

# SCENARIO 2018

MACROECONOMIA E MERCATI  
AGGIORNAMENTO 3° 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 3° 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 25.06.2018

# SCENARIO 3° TRIMESTRE 2018: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

L'andamento dell'economia mondiale è stato migliore delle attese nel 2017, ma nel 1° trimestre 2018 i dati hanno mostrato qualche segnale di rallentamento. Ciò nonostante, il 2018 sarà caratterizzato da un mix ancora benigno di crescita e inflazione e 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 lo stimolo fiscale approvato lo scorso anno 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

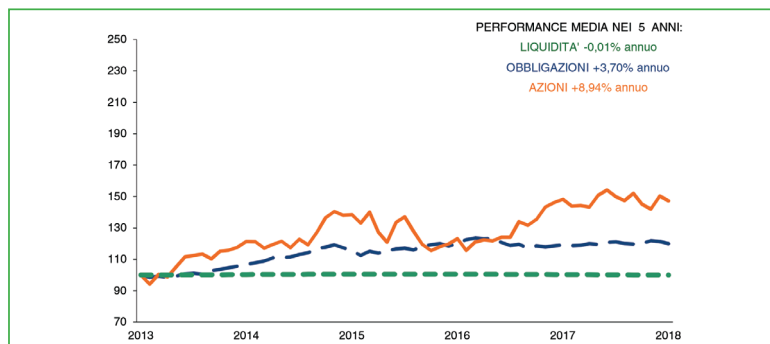
Le Banche centrali dei Paesi avanzati manterranno condizioni di liquidità eccezionalmente accomodanti e tassi di interesse vicini allo zero ancora per molto tempo. La Fed continuerà a restringere la politica monetaria nei prossimi mesi, forse un po' di più di quanto oggi scontato dai mercati. La BCE ha annunciato che a fine anno chiuderà il programma di acquisto di titoli, ma anche che il rialzo dei tassi ufficiali non arriverà prima di settembre 2019.

## MERCATI

### Monetario

Nonostante la prospettiva di chiusura dello stimolo quantitativo da parte della BCE a fine anno, i tassi monetari sono rimasti compressi e negativi sulle principali scadenze. I tassi dei titoli di Stato italiani sono tornati marginalmente positivi sulle scadenze intorno ai 12 mesi, complice l'aumento dei rendimenti a fine maggio, nel

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

periodo di turbolenza legata all'incertezza politica in Italia. I tassi sono destinati a restare su livelli contenuti giustificando ancora un quadro sfavorevole.

### Obbligazionario Governativo

Il rialzo dei tassi a lunga scadenza, che si è messo in moto da luglio del 2016, dovrebbe proseguire. Negli USA il percorso appare già a buon punto, mentre dovrebbe accelerare in Eurozona, in anticipo rispetto al rialzo dei tassi BCE previsto per la seconda metà del 2019. Dopo il recente aumento, lo spread Italia-Germania ha spazio per ridursi, ma dato il basso livello dei tassi il potenziale di performance dei titoli governativi appare inferiore rispetto a quello degli ultimi anni.

### Obbligazionario Corporate

A fronte di uno scenario che vede l'economia europea in decelerazione ma ancora solida e una qualità del credito soddisfacente, le prospettive dipenderanno in larga misura dall'impatto della chiusura del QE, attesa entro fine 2018 dopo un ultimo trimestre di acquisti a 15 miliardi. Per quanto ammorbidita dal reinvestimento dei titoli in scadenza, la decisione eserciterà una pressione sugli spread.

### Obbligazionario Emergenti

Continua la performance negativa delle attività finanziarie legate ai Paesi emergenti, che appare correlata al rafforzamento del dollaro statunitense. Il quadro economico sottostante all'area resta comunque positivo e, dopo i nuovi ribassi, anche le valutazioni appaiono nuovamente attraenti in alcuni casi. La selettività resta dunque cruciale, in un quadro di possibili pressioni derivanti dall'aumento dei tassi "privi di rischio" per le obbligazioni in euro.

### Azionario

Il rialzo dei tassi USA e i timori di guerra commerciale hanno sospeso il rialzo delle borse dopo i massimi di febbraio. Le prospettive di medio termine appaiono però favorevoli alle azioni in un contesto di crescita economica positiva, senza particolari accelerazioni dell'inflazione, e gradualità nella riduzione dello stimolo monetario. Anche l'ipotesi di una guerra commerciale vera e propria appare meno probabile, rispetto alla conclusione di nuovi accordi di scambio.

