

SCENARIO 2020

MACROECONOMIA E MERCATI
AGGIORNAMENTO 1° 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 1° TRIMESTRE 2020

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 12.12.2019

SCENARIO 1° TRIMESTRE 2020: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

Primi segnali di ripresa dell'attività manifatturiera si sono osservati negli emergenti e, a fine anno, un timido miglioramento è iniziato anche nei Paesi avanzati. La crescita economica dovrebbe riaccelerare nel primo semestre del prossimo anno. Le prospettive sul fronte della guerra commerciale appaiono migliorate e, nel 2020, si dovrebbe osservare una ripresa del commercio mondiale. Le prospettive a più lungo termine restano incerte.

Inflazione

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

Politica monetaria

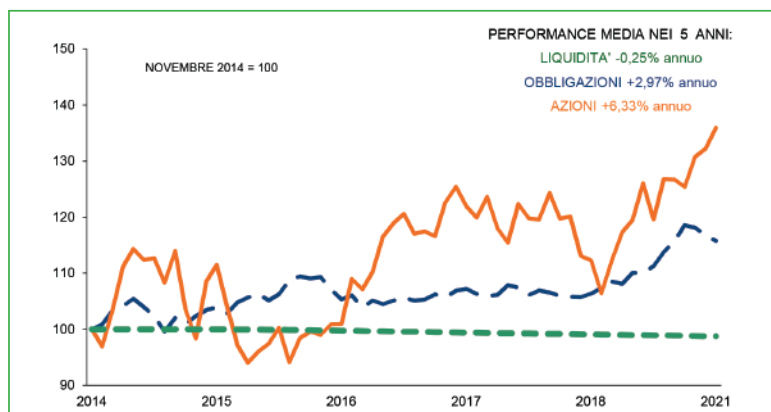
Le Banche centrali dei Paesi avanzati hanno reagito al rallentamento annunciando nuove misure di stimolo. La fase di taglio dei tassi è stata sospesa negli Stati Uniti, ma l'orientamento della Federal Reserve rimane accomodante.

MERCATI

Monetario

L'emergere di alcuni segnali di stabilizzazione del ciclo economico non modifica il quadro di supporto da parte della BCE. Il passaggio di testimone da Draghi a Lagarde non è destinato a portare stravolgimenti della politica monetaria, che prevedibilmente confermerà uno scenario di tassi negativi per un lungo periodo di tempo. Nonostante un'inflazione molto contenuta, ne deriva un quadro ancora sfavorevole per il comparto monetario.

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

Obbligazionario Governativo

Tassi governativi in calo generalizzato nel 2019. Agli attuali livelli, i tassi governativi USA risultano ancora i più elevati tra gli emittenti ad alto merito di credito e appaiono 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, come quelli tedeschi.

Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate continua a beneficiare dell'azione della BCE che ha ripreso gli acquisti nella nuova versione del programma avviata da novembre 2019. Ne deriva un sostegno sia per i titoli a maggior qualità creditizia (Investment Grade) che per quelli a maggior rischio/rendimento (High Yield). Tuttavia, il rendimento molto contenuto o negativo per i titoli Investment Grade rende le prospettive dello specifico comparto moderatamente negative.

Obbligazionario Emergenti

La politica monetaria ancora molto espansiva delle Banche centrali occidentali rappresenta un fattore di sostegno per le obbligazioni di Paesi emergenti, sia in valuta forte che locale. Nonostante sia opportuna un'adeguata selettività per tener conto dei rischi politici, il comparto presenta delle opportunità interessanti, soprattutto per le emissioni in valuta locale che hanno rendimenti relativamente più elevati e che offrono una protezione dal rischio di deprezzamento.

