

SCENARIO 2019

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 3° 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 3° TRIMESTRE 2019

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 15.07.2019

SCENARIO 3° TRIMESTRE 2019: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

La fase di rallentamento iniziata nel 2018 non è ancora esaurita. L'aumento dei volumi di commercio mondiale si è arrestato, e l'attività manifatturiera è debole. La crescita media annua di PIL e commercio mondiale sarà più bassa nel 2019 che lo scorso anno. Una riaccelerazione è prevista nel corso dell'anno, ma l'incertezza resta elevata.

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. La Banca del Giappone continua la sua politica di acquisto di titoli.

MERCATI

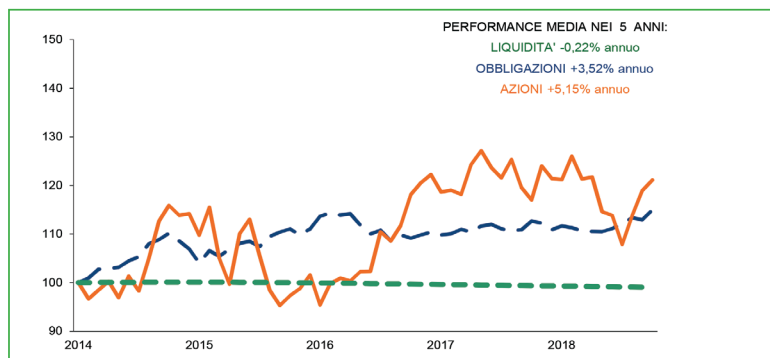
Monetario

I segnali provenienti dai Banchieri centrali europei puntano a un intervento imminente nella direzione di una politica monetaria più espansiva. Le condizioni economiche restano deboli e l'inflazione ancora contenuta. La BCE ha chiaramente prospettato una possibile riapertura del programma di acquisto di titoli o una riduzione dei tassi di riferimento. In tale contesto il comparto monetario mantiene una prospettiva sfavorevole, nonostante l'inflazione attesa comunque contenuta.

Obbligazionario Governativo

Tassi governativi in calo generalizzato per tutta la prima metà del 2019. Agli attuali livelli i tassi governativi USA risultano ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito

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 giugno 2014. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da giugno 2014 a giugno 2019. Fonte: JP Morgan Indices; Eurostoxx 50; Thomson Reuters-Datastream

e appaiono piuttosto interessanti, ma per un investitore europeo comportano il rischio legato alla volatilità del dollaro. I tassi dei Bund sono negativi fino alla scadenza 18 anni e appaiono poco appetibili. Per quanto riguarda i titoli italiani, lo spread rimane elevato soprattutto sulle scadenze lunghe, che risultano quindi interessanti, ma esposte al rischio di volatilità di natura politica.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate dovrebbe beneficiare della maggiore liquidità in circolazione, anche per effetto di probabili ulteriori manovre espansive che adotterà la BCE, come segnalato dal presidente Draghi a metà giugno. La possibilità che riprenda anche il programma di acquisto di titoli corporate costituisce un altro fattore di supporto, sia per i titoli a maggior qualità creditizia (Investment Grade) che, di riflesso, per quelli a maggior rischio/rendimento (High Yield).

Obbligazionario Emergenti

Il cambio di rotta della Fed e della BCE, che dalla restrizione monetaria del 2018 passano all'espansione del 2019, rappresenta uno spartiacque importante per il comparto, con effetti favorevoli sia per le emissioni in valuta forte come l'euro e il dollaro che per quelle in valuta locale. I Paesi che beneficiano maggiormente di tale quadro sono quelli delle aree più esposte all'indebitamento in dollari, come quella latino-americana. Resta in ogni caso cruciale la selettività, soprattutto per tener conto di fattori specifici come l'eventuale instabilità politica.

Azionario

Prima metà 2019 molto positiva per i mercati azionari, fatta eccezione per la volatilità di maggio a causa del riaprirsi delle tensioni USA-Cina sul commercio. La ripresa del dialogo e l'attesa di tagli dei tassi da parte di Fed e BCE hanno poi calmato i mercati. Per il prosieguo dell'anno se, come appare probabile, i dati macro si stabilizzeranno a livello globale, il recupero dei mercati azionari potrà proseguire, eventualmente a un ritmo meno rapido rispetto alla prima parte dell'anno. Il movimento dovrebbe essere ancora guidato dalla borsa USA. In un contesto di stabilizzazione macroeconomica le altre aree potrebbero però eguagliare le performance degli USA, se non addirittura migliorarle.