### Dati e previsioni economiche

	2018 STIME PRECEDENTI	2018 STIME CORRENTI	2019
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	2,4	2,1	1,9
Inflazione	1,6	1,8	1,8
Tasso di interesse *	-0,4	-0,4	0,0
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	2,7	3,0	2,6
Inflazione	2,4	2,6	1,9
Tasso di interesse *	2,25-2,50	2,25-2,50	2,75-3,00
Tasso di cambio EUR/USD*	1,20-1,30	1,15-1,20	1,10-1,25

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

## Valute

Dollaro in rafforzamento da metà aprile, in linea con la maggior crescita dell'economia USA e con il fatto che la Fed è la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Da qui in avanti il dollaro potrebbe però stabilizzarsi, sia perché si sta avvicinando la svolta delle politiche monetarie fuori dagli USA, sia perché un dollaro troppo forte potrebbe, in ultimo, frenare l'azione della Fed.

## Indebitamento

La politica monetaria della BCE resta espansiva nonostante la riduzione degli acquisti di titoli, 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 per tutto il 2018 e per la prima metà del 2019. Rimangono su livelli storicamente contenuti anche i tassi Eurirs, nonostante la volatilità. 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 2018	2017	2012-2016 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,1	-0,2	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	0,0	0,3	4,7	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,1-0,9	Aumento dei tassi di mercato su crescita e inflazione in salita
Obbligazionario Germania	0,9	-1,0	2,5	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 5 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	-2,9	-0,2	7,2	Neutrale	Neutrale	n.d.	Titoli italiani meno interessanti in un'ottica di rialzo dei tassi nel medio termine
Obbligazionario Dollaro	-1,0 (1,0 in euro)	1,8 (-7,4 in euro)	1,0 (4,2 in euro)	Neutrale	Neutrale	0,3-1,4 (-0,8/0,3 in euro)	Tassi di mercato USA significativamente saliti e con minore spazio di ulteriore rialzo
Obbligazionario corporate	-0,3	1,8	4,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	0,0-1,2	Rischio rialzo tassi di mercato
Obbligazionario Emergenti	-1,2	4,2	5,4	Moderatamente Negativo	Neutrale	0,5-1,3	L'incremento dello spread ha migliorato le condizioni valutative
Azionario Europa	-0,8	7,4	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-5,3	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Italia	0,2	12,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-5,6	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	1,9 (4,0 in euro)	16,2 (5,2 in euro)	10,8 (14,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6-4,4 (0,5/3,2 in euro)	Economia in crescita, rialzo frenato da valutazioni meno favorevoli
Azionario Giappone	-2,8 (1,1 in euro)	14,9 (6,8 in euro)	13,2 (9,9 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,9-6,3 (-0,2/4,2 in euro)	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Emergenti	-2,1 (-0,1 in euro)	22,9 (11,1 in euro)	4,5 (7,8 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-4,6 (0,3-3,4 in euro)	Economia in crescita, 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, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa, corretta per il rischio, rispetto alle altre classi di attività finanziarie.

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

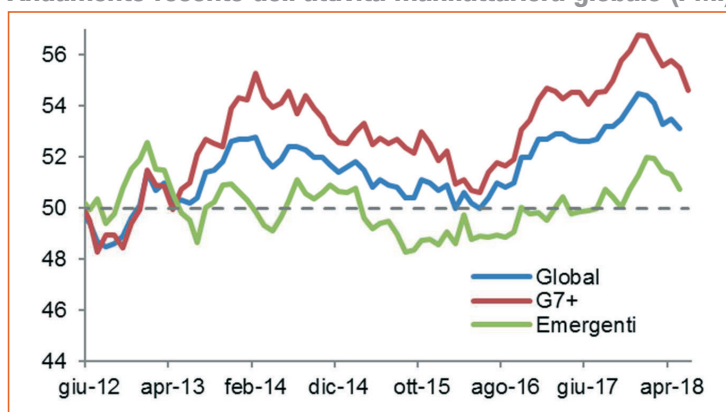
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 25.06.2018, se non diversamente indicato.

