SCENARIO 2023

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 2023

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 06.10.2023

SCENARIO 4° TRIMESTRE 2023: SINTESI

MACROECONOMIA

Economia mondiale

Negli ultimi mesi, i dati sono stati più deboli delle attese in Europa e Cina, ma superiori alle aspettative negli Stati Uniti, dove la prospettiva di contrazione del PIL si è allontanata. Il rallentamento della domanda è comunque diffuso e si prevede che la crescita mondiale sarà modesta anche nel 2024. In Europa, l'attività economica è ormai stagnante.

Inflazione

L'inflazione è in netto calo negli Stati Uniti e in Europa, anche se i livelli restano superiori a quelli desiderati dalle banche centrali. Una ulteriore discesa è attesa nel 2024. L'inflazione sottostante sarà più persistente, anche per gli effetti della rincorsa salariale che inizia a manifestarsi e che riteniamo proseguirà nel prossimo biennio, ma le prospettive stanno migliorando.

Politica monetaria

La restrizione della politica monetaria è stata ancora forte nei primi nove mesi del 2023, anche se già meno intensa rispetto al secondo semestre 2022, ma dovrebbe essere ormai conclusa. D'altro canto, il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% a lungo potrebbe indurre le banche centrali a mantenere un orientamento restrittivo della politica monetaria fino almeno alla metà del prossimo anno, continuando altresì con il drenaggio dell'eccesso di riserve e la riduzione dei loro portafogli di titoli.

MERCATI

Monetario

La BCE ha aumentato ancora i tassi d'interesse a settembre, alimentando un'ulteriore salita dei tassi monetari. Le prospettive di ulteriore restrizione monetaria appaiono a questo punto improbabili, nonostante una residua risalita dei tassi monetari sia legata alla graduale rimozione dei programmi di acquisto titoli. In termini reali, la redditività resta limitata da un'inflazione ancora elevata.

Obbligazionario Governativo

I tassi governativi risultano positivi su tutte le scadenze e appaiono interessanti a fronte della fine dei rialzi dei tassi, in un contesto di rallentamento economico e minori pressioni inflazionistiche. Favorevole anche il contesto italiano, alla luce della stabilizzazione dei tassi core europei e spread in aumento da inizio anno, che fornisce una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

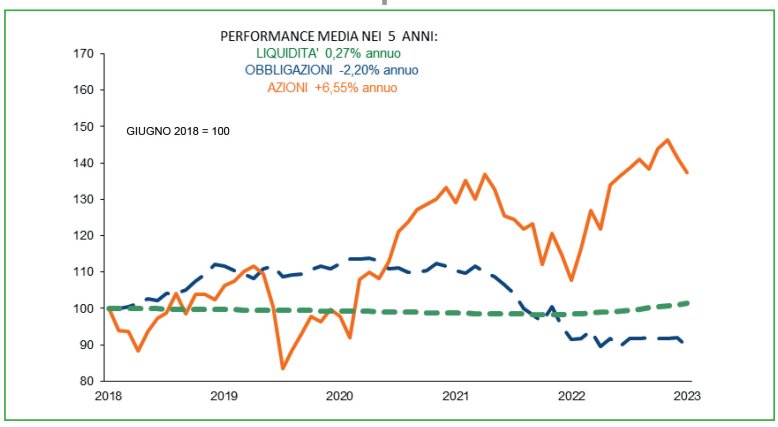
Obbligazionario Corporate

Il comparto delle obbligazioni corporate in euro ha risentito dell'aumento dei tassi di mercato nel terzo trimestre, mantenendo tuttavia una performance positiva. I rendimenti a scadenza sono conseguentemente aumentati, sia per le obbligazioni Investment Grade che per quelle High Yield, tenendo conto del diverso livello di rischio. Le prospettive, considerando i livelli attuali dei rendimenti, appaiono pertanto favorevoli poiché consentono di incamerare una redditività mediamente elevata.

Obbligazionario Emergenti

Il comparto delle obbligazioni dei Paesi emergenti è stato influenzato negativamente dall'aumento dei tassi di mercato, chiudendo il terzo trimestre anche con performance negative, come nel caso delle obbligazioni in dollari. I rendimenti a scadenza restano mediamente elevati per le obbligazioni in valuta forte, mentre il quadro di quelle in valuta locale è più variegato.

