

SCENARIO 2018

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 2018

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 10.10.2018

SCENARIO 4° TRIMESTRE 2018: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

I dati estivi hanno confermato uno scenario di graduale rallentamento della crescita mondiale, reso ancor più probabile dal protezionismo americano. I focolai di crisi restano tuttavia circoscritti, e non paiono ancora in grado di minacciare l'espansione economica.

Inflazione

Le previsioni di inflazione sono state oggetto di più diffuse revisioni, prevalentemente al rialzo, complici le tensioni sul prezzo del petrolio. Con la maturazione del ciclo economico, si registrerà un modesto aumento della crescita salariale e dell'inflazione di fondo fra il 2018 e il 2019.

Politica monetaria

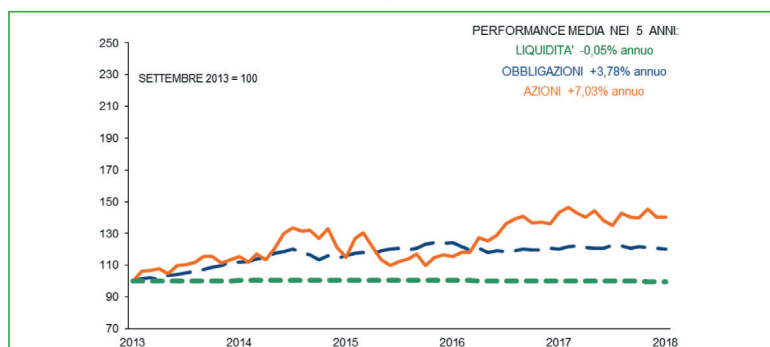
Sempre più Banche centrali sono orientate a rimuovere lo stimolo monetario, ma la gestione del processo resta caratterizzata da estrema prudenza. Il livello dei tassi ufficiali rimane ovunque basso nel confronto storico. Riteniamo che nel 2019 lo stimolo monetario sarà ridotto ovunque tranne che in Giappone, ma più in misura reattiva che proattiva.

MERCATI

Monetario

La riduzione dello stimolo quantitativo da parte della BCE a decorrere da ottobre e la sua chiusura a fine anno non hanno al momento modificato un quadro di tassi monetari ancora molto contenuti, considerata la lontananza nel tempo del primo possibile rialzo dei tassi ufficiali, atteso non prima dell'estate del 2019. I tassi BOT restano mediamente più elevati rispetto a inizio anno, complici le incertezze sulle politiche di bilancio. I tassi monetari in euro sono comunque destinati a restare su livelli contenuti, giustificando ancora un quadro sfavorevole.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



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

Obbligazionario Governativo

Tassi in forte rialzo negli USA e fermi in Germania da inizio anno. Agli attuali livelli i tassi governativi USA iniziano ad apparire interessanti, ma per un investitore europeo comportano il rischio legato alla volatilità del dollaro. I tassi del Bund sono invece poco interessanti e a rischio di risalita. Dopo il recente allargamento degli spread, i titoli italiani sono più attraenti, ma rimangono soggetti alla volatilità di natura politica.

Obbligazionario Corporate

L'aumento dei tassi di mercato atteso nei prossimi mesi è destinato a penalizzare il comparto, nella componente a maggior qualità creditizia (Investment Grade). La riduzione degli acquisti della BCE è un altro fattore penalizzante, sebbene alcuni margini di performance riguardino le obbligazioni High yield, con la dovuta selettività.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto è stato penalizzato dalle crisi di alcuni Paesi emergenti, che hanno sofferto un periodo di instabilità politica ed economico-finanziaria. La Turchia, l'Argentina e in parte il Brasile e il Sud Africa hanno subito una significativa svalutazione, anche se differenziata secondo le fragilità dei singoli Paesi. In prospettiva riteniamo ci siano margini di recupero del comparto, favorito dalla natura non sistemica dei focolai di crisi in corso.

Azionario

I fondamentali economici e la redditività delle imprese rimangono di supporto per le azioni. E però essenziale, e probabile, che da qui in avanti la Federal Reserve e l'Amministrazione USA modulino le proprie azioni in modo da evitare turbolenze che potrebbero indebolire la ripresa economica globale. In questo caso la borsa americana può continuare a salire e le altre, ora interessanti dal punto di vista valutativo, possono recuperare parte del ritardo accumulato rispetto agli USA.