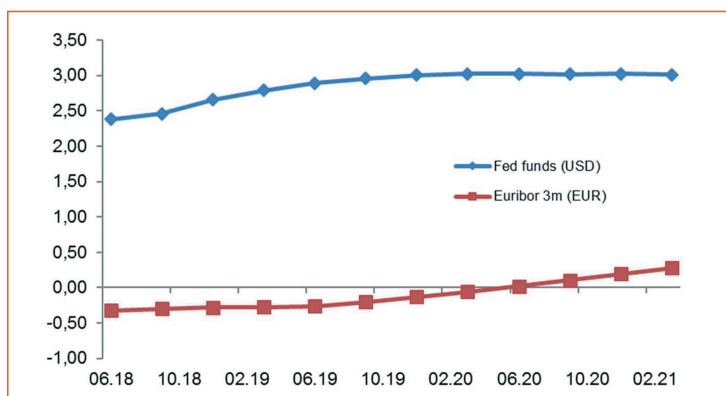
# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Il 1° semestre del 2018 è stato caratterizzato da una crescita diffusa dell'economia mondiale, ma anche da un andamento più contrastato delle indagini congiunturali, in particolare sul continente europeo. Il 2018 dovrebbe rappresentare l'anno di picco per la crescita globale, e nei prossimi trimestri potrebbero emergere nuovi segnali di rallentamento. Comunque, anche se a ritmi più moderati, questa fase di espansione ha ottime probabilità di estendersi anche al 2019: infatti, non vi sono rischi recessivi legati a eccessi creditizi; inoltre, la restrizione della politica monetaria resta molto graduale, e le politiche fiscali sono complessivamente neutrali. Le misure protezionistiche del Governo americano, sebbene di portata troppo modesta per minacciare la crescita mondiale, si stanno gradualmente estendendo, provocando misure di rappresaglia da parte dei Paesi colpiti. In futuro, ciò potrebbe guastare il clima di fiducia delle imprese, frenando gli investimenti. La tendenza del prezzo del petrolio è stata più forte delle attese, e ha condotto a una revisione al rialzo delle stime di inflazione, che tuttavia restano ancora molto basse.

## 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 attuato da quest'anno avrà qualche effetto positivo di breve termine sulla crescita. La crescita del PIL potrebbe perciò accelerare nel 2018, toccando il 3%, per poi rallentare dal 2019. Tuttavia, la piena occupazione rappresenta un limite sempre più stringente alla sostenibilità dell'espansione economica. La Federal Reserve, che è alle prese con un rischio potenziale di surriscaldamento ma anche con pressioni al rialzo sui salari ancora scarse, ha alzato i tassi ufficiali già due volte nel 2018. Malgrado ciò, le condizioni monetarie restano oltremodo accomodanti; riguardo al 2018 le aspettative di rialzo sono modeste (da 1 a 2 rialzi), e pressoché in linea con quanto segnalato dalla Banca centrale, mentre i mercati sono molto più cauti riguardo al 2019-20. La Fed sta riducendo il ritmo degli acquisti nell'ambito della sua politica di reinvestimento dei titoli in scadenza, però senza apprezzabili effetti sulla curva dei tassi.

## Eurozona

Dopo una fine del 2017 di crescita vigorosa, nel 1° trimestre 2018 l'attività economica è rallentata, in particolare nel comparto manifatturiero. Tale fenomeno dipende in parte da fattori transitori. La crescita è trainata soprattutto dalla domanda interna. Nel 2018 la crescita sarà più bassa rispetto allo scorso anno, frenata dal cambio e da una modesta restrizione fiscale, e un ulteriore rallentamento è atteso nel 2019. Tuttavia, resterà abbastanza sostenuta da far calare ancora il tasso di disoccupazione, e continuerà a interessare tutta l'area. L'inflazione salirà solo modestamente nel prossimo biennio.

Il nuovo Governo italiano ha confermato l'obiettivo di riduzione del debito, ma soltanto dopo una fase di mercato molto turbolenta, caratterizzata da violenti allargamenti dei premi per il rischio anche sulle scadenze corte del debito. Gli annunci hanno stabilizzato i differenziali, ma su livelli più alti, ampiamente superiori ai 200pb sulla scadenza decennale. Il mantenimento di un percorso virtuoso dei conti pubblici sarà essenziale per evitare un peggioramento del merito di credito del Paese. La crescita economica italiana quest'anno sarà solo marginalmente inferiore al 2017.