Azionario

Mercati azionari in rialzo nel 2019 prima come recupero della caduta di fine 2018 ma, nell'ultimo trimestre, è ripresa una vera e propria tendenza rialzista. Le prospettive di medio termine dei mercati azionari appaiono ancora favorevoli se, come probabile, i dati macro confermeranno una tenuta del ciclo globale, seppur in rallentamento. 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

	2020 STIME PRECEDENTI	2020 STIME CORRENTI	2021
EUROPA			
Crescita economica	0,9	0,9	1,3
Inflazione	1,2	1,3	1,3
Tasso di interesse *	0,0	0,0	0,0
STATI UNITI			
Crescita economica	1,8	1,8	1,7
Inflazione	2,1	2,0	1,9
Tasso di interesse *	1,25-1,50	1,25-1,50	1,25-1,50
Tasso di cambio EUR/USD*	1,05-1,15	1,05-1,15	1,10-1,20

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 moderato rafforzamento contro le altre valute in aggregato, ma il movimento è risultato frenato rispetto al 2018. Se nei mesi a venire i dati globali si stabilizzeranno, anche grazie ad un accordo commerciale tra USA e Cina, il restringimento dei differenziali di crescita e dei tassi di interesse tra gli USA ed il resto del mondo potrebbe ulteriormente frenare il rialzo del dollaro dando sostegno alle altre valute, sia dei Paesi sviluppati che emergenti.

Indebitamento

La Banca Centrale Europea ha avviato il nuovo Quantitative Easing, dopo aver tagliato il tasso sui depositi a settembre. Recuperano decisamente da settembre i tassi Eurirs, per effetto di un maggiore ottimismo sulle prospettive di ripresa dell'economia e delle attese di manovre fiscali 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	-0,3	-0,2	0,0	Sfavorevole	Sfavorevole	0,0/0,4	Tassi negativi e a livelli storicamente bassi
Obbligazionario Euro	5,4	0,7	3,1	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,3/0,4	Tassi molto compressi che già scontano rallentamento economico e decisioni BCE
Obbligazionario Germania	2,7	1,7	1,6	Negativo	Negativo	n.d.	Tassi tedeschi sotto zero su tutte le scadenze, a rischio rialzo nel medio termine
Obbligazionario Italia	8,1	-1,1	4,3	Neutrale	Neutrale	n.d.	Titoli italiani più interessanti soprattutto sulle scadenze lunghe
Obbligazionario Dollaro	5,0 (7,2 in euro)	0,6 (4,4 in euro)	1,0 (2,5 in euro)	Moderatamente Positivo	Neutrale	0,2/1,1 (-1,6/-0,7 in euro)	Tassi di mercato USA in forte calo da inizio anno, ma ancora i più elevati tra gli emittenti di qualità
Obbligazionario corporate	4,7	-1,0	2,5	Moderatamente Negativo	Moderatamente Negativo	-0,2/1,2	Redditività attesa contenuta per Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	5,1	-1,5	3,5	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	0,4/1,1	Le azioni delle Banche centrali sostengono le prospettive
Azionario Europa	20,7	-8,3	7,2	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,4/3,8	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Italia	24,5	-9,8	7,0	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6/4,8	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Stati Uniti	21,4 (24,0 in euro)	-3,2 (0,3 in euro)	11,7 (13,3 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6/4,4 (-0,2/2,6 in euro)	Valutazioni un po' tirate, ma ancora interessanti in contesto di prosecuzione del ciclo economico
Azionario Giappone	13,7 (18,2 in euro)	-10,7 (-6,8 in euro)	12,8 (10,0 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,3/4,4 (-1,6/1,5 in euro)	Valutazioni interessanti se si confermano le attese di stabilizzazione macro
Azionario Emergenti	10,8 (13,2 in euro)	-7,2 (-3,8 in euro)	6,2 (7,7 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	1,6/4,5 (-0,2/2,7 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 1,22 nel periodo di riferimento.

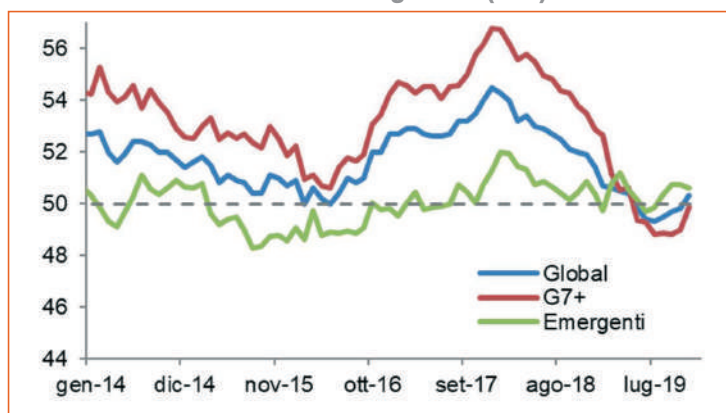
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: Eurostoxx50; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix 150;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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 12.12.2019, se non diversamente indicato.