Dati e previsioni economiche

	2018 STIME PRECEDENTI	2018 STIME CORRENTI	2019
EUROPA			
Crescita economica	2,1	2,0	1,7
Inflazione	1,8	1,8	1,9
Tasso di interesse *	-0,4	-0,4	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	3,0	2,9	2,6
Inflazione	2,6	2,5	1,8
Tasso di interesse *	2,25-2,50	2,25-2,50	3,00-3,25
Tasso di cambio EUR/USD*	1,15-1,20	1,10-1,20	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 contro la maggior parte delle valute, a registrare la forza dell'economia USA e il fatto che la Fed sia la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Il rialzo dei tassi BCE è ancora lontano ma, man mano che si avvicina, l'euro potrebbe riguadagnare un po' di forza. Dopo il recente forte calo le valute emergenti appaiono interessanti, ma un loro recupero presuppone un atteggiamento meno aggressivo da parte della Federal Reserve nel rialzo dei tassi.

Indebitamento

Nonostante la riduzione degli acquisti di titoli da parte della BCE e la chiusura del programma quantitativo alla fine dell'anno, i livelli dei tassi restano molto contenuti, poiché il primo rialzo dei tassi ufficiali è ancora lontano. I tassi BCE resteranno stabili e su livelli vicini allo zero o negativi fino alla prima metà del 2019. Rimangono su livelli storicamente contenuti anche i tassi Eurirs, nonostante il recente moderato rialzo. 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 ancora 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	-0,2	-0,2	0,3	Negativo	Negativo	0,2-0,6	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	-1,1	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	0,2	-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	-5,1	-0,2	7,2	Neutrale	Moderatamente Positivo	n.d.	Titoli italiani più interessanti dopo l'aumento dei rendimenti
Obbligazionario Dollaro	-2,0 (1,0 in euro)	1,8 (-7,4 in euro)	1,0 (4,2 in euro)	Neutrale	Moderatamente Positivo	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	-0,7	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	Neutrale	Moderatamente Positivo	0,5-1,3	L'incremento dello spread ha migliorato le condizioni valutative
Azionario Europa	-2,7	7,4	8,6	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,1-5,3	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Italia	-5,0	12,8	6,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,8-5,6	Economia in crescita, valutazioni interessanti
Azionario Stati Uniti	4,3 (7,5 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	0,2 (3,0 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	-5,6 (-2,8 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 sono approssimati applicando l'aliquota di tassazione del 26% alla performance lorda dell'indice (inclusi i dividendi o le cedole), anche se negativi in considerazione del credito d'imposta; ND=non disponibile.

* I giudizi espressi si riferiscono a un orizzonte temporale di 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.

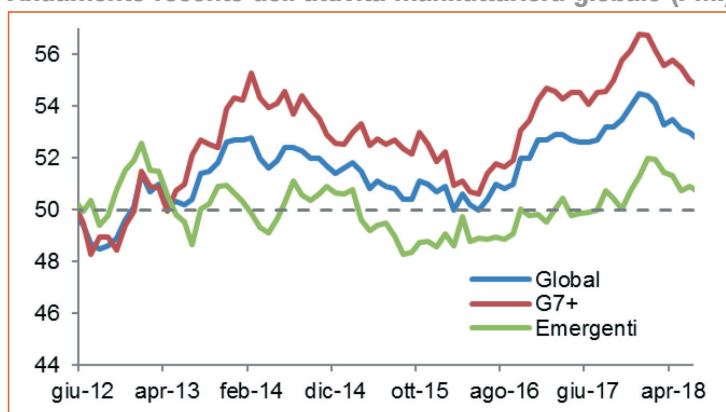
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 10.10.2018, se non diversamente indicato.

