

# SCENARIO 2019

MACROECONOMIA E MERCATI  
AGGIORNAMENTO 4° TRIMESTRE



INTESA  SANPAOLO

Hanno contribuito alla realizzazione della pubblicazione:

Andrea Conti, Responsabile Macro Research di 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 2019**

<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 01.10.2019

# SCENARIO 4° TRIMESTRE 2019: SINTESI

## MACROECONOMIA

### Economia mondiale

La contrazione dell'attività manifatturiera si sta protraendo più del previsto, alimentata da fattori globali e settoriali. Malgrado la l'espansione continui nei servizi e nelle costruzioni, la crescita mondiale è significativamente rallentata, e si attendono ancora chiari segnali di inversione. La crescita media annua nel 2020 sarà circa invariata rispetto al 2019.

### Inflazione

La dinamica dei prezzi è modesta, nonostante qualche pressione sui salari in alcuni Paesi, anche in area euro.

### Politica monetaria

Le Banche centrali dei Paesi avanzati hanno reagito al rallentamento annunciando nuove misure di stimolo, che continueranno nel 2020.

## MERCATI

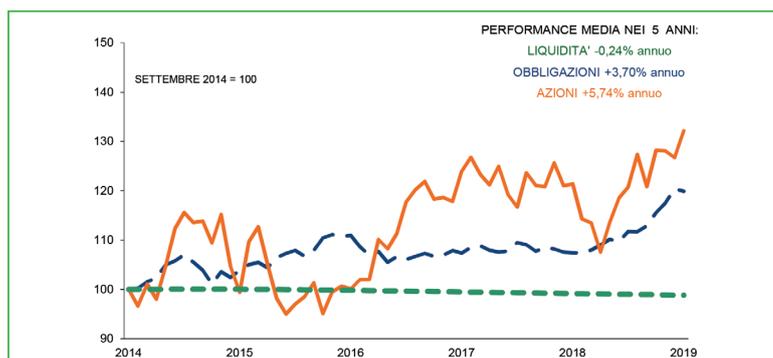
### Monetario

La riduzione del tasso sui depositi e la riapertura del programma di acquisti di titoli decisa a settembre dalla BCE hanno ulteriormente compresso i rendimenti monetari, divenuti in massima parte ancor più negativi. Le condizioni economiche all'insegna della debolezza rendono lo stimolo monetario espansivo necessario per un lungo periodo di tempo, alimentando tale scenario di tassi negativi. Nonostante un'inflazione molto contenuta, ne deriva un quadro ancora sfavorevole per il comparto monetario.

### Obbligazionario Governativo

Tassi governativi in calo generalizzato da inizio anno. Agli attuali livelli i tassi governativi USA risultano ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito e appaiono

### Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Nota: Base Numero Indice giugno 2014=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a settembre 2014. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da settembre 2014 a settembre 2019. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

relativamente interessanti, ma per un investitore europeo comportano il rischio legato alla volatilità del dollaro. I tassi dei Bund sono negativi su tutte le scadenze e appaiono poco appetibili. Per quanto riguarda i titoli italiani lo spread ha quasi completato la convergenza rispetto agli altri periferici di rating simile, ma risultano interessanti rispetto ai titoli di maggior merito di credito tipo quelli tedeschi.

### Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate beneficia dell'azione della BCE che riporta liquidità nei mercati e riprenderà l'acquisto netto di titoli societari dal 1° novembre. Ne deriva un importante fattore di supporto, sia per i titoli a maggior qualità creditizia (Investment Grade) che per quelli a maggior rischio/rendimento (High Yield). Tuttavia, il rendimento spesso negativo per i titoli Investment Grade rende le prospettive dello specifico comparto meno favorevoli.

### Obbligazionario Emergenti

Le misure di stimolo di Fed e BCE hanno dato supporto al comparto, sia in valuta forte che in valuta locale. In prospettiva l'azione delle Banche centrali potrà avere ancora un effetto favorevole, mentre la "ricerca di rendimento" potrà contribuire alla performance del comparto, che presenta rendimenti mediamente più elevati rispetto ai titoli governativi. L'area latino-americana è penalizzata in questa fase dalle vicende argentine, mentre l'area est-europea appare più al riparo da turbolenze di natura politica.