Dati e previsioni economiche

	2019 STIME PRECEDENTI	2019 STIME CORRENTI	2020
EUROPA			
Crescita economica	1,2	1,1	1,3
Inflazione	1,4	1,3	1,2
Tasso di interesse *	0,0	0,0	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	2,4	2,5	1,7
Inflazione	1,5	1,7	1,9
Tasso di interesse *	2,25-2,50	1,75-2,00	1,50-2,00
Tasso di cambio EUR/USD*	1,10-1,20	1,10-1,20	1,15-1,25

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 segnalato una possibile riapertura del Quantitative Easing o un taglio dei tassi di riferimento. I tassi BCE potrebbero dunque addirittura ridursi già nel corso del 2019. Raggiungono intanto nuovi minimi storici i tassi Eurirs, che si sono ulteriormente ridotti negli ultimi mesi dopo l'annuncio di possibili imminenti manovre monetarie espansive. 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	-0,1	-0,2	0,0	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0-0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	4,7	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	2,8	1,7	1,6	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero fino alla scadenza 18 anni, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	6,0	-1,1	4,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Titoli italiani più interessanti soprattutto sulle scadenze lunghe
Obbligazionario Dollaro	3,5 (4,6 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	4,3	-1,0	2,5	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2-1,1	Redditività attesa contenuta per Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	4,5	-1,5	3,5	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,3-1,0	L'incremento dello spread e l'azione Fed hanno migliorato le condizioni valutative
Azionario Europa	15,0	-8,3	7,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,5-4,0	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Italia	18,6	-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	16,0 (17,3 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	6,0 (9,1 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	8,0 (9,2 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.

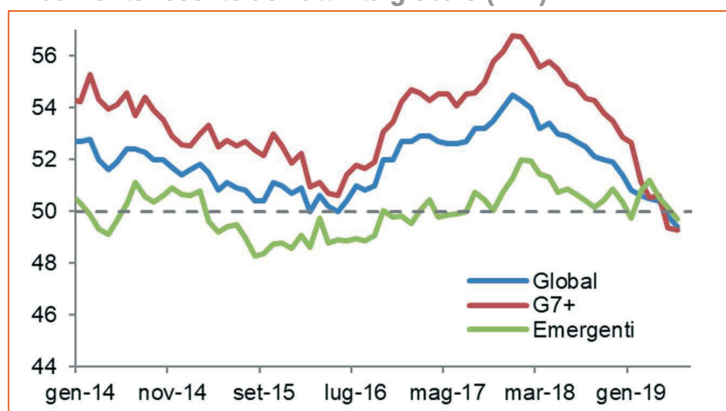
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 15.07.2019, se non diversamente indicato.

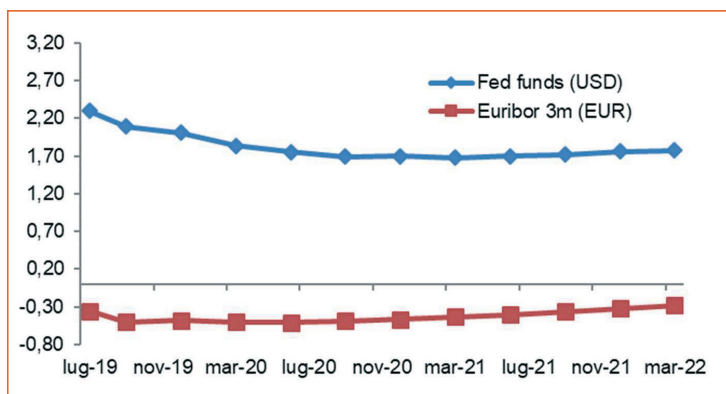
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La crescita dell'economia mondiale è rimasta debole nel 1° semestre 2019, frenata dalla stasi del commercio internazionale e dalle sue ripercussioni sull'attività manifatturiera, anche se – grazie al terziario e alle costruzioni – la crescita del PIL è rimasta positiva nell'Eurozona e negli Stati Uniti. Segnali di miglioramento molto preliminari sono emersi in Cina, e si continua ad attendere un miglioramento nella seconda metà dell'anno. 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. L'inflazione non desta alcuna preoccupazione, continuando a reagire poco o nulla al calo dei tassi di disoccupazione.

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'economia americana ha iniziato il 2019 con una crescita annua ancora superiore al 3%, e con minori segnali di debolezza rispetto ad Asia ed Europa. Con la riduzione del contributo della politica fiscale e il freno dei dazi, la crescita dovrebbe convergere al potenziale nel 2019 e quindi scendere sotto il potenziale nel 2020.