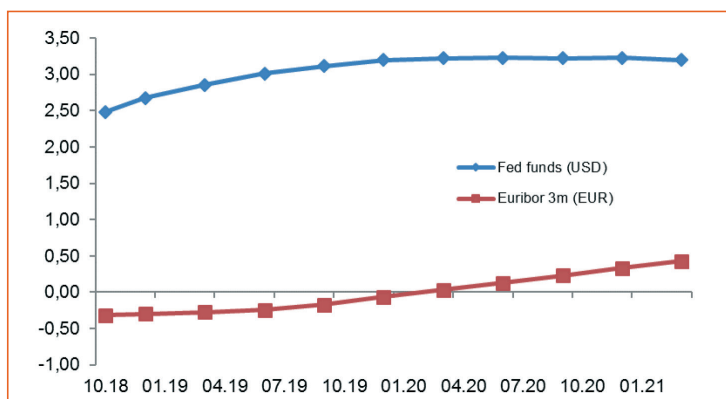
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La fase di espansione dell'economia globale è destinata ad estendersi anche al 2019, sebbene a un passo più lento rispetto al 2018, accompagnata da vincoli di capacità, pressioni inflazionistiche in lieve ripresa, un ridimensionamento dello stimolo monetario e un innalzamento delle barriere commerciali fra Stati Uniti e Cina. I focolai di crisi potenziale si stanno moltiplicando, anche se per ora appaiono legati a squilibri di natura prettamente locale e sembrano scarsamente in grado di attivare fenomeni globali di contagio. A livello aggregato, l'espansione fiscale americana compensa la riduzione del deficit che sta avvenendo nell'Eurozona.

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

L'economia americana viaggia a pieni giri: dopo un 2° trimestre in crescita del 4,2% trimestrale annualizzato, il secondo semestre dovrebbe registrare una espansione ancora molto solida, in media intorno al 3%. La crescita annua per il 2018 è prevista a 2,9%. Dal 2019 in poi prevediamo un rallentamento. Da un lato, al nono anno della ripresa, diventerà più rilevante la scarsità di risorse inutilizzate, sia in termini di capacità produttiva, sia sul mercato del lavoro, con vincoli più stringenti sulla dinamica dell'attività. Dall'altro, si cumuleranno freni nei prossimi anni. Prima di tutto, i fattori che si sono rinforzati a vicenda spingendo la ripresa quest'anno - politica monetaria, politica fiscale e dollaro - andranno nella direzione opposta, frenando la crescita. In secondo luogo si accumulano i rischi di effetti negativi legati alla politica commerciale, alla luce dell'escalation della guerra dei dazi con la Cina. Le previsioni per la variazione annua del PIL sono del 2,6% nel 2019, 2,2% nel 2020 e 1,8% nel 2021, con rischi sbilanciati verso il basso. L'inflazione è tornata intorno al 2% ma, nonostante il continuo calo del tasso di disoccupazione, non registra segnali di pressioni al rialzo. Questo fattore rappresenta un'assicurazione contro un "hard landing" in questo ciclo, perché permette alla Fed di essere cauta nella rimozione dello stimolo monetario. Dal 2019 in poi il focus sarà sull'entità e la tempistica del rallentamento e di una eventuale svolta ciclica.

Il rialzo dei fed funds a un intervallo fra 2% e 2,25% a settembre era scontato dal mercato, che assegna una probabilità elevata a un altro aumento in dicembre. Le opinioni all'interno della Fed restano disperse sia in termini di livello del tasso neutrale (tra il 2,5% e il 3,5%) sia sull'appropriatezza di rialzi preventivi. Il dibattito su questi due temi renderà progressivamente più incerto lo scenario dei tassi. La nostra previsione è di un aumento a dicembre e tre nel 2019, con un punto di arrivo a 3-3,25% e rischi verso il basso.

Eurozona

La fase di espansione al di sopra del potenziale procede: le nostre stime sono di crescita del 2,0% nel 2018 e moderazione verso l'1,7% il prossimo anno. Il rallentamento del commercio mondiale sta penalizzando le esportazioni, con ripercussioni sulle prospettive per l'industria. Il principale motore di crescita resterà la domanda interna, in particolare gli investimenti, mentre i consumi delle famiglie hanno fatto peggio delle attese nei mesi primaverili: dovrebbe però trattarsi di un rallentamento temporaneo. L'inflazione complessiva è già tornata al target ma il rialzo è interamente dovuto alle pressioni sull'energia. Al ridursi dell'eccesso di offerta aggregato e all'aumentare dei salari nominali dovrebbe vedersi una graduale accelerazione dell'inflazione core (che esclude alimentari ed energia). Sul fronte della politica fiscale si apre la stagione dei budget 2019. Le raccomandazioni della Commissione UE richiedono un aggiustamento strutturale per il prossimo anno di circa lo 0,6% a Francia, Italia, Portogallo e Spagna ma, con le elezioni europee nella prossima primavera, è difficile che prevalga a Bruxelles un approccio ultra-rigoroso. L'Italia sarà il sorvegliato speciale, dal momento che ha il secondo debito più alto all'interno dell'area euro.