### Azionario

Mercati azionari in forte recupero nei primi mesi dell'anno e poi in stabilizzazione nei mesi centrali. La risalita è stata frenata dal persistere delle tensioni commerciali tra USA e Cina e dal conseguente rallentamento dell'economia globale. Le prospettive di medio termine dei mercati azionari appaiono ancora favorevoli se, come probabile, i dati macro si stabilizzeranno a livello globale. Il movimento sarà con ogni probabilità ancora guidato dal mercato USA, per quanto più caro degli altri. In un contesto di prosecuzione del ciclo economico però le altre aree dovrebbero almeno eguagliare le performance degli USA, se non addirittura migliorarle.

### Dati e previsioni economiche

	2019 STIME PRECEDENTI	2019 STIME CORRENTI	2020
<b>EUROPA</b>			
Crescita economica	1,1	1,1	0,9
Inflazione	1,3	1,2	1,2
Tasso di interesse *	0,0	0,0	0,0
<b>STATI UNITI</b>			
Crescita economica	2,5	2,3	1,8
Inflazione	1,7	1,7	2,1
Tasso di interesse *	1,75-2,00	1,50-1,75	1,25-1,50
Tasso di cambio EUR/USD*	1,10-1,20	1,08-1,12	1,05-1,15

Nota: \* Tassi di fine periodo. Tasso di rifinanziamento 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 stabilizzazione contro le altre valute in aggregato, dopo un 2018 in rafforzamento. Il dollaro forte era stato uno dei motivi di preoccupazione per i mercati e la sua stabilizzazione è ingrediente essenziale per mantenere bassa la volatilità generale dei mercati finanziari. Le decisioni della BCE, persino più cauta della Fed, hanno finora mantenuto debole l'euro, che potrebbe recuperare gradualmente nei prossimi mesi se la probabile stabilizzazione della crescita globale porterà beneficio anche all'economia dell'Eurozona.

## Indebitamento

La Banca Centrale Europea ha annunciato una riapertura del Quantitative Easing e un taglio dei tassi sui depositi. Raggiungono intanto nuovi minimi storici a fine agosto i tassi Eurirs, che si sono ulteriormente ridotti ancor prima dell'annuncio delle manovre monetarie espansive a metà settembre. In tale quadro, privilegiamo ancora l'indebitamento a tasso fisso per le scadenze lunghe ed extra-lunghe, mentre per un indebitamento 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 2019	2018	2013-2017 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	-0,2	-0,2	0,0	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0-0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	7,3	0,7	3,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2-0,5	Tassi molto compressi che già scontano rallentamento economico e decisioni BCE
Obbligazionario Germania	4,7	1,7	1,6	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero su tutte le scadenze, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	10,3	-1,1	4,3	Moderatamente Positivo	Neutrale	n.d.	Titoli italiani più interessanti soprattutto sulle scadenze lunghe
Obbligazionario Dollaro	5,9 (9,6 in euro)	0,6 (4,4 in euro)	1,0 (2,5 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,2-1,2 (-0,9/0,1 in euro)	Tassi di mercato USA in forte calo da inizio anno, ma ancora i più elevati tra gli emittenti di qualità
Obbligazionario corporate	5,1	-1,0	2,5	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2-1,1	Redditività attesa contenuta per Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	4,9	-1,5	3,5	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,3-1,0	Le azioni delle Banche centrali hanno migliorato le prospettive
Azionario Europa	15,6	-8,3	7,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5-4,0	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Italia	18,2	-9,8	7,0	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4-4,7	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Stati Uniti	14,1 (18,3 in euro)	-3,2 (0,3 in euro)	11,7 (13,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5-4,3 (0,3/3,1 in euro)	Valutazioni un po' tirate, ma ancora interessanti in contesto di prosecuzione del ciclo economico
Azionario Giappone	8,3 (14,7 in euro)	-10,7 (-6,8 in euro)	12,8 (10,0 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,2-4,7 (-0,3/3,1 in euro)	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Emergenti	5,9 (9,7 in euro)	-7,2 (-3,8 in euro)	6,2 (7,7 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,9-3,6 (-0,3-2,5 in euro)	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro

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 24 mesi e vanno considerati, per ogni classe di attività finanziaria, in relazione alla redditività attesa nel comparto monetario. Il giudizio sul comparto monetario è espresso in relazione alla prospettiva di conservazione del potere di acquisto, data l'inflazione attesa.

