dei titoli in scadenza, però senza apprezzabili effetti sulla curva dei tassi.

## Eurozona

L'economia dell'Eurozona sta crescendo più del previsto nel 2017, con un 3° trimestre in accelerazione al 2,5% dopo un primo semestre già piuttosto brillante. La ripresa interessa anche la periferia, Italia inclusa. La crescita è trainata sia dalla domanda interna, sia dalle esportazioni, che hanno assorbito molto bene gli effetti dell'euro più forte. Nel 2018 la crescita potrebbe rallentare, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale, ma probabilmente resterà abbastanza sostenuta da far calare ancora la disoccupazione. L'inflazione, destinata a calare temporaneamente nei prossimi mesi, salirà solo modestamente nel prossimo biennio.

Le elezioni hanno precipitato anche la Germania in una difficile congiuntura politica, che prospetta tempi lunghi per la formazione del nuovo governo. Anche in Italia si sta avvicinando la scadenza della legislatura: malgrado la riforma della legge elettorale potrebbe non essere facile formare una maggioranza di governo, ma gli investitori sono tranquillizzati dai toni più calmi dei partiti riguardo alla permanenza nell'area dell'euro. In generale, il rischio politico non riveste più l'importanza che aveva prima delle elezioni francesi.

Nei prossimi mesi, entreranno nel vivo anche i negoziati per l'uscita del Regno Unito dall'UE. La lentezza dei progressi conseguiti finora significa che o ci sarà un'uscita immediata senza alcun accordo alla scadenza del marzo 2019, o un periodo di transizione abbastanza lungo, durante il quale poco cambierà. Più perdurerà l'incertezza, però, più è probabile che scattino i piani precauzionali delle imprese. Tuttavia, gli effetti economici resteranno limitati anche nel 2018.

La BCE ha iniziato la lenta riduzione dello stimolo monetario: il programma di acquisti è stato tagliato a 60 miliardi mensili con decorrenza da aprile 2017, ed è stata annunciata un'ulteriore riduzione a 30 miliardi mensili da gennaio 2018. Il programma potrebbe quindi terminare a settembre 2018 o poco dopo. Tuttavia, i tassi ufficiali rimarranno probabilmente invariati fino al 2019.

# I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

## Crescita e banche centrali caute sostengono ancora i mercati

La prosecuzione della crescita economica mondiale alimenta un clima di fiducia degli investitori, supportato anche da Banche centrali caute nella rimozione dello stimolo monetario. Le prospettive dei mercati azionari appaiono ancora mediamente favorevoli, nonostante alcune aree geografiche, come gli Stati Uniti, abbiano valutazioni meno attraenti rispetto all'Europa e ai Paesi emergenti. 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. L'ipotesi di scenario più probabile per il dollaro prevede ancora un indebolimento, ma ad un ritmo molto più lento rispetto al 2017.

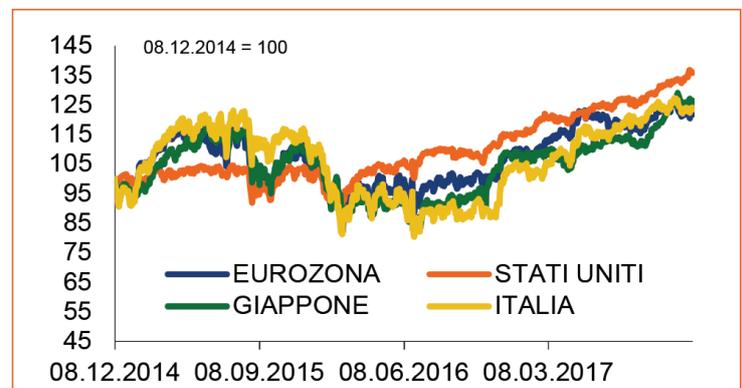
## Azioni

2017 molto positivo per le borse. L'indice MSCI World rappresentativo delle borse sviluppate ha registrato un +17,6% (dato al 4 dicembre, comprensivo dei dividendi) con USA e Giappone allineati (+20% per S&P 500 e Topix) e l'Eurozona un po' indietro (+14,6% Eurostoxx). Migliore di tutti l'andamento delle borse emergenti (+27,8%). Va ricordato che il rafforzamento dell'euro (+11% nell'anno contro dollaro) ha in parte eroso i rendimenti delle borse straniere agli occhi dell'investitore in euro che non avesse coperto il cambio. Il contesto globale rimane di supporto per le azioni, per quanto in parte già scontato dai mercati. Per il 2018 le borse potranno ancora contare sul supporto di una crescita economica globale stabile e su banche centrali gradualmente nella riduzione dello stimolo monetario. Negli USA gli effetti della riforma fiscale, la cui approvazione appare sempre più probabile, dovrebbero permettere di sostenere il mercato anche a dispetto di valutazioni un po' "tirate". Valutazioni invece in linea con le medie storiche per Europa, Giappone ed Emergenti.