La BCE continua la lenta riduzione dello stimolo monetario. Il programma di acquisti, già tagliato a 30 miliardi mensili dal gennaio 2018, terminerà alla fine di quest'anno. Tuttavia, i tassi ufficiali rimarranno invariati fino al settembre 2019, e il differenziale con gli Stati Uniti continuerà ad allargarsi fino a metà 2019. Inoltre, la BCE potrebbe rallentare o interrompere il ritiro delle misure di stimolo, se la situazione economica dell'Eurozona si rivelasse molto peggiore del previsto.

# I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

## Le Banche centrali chiudono gradualmente i rubinetti, focus sulla crescita economica

Alla Fed si aggiunge la BCE nel segnalare la graduale chiusura dello stimolo quantitativo, anche se il primo rialzo dei tassi non dovrebbe avvenire prima della seconda metà del 2019. I mercati azionari hanno interrotto i rialzi a causa delle prospettive sui tassi e sulle politiche commerciali, ma la prosecuzione della crescita economica in assenza di vere e proprie guerre commerciali dovrebbe supportare il comparto. Di riflesso dovrebbe proseguire la risalita dei tassi di mercato, più significativamente in area euro che negli USA, dove il ciclo economico è più maturo. Una particolare attenzione sarà puntata sui titoli di Stato italiani, per i quali il tema del contenimento del deficit sarà cruciale per la dinamica dei prezzi e l'andamento dello spread BTP-Bund. Intanto si ripresentano opportunità per le obbligazioni dei Paesi emergenti, con la dovuta selettività, mentre il comparto Corporate appare esposto alla chiusura del programma di acquisti BCE. Sul fronte valutario, il rafforzamento del dollaro appare destinato a interrompersi contro euro, complice l'avvicinarsi della svolta nella politica monetaria nel Vecchio Continente.

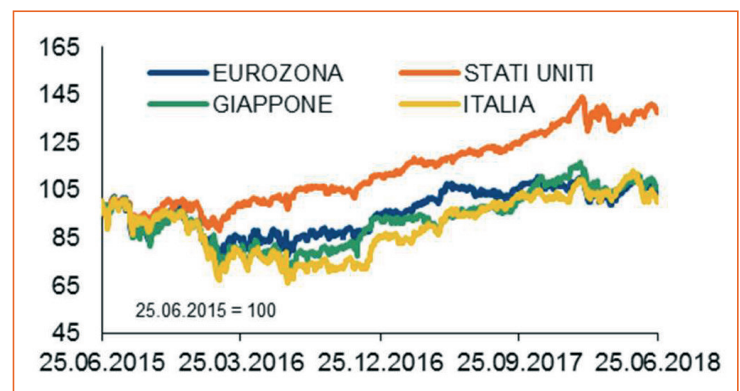
## Azioni

Partenza bruciante, correzione, parziale recupero. Questa la sintesi dei primi 6 mesi del 2018 per i mercati azionari, che registrano un +2,5% dell'indice MSCI World All Country rappresentativo delle borse mondiali (dato al 20 giugno, comprensivo dei dividendi). Forti differenziazioni geografiche: +4,5% per gli USA (S&P 500), +2,0% per l'Eurozona (Eurostoxx), negativi Giappone (-2,6% il Topix) ed Emergenti (-1,2%). Rialzo dei tassi USA e timori di guerra commerciale sono le motivazioni che hanno sospeso il rialzo delle borse dopo i massimi di febbraio. Le prospettive di medio termine appaiono però favorevoli alle azioni in un contesto di crescita economica positiva, senza particolari accelerazioni dell'inflazione, e gradualità nella riduzione dello stimolo monetario. Anche l'ipotesi di una guerra commerciale vera e propria appare meno probabile, rispetto alla conclusione di nuovi accordi di scambio.

## Obbligazioni Governative

Tassi USA in rialzo nel 1° semestre, ma fermi in Germania; spread dell'Italia in allargamento. L'incremento dei tassi a lunga scadenza dovrebbe proseguire con la continuazione della ripresa economica e l'aumento dei tassi da parte delle Banche centrali. Negli USA il percorso di normalizzazione dei tassi di mercato appare già a buon punto, mentre dovrebbe accelerare in Eurozona, in anticipo rispetto al rialzo dei tassi BCE previsto per la seconda metà del 2019. Il rialzo dei tassi tedeschi presuppone il rientro delle incertezze politiche, soprattutto in Italia. In tale ipotesi lo spread Italia-Germania ha spazio per ridursi a condizione che venga controllato l'andamento dei conti pubblici, ma dato il basso livello dei tassi il potenziale di performance dei titoli governativi europei appare inferiore rispetto a quello 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