\*\*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 1,19 nel periodo di riferimento.

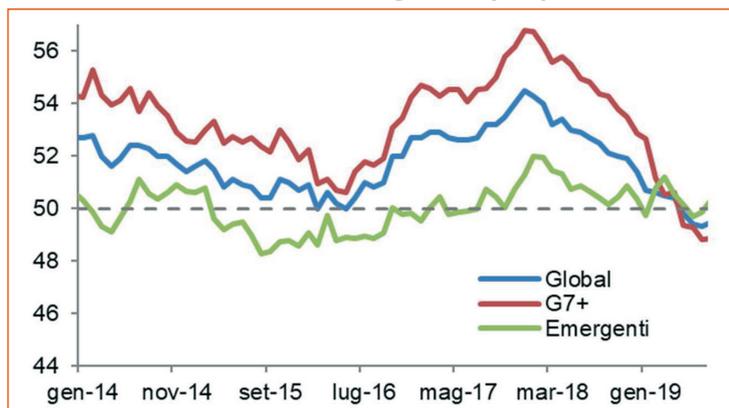
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 01.10.2019, se non diversamente indicato.

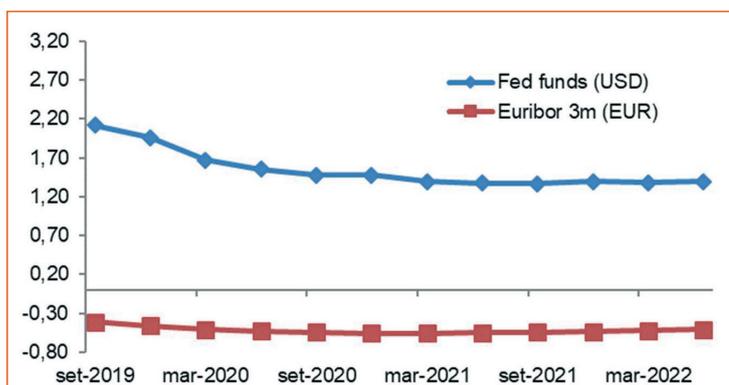
# QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

Neppure nel 3° trimestre 2019 si sono materializzati gli attesi segnali di ripresa dell'economia mondiale, ancora frenata dalla stasi del commercio internazionale e dalle sue ripercussioni sull'attività manifatturiera. Quest'ultima è appesantita anche da problemi settoriali (auto, elettronica). Grazie al terziario e alle costruzioni, comunque, la crescita del PIL è rimasta positiva nei maggiori paesi avanzati. Allo stesso tempo, resta una notevole incertezza sul futuro, in parte legata agli sviluppi politici (politiche commerciali americane in primis). Le Banche centrali hanno preso atto di una congiuntura meno solida, modulando di conseguenza le scelte di politica monetaria.

## Andamento recente dell'attività globale (PMI)



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



Nota: PMI JPMorgan = indice dei responsabili degli acquisti. A destra dati in %. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo rispettivamente su dati di fonte Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream

## Stati Uniti

L'evoluzione dei dati economici resta positiva, coerente con un moderato rallentamento nei prossimi trimestri e con rischi di recessione ancora bassi; d'altronde, la crescita riceverà un supporto maggiore del previsto dalla politica fiscale (grazie all'accordo sulla spesa) e dalla politica monetaria, mentre la dinamica occupazionale e salariale sostiene la spesa delle famiglie. Tuttavia, gli shock geopolitici, a cominciare dalle guerre commerciali avviate dall'amministrazione Trump, si stanno radicanando: ciò rende lo scenario 2020 più incerto e peggiora le prospettive soprattutto per gli investimenti delle imprese e le esportazioni.

La Federal Reserve ha scelto di reagire all'aumento dell'incertezza con un allentamento precauzionale della politica monetaria. I mercati mostrano che c'è una forte aspettativa di nuovi tagli dei tassi ufficiali tra fine 2019 e fine 2020. Il sentiero dei tassi dipenderà più dalla direzione della politica commerciale che dagli sviluppi di breve termine dei dati. Nel FOMC ci sono opinioni disperse sui tassi attesi, ma, se il trend della politica commerciale non si invertirà e l'incertezza politica crescerà ancora, al di là di fluttuazioni transitorie, è probabile che la maggioranza dei membri del Comitato di politica monetaria si senta "costretta" dagli eventi a tagliare ancora per sostenere l'espansione, contrastando gli effetti negativi della guerra dei dazi e dell'incertezza con espansione delle condizioni finanziarie.