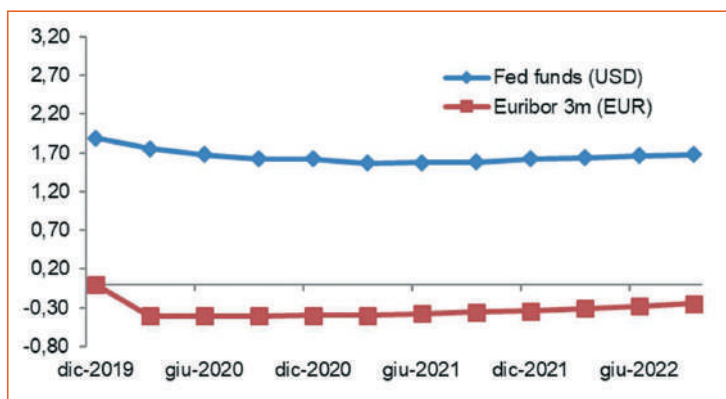
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

I primi segnali di stabilizzazione dell'attività manifatturiera si sono finalmente manifestati nel 4° trimestre 2019, inizialmente fra i Paesi emergenti e poi anche in quelli avanzati. Tuttavia, gli andamenti locali appaiono piuttosto decorrelati al momento, per effetto di impulsi locali divergenti, e non sono ancora emersi negli indicatori reali. Grazie al terziario e alle costruzioni, comunque, la crescita del PIL è rimasta positiva nei maggiori Paesi avanzati. L'incertezza sul futuro legata agli sviluppi politici (politiche commerciali americane in primis) è calata: gli Stati Uniti hanno sospeso gli aumenti dei dazi previsti a ottobre e dicembre, avvicinandosi a concludere un possibile accordo commerciale transitorio con la Cina; la vittoria dei conservatori alle elezioni britanniche rende quasi certa la ratifica dell'accordo di recesso dall'UE, rinviando gli effetti pratici di Brexit a fine 2020. Le Banche centrali hanno preso atto di una congiuntura meno solida, modulando di conseguenza le scelte di politica monetaria, ma ora sono entrate in una fase di attesa.

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

Negli Stati Uniti la crescita del PIL sarà moderata e in lieve rallentamento (1,8% nel 2020, 1,7% nel 2021). La prosecuzione della ripresa dipenderà dalla tenuta della domanda domestica, e in particolare dei consumi, mentre gli investimenti dovrebbero restare deboli, frenati dai molti fattori di incertezza politica interna e internazionale. La recessione registrata dal manifatturiero nella parte centrale dell'anno sembra stabilizzata, sulla scia di indicazioni di svolta dell'attività nel resto del mondo (Asia ed Europa) e di una fragile fase di tregua nella guerra dei dazi con la Cina. I rischi sono prevalentemente al ribasso e legati in parte a sviluppi politici (impeachment, elezioni, negoziati commerciali), in parte al normale invecchiamento dell'espansione economica.

La Federal Reserve ha scelto di reagire all'aumento dell'incertezza con un allentamento precauzionale della politica monetaria. I tassi ufficiali sono stati ridotti nel corso del 2019 fino a 1,50-1,75%, ma la fase di allentamento è ora sospesa. Nel 2020 non si possono escludere altri tagli, qualora l'andamento dell'economia deluda le attese, ma questo non è più lo scenario centrale. Di contro, la Banca centrale continuerà a garantire condizioni di liquidità molto accomodanti, anche attraverso l'acquisto di debito pubblico a breve termine.

Eurozona

Malgrado la contrazione della produzione industriale sia proseguita fino a tutto l'autunno, il prodotto interno lordo dell'Eurozona ha continuato a crescere a ritmo modesto, sostenuto dall'aumento del valore aggiunto nel terziario e, marginalmente, nelle costruzioni. Le indagini congiunturali hanno iniziato a mostrare segni preliminari di stabilizzazione a fine anno, probabile preludio a una riaccelerazione che dovrebbe svilupparsi nel 2020. Motore di tale riaccelerazione sarà la crescita della domanda interna, sostenuta dall'aumento dell'occupazione, da politiche fiscali espansive e dalla ripresa della domanda estera dopo il calo del 2018-19. La spesa per investimenti potrebbe essere rilanciata dal calo dell'incertezza sulle politiche commerciali, oltre che dalle condizioni finanziarie eccezionalmente favorevoli.