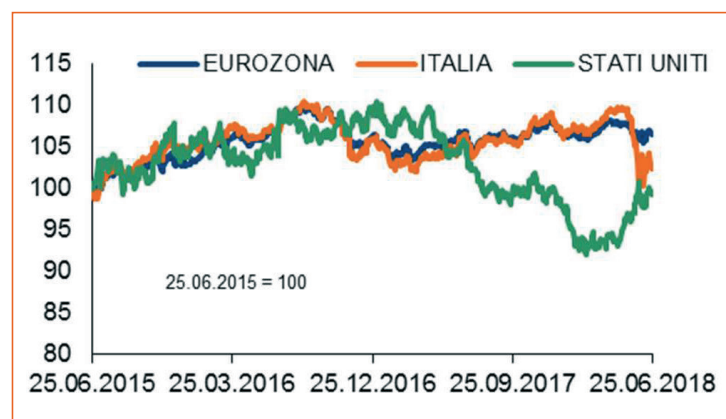
## Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro ha registrato un andamento mediamente negativo, complice l'avversione al rischio diffusasi nei mercati nel 2° trimestre. Le incertezze sul fronte dei dazi, il rallentamento dell'economia europea, le difficoltà di alcuni Paesi emergenti (Argentina e Brasile su tutti) e le tensioni politiche in Italia hanno determinato un aumento del premio al rischio nei principali comparti. In prospettiva la riduzione e, successivamente, la chiusura del programma di acquisti della BCE potranno pesare soprattutto sulla classe di rating Investment Grade, ma anche le obbligazioni High Yield potranno soffrire di un contesto di liquidità meno favorevole. Le obbligazioni dei Paesi emergenti in euro hanno registrato performance negative da inizio anno, migliorando le condizioni valutative del comparto. Sebbene ci siano state difficoltà specifiche in alcuni Paesi, come l'Argentina e il Brasile, ma anche situazioni di incertezza in Turchia e Sud Africa, le condizioni economiche restano mediamente favorevoli, sebbene esposte alle prospettive commerciali alla luce dell'imposizione di dazi. Si presentano opportunità anche sulle obbligazioni in valuta locale o in dollari, ma in ogni caso resta cruciale la selettività.

## Valute

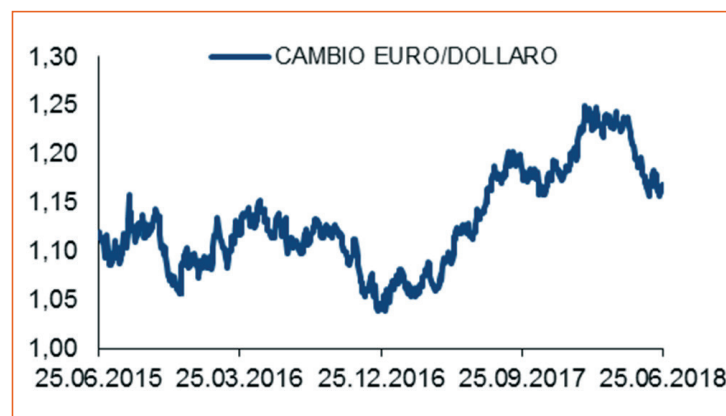
Dollaro in rafforzamento contro la maggior parte delle valute da metà aprile, interrompendo così un calo in atto da inizio 2017. Contro euro il dollaro è tornato a 1,15 dopo aver toccato 1,25. Il recupero del dollaro registra la maggior crescita dell'economia USA e il fatto che la Fed sia la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Da qui in avanti il dollaro potrebbe però stabilizzarsi, sia perché si sta avvicinando la svolta delle politiche monetarie fuori dagli USA, sia perché un dollaro troppo forte potrebbe, in ultimo, frenare l'azione della Fed.

## 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 18.04.2018.

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

 BANCAPULIA

 CASSA DI RISPARMIO  
DEL VENETO

 CASSA DI RISPARMIO  
DEL FRIULI VENEZIA GIULIA

 BANCA  
CR FIRENZE 

 CASSA DEI RISPARMI  
DI FORLÌ E DELLA ROMAGNA

 CARISBO

 CASSA DI RISPARMIO  
DI PISTOIA E DELLA LUCCHESIA

INTESA  SANPAOLO

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