## Eurozona

I dati economici dell'Eurozona hanno continuato a deludere anche nei mesi estivi. La fase di crescita debole si sta rivelando più persistente e profonda delle attese. Le economie più colpite sono quelle dove il settore manifatturiero è più importante, come Germania e Italia, dove il rallentamento ha portato l'economia alla crescita zero. Le indagini congiunturali non offrono ancora indicazioni affidabili riguardo ai tempi di una possibile ripresa, che dipenderà dalla durata della riconversione produttiva nell'auto e dall'esaurirsi del ridimensionamento produttivo nella chimica.

L'andamento del PIL dell'area euro resta positivo, anche se inferiore al potenziale e con crescenti rischi di variazioni negative. Secondo le stime di consenso, la crescita economica dovrebbe riaccelerare dal 2020, grazie a una parziale ripresa delle vendite di auto e a una dinamica migliore del commercio internazionale, che deve ora assorbire un nuovo aumento delle barriere tariffarie americane. L'andamento ancora crescente dell'occupazione dovrebbe sostenere i consumi, mentre l'edilizia residenziale è favorita dalle condizioni finanziarie molto accomodanti. Inoltre, le politiche fiscali saranno moderatamente espansive quest'anno e il prossimo. Tuttavia, restano numerosi fattori di incertezza, fra i quali i più immediati sono la Brexit e la minaccia di dazi americani sulle importazioni di auto. Ciò frena anche gli investimenti delle imprese. Nel complesso la crescita media annua potrebbe essere marginalmente più bassa dell'1%.

La Banca Centrale Europea ha reagito al peggioramento della congiuntura con una limatura del tasso sui depositi a -0,50%, annunciando il lancio di nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine associate a target di espansione del credito bancario e, infine, con una riattivazione del programma di acquisto dei titoli. Da novembre, la BCE tornerà ad acquistare titoli obbligazionari al ritmo di 20 miliardi mensili, in aggiunta al reinvestimento delle scadenze. Non si escludono nuove misure se i dati macroeconomici non segneranno una riaccelerazione della crescita tra fine 2019 e inizio 2020.

# I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

La decisione delle Banche centrali di stimolare nuovamente l'economia attraverso la riduzione dei tassi e, nel caso della BCE, di riprendere il programma di acquisto di titoli, darà nuovo sostegno ai mercati, che restano tuttavia sensibili all'evoluzione delle trattative sul commercio. Le difficoltà politiche interne di Trump potrebbero favorire un'accelerazione per un accordo con la Cina, mentre resta cruciale la trattativa con l'Europa, soprattutto con riferimento al settore auto. Una stabilizzazione dei dati macroeconomici è attesa in ogni caso sostenere i mercati azionari, seppur in un contesto di volatilità. Anche il comparto obbligazionario sarà supportato dall'azione delle Banche centrali, soprattutto nei segmenti "a spread" come le obbligazioni Corporate High Yield o quelle di Paesi emergenti, mentre il quadro resta meno favorevole alle obbligazioni governative cosiddette "core" come quelle tedesche, visti i rendimenti negativi. Il dollaro si è recentemente rafforzato riflettendo migliori condizioni di crescita negli Stati Uniti, ma in prospettiva una normalizzazione dei dati e gli accordi sul commercio dovrebbero favorire nuovamente la valuta europea.

## Azioni

Mercati azionari in forte recupero nei primi mesi dell'anno e poi in stabilizzazione nei mesi centrali. La risalita è stata frenata dal persistere delle tensioni commerciali tra USA e Cina e dal conseguente rallentamento dell'economia globale. In termini assoluti, le valutazioni dei mercati azionari appaiono leggermente care in USA e in linea con le medie storiche per le altre aree. Rispetto ai titoli governativi, la forte discesa dei tassi degli ultimi mesi ha però migliorato la valutazione relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni, senza dimenticare il diverso rischio di volatilità che le due attività comportano. Le prospettive di medio termine dei mercati azionari appaiono ancora favorevoli se, come probabile, i dati macro si stabilizzeranno a livello globale. Il movimento sarà con ogni probabilità ancora guidato dal mercato USA, per quanto più caro degli altri. In un contesto di prosecuzione del ciclo economico però le altre aree dovrebbero almeno eguagliare le performance degli USA, se non addirittura migliorarle.