Il modesto aumento dell'inflazione a fine 2019 non modifica un quadro generale caratterizzato da pressioni inflazionistiche modestissime, malgrado la più robusta crescita salariale. Nel 2020, e probabilmente anche nel 2021, l'aumento dei prezzi resterà ben inferiore agli obiettivi della Banca Centrale Europea.

Di conseguenza, la BCE continuerà gli acquisti netti di titoli, come annunciato a settembre. Il tasso sui depositi presso la BCE, che attualmente rappresenta il tasso ufficiale più importante per i mercati, dovrebbe restare a -0,50% per tutto il periodo di previsione. Servirà del tempo per valutare l'efficacia delle molteplici misure di stimolo, che includono anche un nuovo programma di crediti garantiti al sistema bancario connesso all'erogazione di credito (TLTRO III). Anche in Europa, quindi, l'andamento dei tassi a breve resterà statico, e su livelli decisamente inferiori a quelli statunitensi.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

L'ammorbidimento dei toni da parte di Trump a partire da settembre e la successiva comunicazione di una bozza di accordo iniziale (la "fase 1") tra Stati Uniti e Cina ha dato supporto ai mercati finanziari, seppur con la volatilità giustificata dal walzer delle trattative ancora in corso in vista di una finalizzazione definitiva in tutte le sue fasi. Uno scenario analogo è probabile anche nelle trattative con l'Europa, con dazi minacciati o programmati, con l'obiettivo di arrivare in ogni caso ad un accordo in vista delle elezioni del 2020. Ne deriva un quadro di tenuta del ciclo economico, che è atteso alimentare ancora un movimento rialzista nei mercati azionari. Corrispondentemente, dopo un periodo di sostanziale stabilità, anche i tassi di mercato dovrebbero riprendere a salire, per effetto del miglioramento delle condizioni cicliche. L'abbondante liquidità è destinata a supportare i comparti delle obbligazioni Corporate High Yield o quelle di Paesi emergenti, sebbene la selettività resti cruciale. Dopo il rafforzamento legato alla migliore performance economica, il dollaro appare destinato a frenare per effetto dell'atteso miglioramento del ciclo europeo e internazionale.

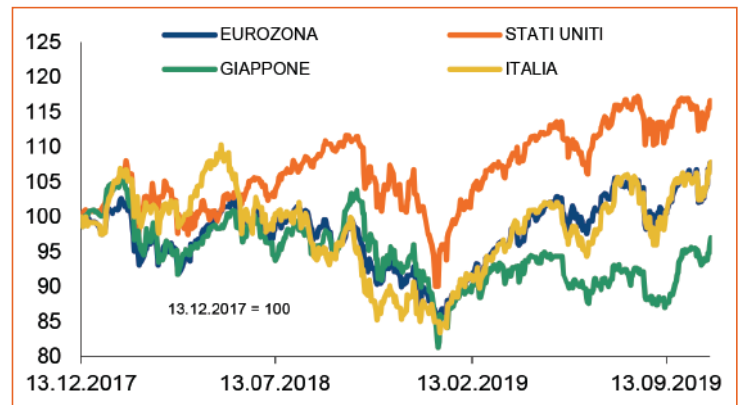
Azioni

Mercati azionari in forte rialzo nel 2019. Nei primi quattro mesi dell'anno è stata recuperata la caduta di fine 2018; a seguire si è registrato un movimento laterale, prima di bucare verso l'alto nell'ultimo trimestre. La ripresa di tendenza rialzista per le azioni riflette l'aspettativa di prosecuzione del ciclo economico globale nel 2020 e sconta in larga parte un esito positivo nelle negoziazioni USA - Cina sul commercio. Le valutazioni appaiono, in termini assoluti, un po' care in USA e in linea con le medie storiche per le altre aree. Però, dopo la forte discesa dei tassi dello scorso anno, la valutazione relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni risulta attraente, 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 confermeranno la tenuta del ciclo globale. Il movimento sarà con ogni probabilità ancora guidato dal mercato USA, sebbene più caro degli altri. In un contesto di miglioramento delle condizioni economiche, però, le altre aree dovrebbero almeno eguagliare le performance degli USA, se non addirittura superarle.