La BCE ha confermato sia la fine degli acquisti entro dicembre di quest'anno che la guidance sui tassi, con cui si impegna a tenerli fermi fin dopo l'estate del 2019. Il Consiglio BCE procederà, quindi, con il pilota automatico nei prossimi mesi e, a meno di sorprese dai dati di inflazione a inizio 2019, pensiamo che i tassi resteranno fermi fino a settembre 2019.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Mercati ancorati alla tenuta della crescita economica

I fattori di rischio e le incertezze che avvolgono i mercati finanziari sono numerosi. Dalla guerra dei dazi alla politica fiscale in Italia, dal ritmo di rialzi dei tassi Fed alle prospettive della Brexit. In tale quadro l'elemento di sostegno per i mercati è la prosecuzione della crescita economica, seppur relativamente più bassa rispetto al picco di fine 2017. Di tale prospettiva di crescita si avvantaggerebbe soprattutto il mercato azionario, grazie alla dinamica positiva degli utili e del fatturato, in un contesto valutativo favorevole soprattutto per aree rimaste un po' indietro nelle performance come l'Europa. Il mercato obbligazionario che ne trarrebbe maggiore vantaggio è quello dei comparti "a spread" come il Corporate e i Paesi emergenti, sebbene la selettività resti ancora cruciale. Rimane maggiormente penalizzato il comparto dei Governativi, a causa dell'attesa di restrizione monetaria per quasi tutte le Banche centrali. Fanno eccezione l'Italia e gli Stati Uniti che presentano livelli di rendimento interessanti, a condizione rispettivamente che la Fed non acceleri i rialzi dei tassi e che la politica fiscale nel nostro Paese non determini ulteriori turbolenze nei mercati. Il dollaro appare ancora favorito nel breve, ma nel medio-lungo termine l'euro è atteso riprendere forza.

Azioni

Forte dispersione geografica per i mercati azionari da inizio anno. Dopo la correzione di febbraio solo la borsa USA ha recuperato un sentiero di rialzo, segnando nuovi massimi per poi avviare una fase di correzione. Movimento laterale per le borse di Europa e Giappone, attestate sui livelli di inizio anno. Saldo negativo per le emergenti, penalizzate dai timori di ulteriore restrizione monetaria da parte della Fed. È la fotografia di mercati che nutrono grande fiducia nella ripresa USA, ma si interrogano sull'impatto che il rialzo dei tassi americani e la guerra commerciale potranno avere sul resto del mondo. I fondamentali economici e la redditività delle imprese rimangono di supporto per le azioni. Ed è probabile che, da qui in avanti, la Federal Reserve e l'Amministrazione USA moduleranno le proprie azioni in modo da evitare turbolenze che si potrebbero ritorcere sull'economia. In questo caso la borsa americana può continuare a salire e le altre, ora interessanti dal punto di vista valutativo, possono recuperare parte del ritardo accumulato rispetto agli USA.