Lo scenario dei mercati e le performance storiche



Base Numero Indice settembre 2018=100. L'indice rappresenta la performance lorda (comprese cedole o dividendi) di un investimento pari a 100 effettuato a giugno 2018. Le performance annue sono medie riferite al periodo che va da settembre 2018 a settembre 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e MSCI

Dati e previsioni economiche

	2023 STIME PRECEDENTI	2023 STIME CORRENTI	2024 STIME CORRENTI
EUROPA			
Crescita economica	0.6	0.5	1.1
Inflazione	5.6	5.6	2.8
Tasso di interesse *	4.0	4.0	3.5
STATI UNITI			
Crescita economica	1.5	2.0	1.0
Inflazione	3.9	4.1	2.5
Tasso di interesse *	5.25-5.50	5.25-5.50	4.75-5.00
Tasso di cambio EUR/USD*	1.07-1.12	1.06-1.08	1.08-1.12

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

Azionario

Dopo il recupero dei mesi scorsi, avvenuto a fronte di utili in calo, le valutazioni dei mercati azionari risultano più care rispetto ad inizio anno, ma ancora interessanti in ottica di medio termine. Nel breve termine il mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato e il connesso rischio di rallentamento economico possono essere fonti di volatilità.

Valute

Dollaro in rafforzamento da luglio, ad invalidare il trend di discesa che era partito a settembre 2022. Agli attuali livelli il dollaro appare caro da un punto di vista valutativo, ma la forza relativa dell'economia USA rispetto alle altre e l'incertezza legata al mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato possono mantenere forte la valuta americana nel breve periodo.

Indebitamento

I tassi a breve continueranno ad aumentare per effetto della riduzione degli acquisti BCE, mentre i tassi ufficiali dovrebbero aver raggiunto il picco. Gli Eurirs sulle scadenze lunghe sono ai massimi dal 2011 e riflettono il generalizzato aumento dei tassi di mercato. Seppur sia probabile un ulteriore modesto aumento dei tassi Euribor nei prossimi mesi, l'indebitamento a tasso

Lo scenario sulle principali aree di investimento

MERCATI	RENDIMENTO NETTO %			SCENARIO*		RENDIMENTO NETTO % MEDIO PERIODO** (BASE ANNUA)	COMMENTO
	DA INIZIO 2023	2022	2017-2021 MEDIO ANNUO	PRECEDENTE	ATTUALE		
Monetario Euro	1,9	0,2	-0,2	Neutrale	Neutrale	2,0/2,4	Tassi più alti ma inflazione media attesa ancora elevata
Obbligazionario Euro	-0,5	-13,7	1,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,4/3,8	Tassi scontano in larga parte restrizione BCE
Obbligazionario Germania	-0,9	-13,2	0,8	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Tassi scontano in larga parte restrizione BCE
Obbligazionario Italia	0,6	-12,7	2,0	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	n.d.	Tassi su livelli interessanti
Obbligazionario Dollaro	-1,9 (-1,0 in euro)	-9,2 (-5,0 in euro)	1,9 (2,8 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,8/4,6 (1,9/3,7 in euro)	Tassi USA scontano già i rialzi attesi della Fed
Obbligazionario Corporate	1,1	-10,0	1,5	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,6/4,1	Rendimenti più interessanti anche per gli Investment Grade
Obbligazionario Emergenti	1,6	-15,1	0,9	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	2,7/3,9	Rendimenti più alti, opportunità anche in valuta locale
Azionario Europa	8,6	-8,1	4,9	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,3/8,3	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Italia	15,0	-5,9	5,3	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,0/8,7	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Stati Uniti	10,1 (11,0 in euro)	-13,4 (-9,7 in euro)	10,3 (11,2 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	4,5/8,8 (3,6/7,9 in euro)	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Giappone	14,6 (6,2 in euro)	-1,7 (-7,6 in euro)	3,9 (4,4 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,3/7,2 (6,1/10,0 in euro)	Prospettive favorevoli, ma ancora rischio di volatilità nel breve
Azionario Emergenti	0,3 (1,1 in euro)	-14,7 (-11,0 in euro)	3,7 (4,6 in euro)	Moderatamente Positivo	Moderatamente Positivo	3,3/6,8 (2,3/5,8 in euro)	Prospettive favorevoli legate alla minore restrizione della Fed

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 1,14 nel periodo di riferimento.

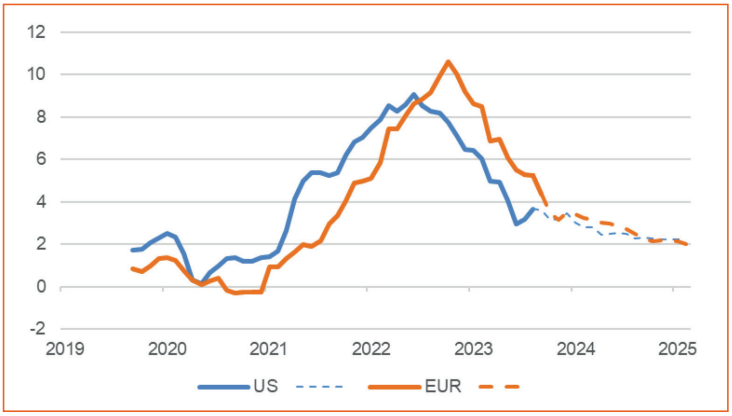
Indici Monetario, Obbligazionario e Azionario: indici JPMorgan e indice MTS BOT; indice Obbligazionario Corporate: indice Markit Iboxx Corporates; indice Azionario Europa: MSCI area euro; indice Azionario Italia: Indice FTSE MIB; indice Azionario Stati Uniti: S&P500; indice Azionario Giappone: Topix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