Obbligazioni Governative

Tassi governativi in forte calo nel 2019. In estate i tassi a lunga scadenza di USA e Germania hanno toccato nuovi minimi, quelli tedeschi a livello fortemente negativo, per poi risalire marginalmente nell'ultimo trimestre. Il movimento è stato guidato prima dai timori di fine del ciclo economico e poi dalle nuove misure espansive decise dalle banche centrali. Il basso livello dei tassi rappresenta un elemento di sostegno alla crescita economica che, combinato con la probabile pace commerciale, dovrebbe prolungare il ciclo economico nel 2020. 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, pur 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

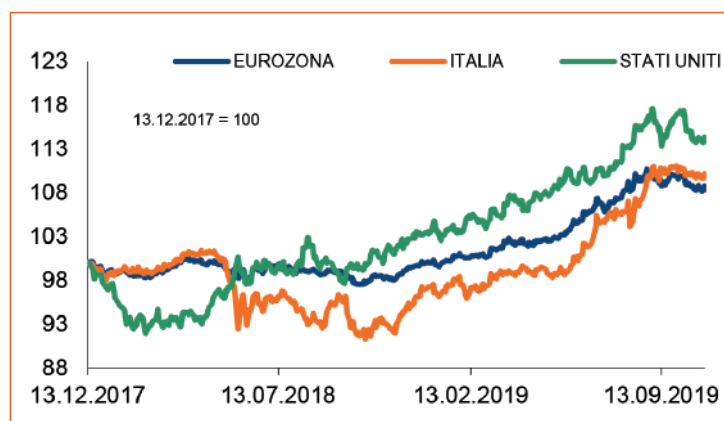
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto non governativo in euro beneficia del contesto monetario favorevole, se pur in modo differenziato a seconda della specifica classe di attività finanziaria. Le obbligazioni Corporate di maggiore qualità creditizia (Investment Grade), seppur sostenute dagli acquisti BCE, hanno rendimenti molto contenuti o negativi, mentre le obbligazioni Corporate ad elevato rischio/rendimento (High Yield) hanno una redditività attesa mediamente più alta e dunque più ampi spazi di performance. Anche le obbligazioni dei Paesi emergenti, sia in euro che in dollari, beneficiano del contesto favorevole per la liquidità e dell'assenza di alternative di investimento. Con la dovuta selettività, anche le emissioni in valuta locale possono offrire performance interessanti, nonostante i rischi di deprezzamento contro euro. Va in ogni caso tenuta presente anche la variabile politica.

Valute

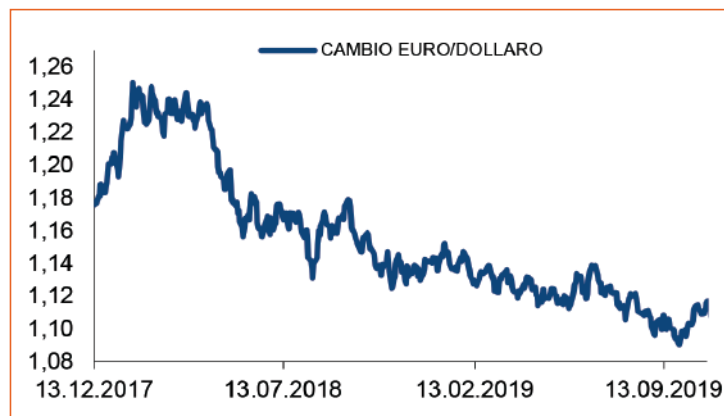
Dollaro in moderato rafforzamento nel corso del 2019, ma la tendenza all'apprezzamento già mostrata nel 2018 è apparsa rallentata. La relativa forza del dollaro riflette la maggiore velocità dell'economia americana rispetto alle altre e il livello dei tassi più elevato. La guerra commerciale USA-Cina 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 ulteriormente frenare 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 09.10.2019.

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.