## Obbligazioni Governative

Bilancio magro per i titoli governativi nel 2017. L'indice JPM EMU, rappresentativo dei titoli dell'Eurozona, segna un modesto +1,5% da inizio anno (dato al 4 dicembre, comprensivo delle cedole rimosse). Migliore l'andamento dei titoli USA (+2,4% 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 era messo in moto da luglio del 2016, 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 grazie alla prosecuzione della crescita economica e alla 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 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

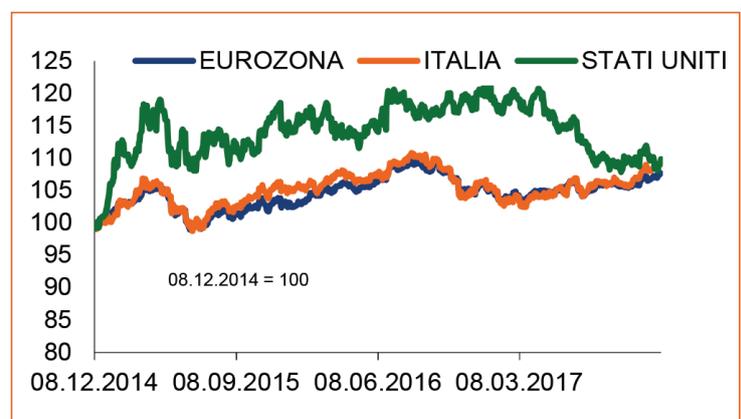
## Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro continua a rappresentare un'alternativa ai titoli di Stato, ma solo per determinate categorie. Il comparto delle obbligazioni Corporate nella classe di rating Investment Grade ha rendimenti vicino allo zero o solo marginalmente positivi, a meno di non considerare scadenze extra-lunghe e dunque maggiormente esposte agli effetti di un'eventuale risalita dei tassi, seppur moderata. La classe di rating delle obbligazioni High Yield, con grado di rischio più elevato, si mantiene comunque su rendimenti storicamente bassi, seppur più attraenti. Il comparto in generale risente favorevolmente della prosecuzione degli acquisti da parte della BCE, che con la rimodulazione del QE appare destinata a ad acquisire un peso relativo maggiore. Le obbligazioni dei Paesi emergenti registrano rendimenti relativamente più alti rispetto ai titoli di Stato G7 seppur ai minimi da diversi anni. Anche in questo caso l'atteggiamento cauto della Fed e della BCE, oltre allo stato mediamente buono dei fondamentali dei principali Paesi, rappresenta un fattore di sostegno per il comparto. Resta in ogni caso cruciale la selettività.

## Valute

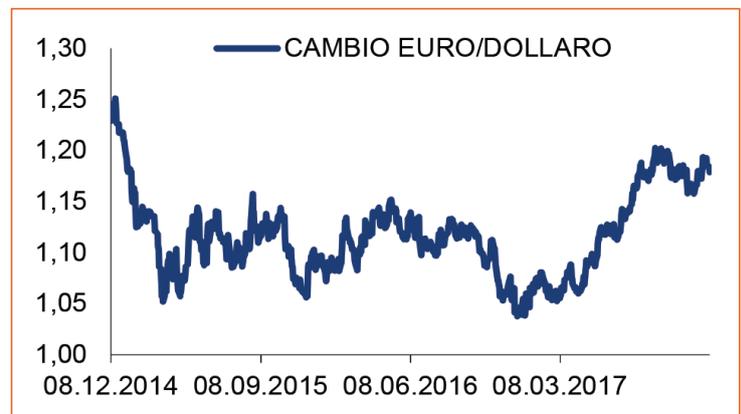
Dollaro in calo contro le principali valute di Paesi sviluppati ed emergenti nel 2017. Contro euro il movimento è stato da 1,04 a 1,20 (cambio EUR/USD). Il recupero dell'euro e delle valute emergenti ha riflesso il rafforzamento della ripresa economica fuori dagli USA, oltre al rientro del rischio politico in Eurozona. Le motivazioni che hanno sostenuto le valute diverse dal dollaro nel 2017 rimangono in larga parte valide ad inizio 2018. Europa ed Emergenti sono in fasi meno mature del ciclo economico rispetto agli USA e hanno maggiore spazio di accelerazione. D'altro lato l'approvazione della riforma fiscale USA può essere elemento di sostegno per il dollaro. L'ipotesi di scenario più probabile prevede un dollaro ancora un indebolimento, ma ad un ritmo molto più lento rispetto al 2017.

## 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 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 17.10.2017.

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](http://www.intesasanpaolo.com)