Il 2019 sarà un anno di transizione per le politiche economiche. L'evoluzione del ciclo nel 2019-20 dipenderà dalle decisioni sui tassi, da un lato, e da quelle sulla spesa pubblica e sui dazi, dall'altro. Dal lato della politica fiscale, a legislazione invariata, lo stimolo della spesa dovrebbe ridursi e sparire dall'ottobre 2019. La guerra commerciale con la Cina ha subito una nuova escalation, anche se la minaccia di estendere i dazi punitivi a tutto l'import dal Paese asiatico non si è ancora concretizzata. La Fed ha reagito al peggioramento della congiuntura internazionale e domestica, prima sospendendo il rialzo dei tassi ufficiali e comunicando che la riduzione del bilancio sarà meno ampia del previsto, poi annunciando addirittura possibili tagli dei tassi ufficiali.

Eurozona

I dati economici dell'Eurozona hanno continuato a deludere nel 1° semestre 2019. La fase di crescita debole si sta rivelando più persistente e profonda delle attese, anche se l'andamento dei conti nazionali è stato meno negativo rispetto a quanto prospettato dalle indagini congiunturali. Le economie più colpite sono quelle dove il settore manifatturiero è più importante, come Germania e Italia. Nel caso dell'Italia, già caratterizzata da crescita più modesta e da una maggiore incertezza delle politiche economiche, il rallentamento ha portato l'economia alla crescita zero.

L'andamento del PIL dell'area euro resta positivo, anche se inferiore al potenziale. La crescita economica dovrebbe riaccelerare dal 2° semestre, grazie a una parziale ripresa delle vendite di auto, dopo il calo del 2° semestre 2018, e a una dinamica migliore del commercio internazionale, che ormai si è adeguato all'aumento delle barriere tariffarie americane. L'andamento ancora crescente dell'occupazione dovrebbe sostenere i consumi. Inoltre, le politiche fiscali saranno moderatamente espansive quest'anno. Tuttavia, restano numerosi fattori di incertezza, fra i quali i più immediati sono la Brexit, i cui tempi e modalità sono ancora incerti, e la minaccia di dazi americani sulle importazioni di auto. Ciò frena anche gli investimenti delle imprese.

La Banca Centrale Europea ha reagito al peggioramento della congiuntura segnalando che i tassi rimarranno fermi più a lungo (almeno fino a metà 2020), annunciando il lancio di nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine associate a target di espansione del credito bancario e, più recentemente, prospettando nuove misure che potrebbero includere una limatura del tasso sui depositi, ora a -0,40% e finanche una riattivazione del programma di acquisto dei titoli.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Le Banche centrali accelerano il passo e sostengono i mercati

L'azione delle Banche centrali si fa più incisiva fino a prospettare concrete azioni di stimolo monetario nei prossimi mesi. Se l'azione della BCE appare pienamente giustificata da un'attività economica in rallentamento, soprattutto a causa della battuta d'arresto dell'industria, nel caso della Fed l'azione espansiva non è del tutto coerente con dati economici americani ancora buoni. Nel concreto dei mercati, le prospettive delle borse sono supportate proprio dall'azione delle Banche centrali ma anche dall'idea di una situazione economica che andrà stabilizzandosi anche se su livelli di crescita più bassi. Anche i mercati obbligazionari saranno supportati da Fed e BCE, nonostante i comparti governativi in euro e le obbligazioni corporate di qualità elevata abbiano pochi margini di performance a causa dei livelli particolarmente bassi, quando non negativi, raggiunti dai rendimenti. Maggiori spazi di performance si presentano per l'obbligazionario corporate high yield o per le obbligazioni di Paesi emergenti, seppur con la dovuta selettività. L'azione di Fed e BCE dovrebbe in parte compensarsi sulla dinamica dell'euro/dollaro, ma un recupero dell'economia europea dopo il rallentamento degli ultimi trimestri dovrebbe dare supporto alla valuta unica.

Azioni

Prima metà d'anno molto positiva per i mercati azionari. Il recupero è stato sostenuto dall'aspettativa che l'atteggiamento accomodante delle Banche centrali e un possibile accordo USA-Cina sul commercio possano interrompere il rallentamento dell'economia globale. Unico momento di incertezza si è registrato in maggio, quando le negoziazioni USA-Cina hanno fallito l'obiettivo. La definizione di una nuova tregua e l'attesa per tagli dei tassi da parte di Fed e BCE hanno però presto calmato i mercati. Agli attuali livelli le valutazioni azionarie appaiono leggermente tirate, soprattutto quelle USA, ma il recupero delle quotazioni può proseguire se, come probabile, i dati macro si stabilizzeranno a livello globale. Il movimento sarà con ogni probabilità meno rapido rispetto alla prima metà d'anno, ma ancora guidato dal mercato USA, per quanto più caro degli altri. In un contesto di riaccelerazione macroeconomica le altre aree dovrebbero almeno eguagliare le performance degli USA, se non addirittura migliorarle.