Obbligazioni Governative

Tassi obbligazionari in forte rialzo da inizio anno negli USA su tutte le scadenze, a riflettere la forza dell'economia e l'azione della Federal Reserve (tre rialzi dei tassi). Poco mossi invece in Germania, sia perché l'azione della BCE è tutt'ora accomodante, sia perché le incertezze politiche, soprattutto in Italia, orientano i flussi degli investimenti sui titoli considerati più sicuri, comprimendone i tassi di rendimento. Agli attuali livelli, vicino al 3% anche sulle scadenze brevi, i titoli governativi USA iniziano ad apparire interessanti, ma l'investitore europeo deve tenere conto dell'elevata volatilità legata al dollaro. I tassi del Bund invece appaiono poco interessanti ed a rischio di risalita, con conseguente calo delle quotazioni dei titoli, appena il rischio politico dovesse rientrare anche in parte. Dopo il recente forte allargamento degli spread, i titoli italiani hanno recuperato interesse dal punto di vista valutativo. Nell'immediato però la volatilità di natura politica potrebbe rimanere piuttosto elevata.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 3 anni



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

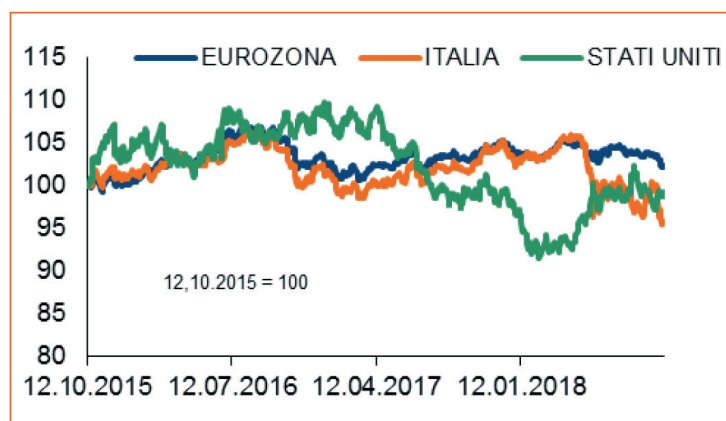
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro si caratterizzerà per un andamento differenziato a seconda della specifica classe di attività finanziaria. Le obbligazioni corporate a più alta qualità creditizia (Investment Grade) sono penalizzate in uno scenario di aumenti graduali dei tassi di mercato, poiché registrano un andamento simile a quello dei titoli di Stato cosiddetti “privi di rischio”. Le obbligazioni di minore qualità creditizia (High Yield) presentano rendimenti più interessanti e costituiscono un’opportunità, con la dovuta selettività degli emittenti. Le obbligazioni di Paesi emergenti hanno registrato un aumento del rendimento in linea con la percezione di maggior rischio ed evidenziano oggi delle opportunità di performance interessanti. Si presentano opportunità anche sulle obbligazioni in valuta locale o in dollari, ma anche in questo caso resta cruciale la selettività.

Valute

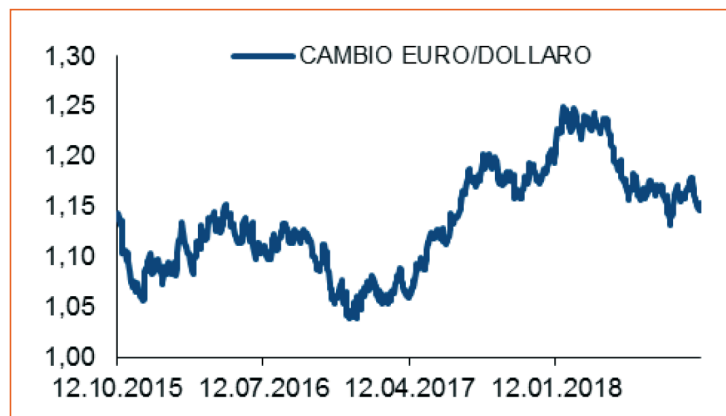
Dollaro in rafforzamento contro la maggior parte delle valute nei primi nove mesi dell’anno. Il recupero del dollaro rispecchia la maggior crescita dell’economia USA e il fatto che la Fed sia la sola Banca centrale ad alzare i tassi. Contro euro per ora il dollaro mantiene un andamento altalenante, a dispetto delle persistenti incertezze politiche in Europa. Il rialzo dei tassi BCE è ancora lontano essendo programmato per l’autunno 2019 ma, man mano che si avvicina, l’euro potrebbe riguadagnare un po’ di forza. Da segnalare il forte calo delle valute emergenti che appaiono ora interessanti in termini valutativi. Un loro recupero però presuppone un atteggiamento meno aggressivo da parte della Federal Reserve nel rialzo dei tassi.

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 09.07.2018.

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

 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