## Obbligazioni Governative

Tassi governativi in calo generalizzato da inizio anno. Nel corso dell'estate i tassi a lunga scadenza di USA e Germania hanno toccato nuovi minimi, quelli tedeschi a livello fortemente negativo. Dopo questo movimento i mercati obbligazionari risultano molto vicini a prezzare uno scenario da recessione globale. Al tempo stesso la forte discesa dei tassi è un elemento di sostegno alla crescita economica che, combinato con la probabile pace commerciale, potrebbe prolungare il ciclo economico. In questo caso i tassi dovrebbero lentamente risalire, soprattutto in Germania, i cui titoli governativi non sembrano offrire grosse opportunità. I tassi governativi USA risultano, anche all'1,7%, ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito e appaiono quindi relativamente interessanti. L'investitore europeo deve però tenere conto dell'elevata volatilità legata al dollaro. Per quanto riguarda i titoli italiani lo spread ha quasi completato la convergenza rispetto agli altri periferici di rating simile, ma risultano interessanti rispetto ai titoli di maggior merito di credito tipo quelli tedeschi.

## Performance storiche delle azioni negli ultimi 2 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 trae vantaggio dall'azione delle Banche centrali e dalla "ricerca di rendimento" in un contesto di tassi negativi. Le obbligazioni Corporate di maggiore qualità creditizia (Investment Grade) sono le più penalizzate poiché hanno in molti casi rendimenti anch'essi negativi, mentre le obbligazioni Corporate ad elevato rischio/rendimento (High Yield) hanno margini di ulteriore riduzione del premio al rischio e dunque di performance. Anche le obbligazioni di Paesi emergenti, sia in euro che in dollari, si avvantaggiano dell'abbondante liquidità in circolazione e dell'assenza di alternative di investimento. Con la dovuta selettività anche le emissioni in valuta locale possono offrire performance interessanti, in un contesto divenuto più favorevole per i Paesi più indebitati in dollari, dopo l'avvio di azioni espansive da parte della Fed. Resta cruciale in tal caso la variabile politica.

## Valute

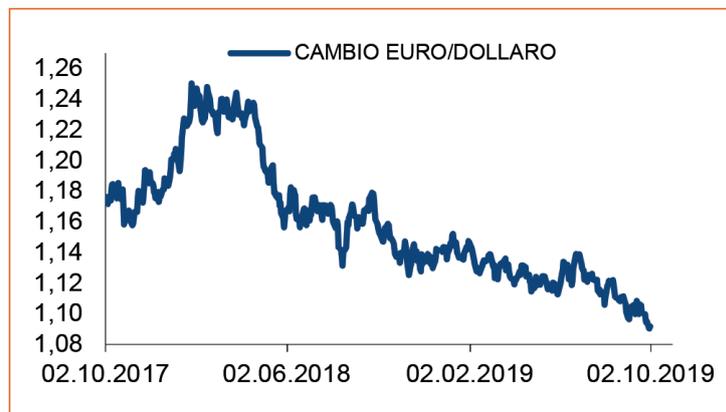
Dollaro in lento, ma costante rafforzamento nel corso di quest'anno, a prolungare una tendenza già mostrata nel 2018. L'apprezzamento del dollaro riflette la maggiore forza dell'economia americana rispetto alle altre e il livello dei tassi più elevato. La guerra commerciale USA-Cina inoltre ha determinato un indebolimento dello yuan cinese e, a cascata, delle altre valute emergenti. Se nei mesi a venire i dati globali si stabilizzeranno, anche grazie ad un accordo commerciale tra le due potenze, il restringimento dei differenziali di crescita e dei tassi di interesse potrebbe interrompere il rialzo del dollaro dando sostegno alle altre valute, sia dei paesi sviluppati che emergenti.

## Performance storiche dei titoli di Stato negli ultimi 2 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 2 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 24.07.2019.

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.