Obbligazioni Governative

Tassi governativi in calo generalizzato per tutta la prima metà del 2019, a riflettere prima il rallentamento dell'economia globale, poi l'attesa di nuovi tagli dei tassi da parte di Fed e BCE. Nei prossimi mesi, se verranno confermate le attese di stabilizzazione dei dati economici, è possibile che i tassi possano risalire dai livelli attuali, soprattutto in Germania, i cui titoli governativi non sembrano offrire grosse opportunità. Agli attuali livelli, attorno al 2% su tutte le scadenze, i tassi governativi USA risultano ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito e appaiono quindi piuttosto interessanti. L'investitore europeo deve però tenere conto dell'elevata volatilità legata al dollaro. Per quanto riguarda i titoli italiani lo spread è risultato in calo nel mese di giugno, ma rimane elevato soprattutto sui titoli decennali, che risultano quindi interessanti in termini valutativi. La volatilità di natura politica potrebbe però rimanere piuttosto elevata.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 2 anni



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

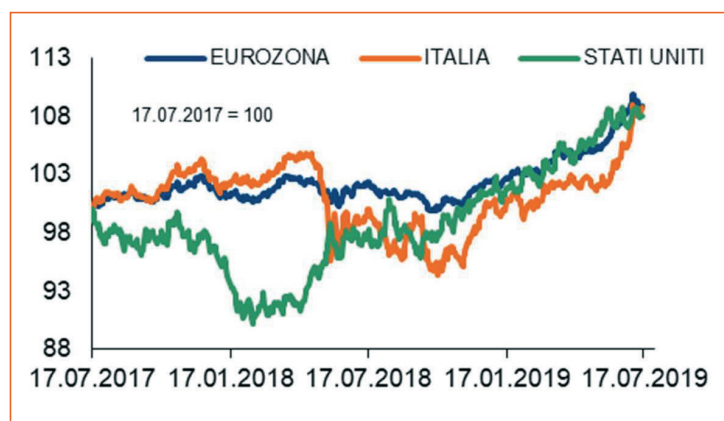
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro trarrà vantaggio da un contesto finanziario più favorevole, alimentato dal cambio di rotta delle principali Banche centrali che sono ora concentrate a incrementare lo stimolo monetario. Ad avere minore spazio di performance sono le obbligazioni Corporate di maggiore qualità creditizia (Investment Grade), i cui rendimenti hanno raggiunto livelli molto contenuti quando non negativi. Maggiori spazi di performance esistono per le obbligazioni Corporate ad elevato rischio/rendimento (High Yield), poiché i margini di riduzione del premio al rischio sono più significativi. L'inversione di rotta della Fed costituisce un fattore di sostegno importante per il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti, poiché questi ultimi beneficeranno di un minor costo di finanziamento in dollari e di una valuta americana probabilmente più debole. La selettività resta un fattore cruciale ma in media i margini di performance sono alimentati dalla ricerca di rendimento in un contesto di tassi "privi di rischio" molto contenuti. Anche le emissioni in valuta locale dovrebbero essere sostenute dalla relativa debolezza del dollaro in prospettiva. Inoltre, l'idea del probabile raggiungimento di un accordo sul commercio tra USA e Cina, e successivamente anche con Europa e Giappone, dovrebbe garantire la tenuta del ciclo internazionale, seppur su ritmi di crescita inferiori, a tutto vantaggio delle principali economie emergenti.

Valute

Dollaro stabile contro le altre valute prese in aggregato da inizio anno, cioè da quando la Federal Reserve ha smesso di alzare i tassi di interesse. Il dollaro forte era stato uno dei motivi di preoccupazione per i mercati nel 2018, dato l'impatto restrittivo che esercita sulle economie emergenti. La sua stabilizzazione è quindi un ingrediente importante per mantenere bassa la volatilità generale dei mercati finanziari. Il fatto che la Fed si dica orientata ad abbassare i tassi è positivo in questo senso. Contro euro, l'atteggiamento accomodante della Fed è replicato dalla BCE, il che tende a indebolire l'euro. Se nei mesi a venire i dati globali si stabilizzeranno, sostenendo l'economia dell'Eurozona, l'euro potrebbe però mostrare un graduale apprezzamento rispetto al dollaro.

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 19.04.2019.

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.