Fonte: Gruppo Intesa Sanpaolo. Dati aggiornati al 06.10.2023, se non diversamente indicato.

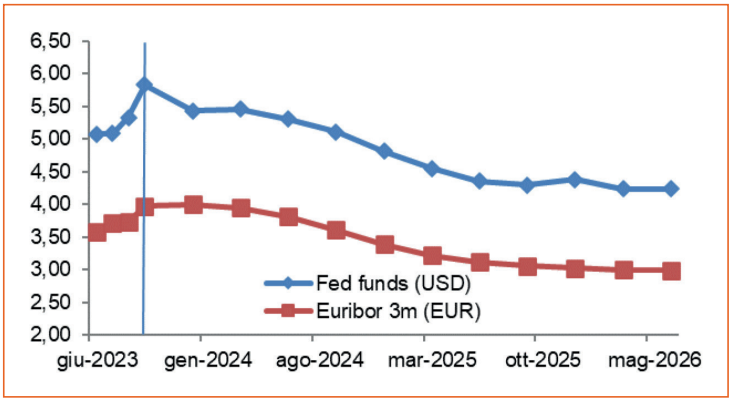
QUADRO MACROECONOMICO GENERALE

La crescita mondiale è in rallentamento, frenata dagli effetti della restrizione monetaria nei paesi occidentali e dalle difficoltà della Cina, alle prese con la debolezza della domanda mondiale di manufatti e con una grave crisi del proprio mercato immobiliare. Le conseguenze dell'aumento dei tassi ufficiali sulla domanda interna negli Stati Uniti e in Europa dovrebbero diventare ancora più evidenti tra fine 2023 e inizio 2024, rendendo poco plausibile uno scenario di immediata riaccelerazione. D'altro canto, le ripercussioni del rallentamento sull'occupazione sono state quasi ovunque modeste, a indicare che le condizioni di partenza del mercato del lavoro erano molto tese. Inoltre, la trasmissione della politica monetaria sulla domanda finale potrebbe essere temporaneamente attenuata dalle condizioni di maggiore solidità dei bilanci di famiglie e imprese rispetto ad altri periodi storici.

Il calo dell'inflazione è ormai ben avviato in Europa e Stati Uniti



Tassi di interesse a breve termine impliciti nei future (%): prossima mossa un taglio?



Nota:indici generali dei prezzi al consumo, variazioni % a/a; fonte Refinitiv-Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo. A destra: dati in %; elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di fonte Refinitiv-Datastream

Stati Uniti

Malgrado 500pb di rialzo dei tassi, l'economia degli Stati Uniti potrebbe ancora evitare una recessione vera e propria. I primi tre trimestri del 2023 sono stati nettamente migliori del previsto, forse anche per una politica fiscale troppo accomodante. La crescita del PIL è ora prevista su livelli sostanzialmente nulli nei due trimestri a cavallo d'anno e nel 2024 si prevede una crescita media dell'1% (bassa, ma non coerente con uno scenario recessivo). Il ribilanciamento tra domanda e offerta sul mercato del lavoro è avviato, ma si attende un incremento complessivamente modesto della disoccupazione. La resistenza dimostrata dall'economia alla restrizione delle condizioni finanziarie implica che occorrerà tempo prima che la crescita dei salari e quella dei prezzi core tornino su ritmi simili a quelli pre-pandemici.
Con l'intervallo obiettivo per i fed funds a 5,25-5,50%, invariato a settembre, la Fed potrebbe ormai aver raggiunto il punto d'arrivo sui tassi, con eventuale opzione per un ultimo ritocco al rialzo entro fine anno in caso di dati più forti delle attese. Di contro, la fase dei tagli potrebbe partire soltanto negli ultimi mesi del prossimo anno e avere inizialmente una velocità inferiore a quanto precedentemente previsto.

Eurozona

Dati inferiori alle attese e le prime evidenze degli effetti della restrizione monetaria hanno lasciato il segno sulle previsioni di crescita per quest'anno e per il prossimo. Il 2023 potrebbe chiudersi con una crescita media annua di 0,5%; nel 2024, si prevede un aumento del PIL di 0,8%, un livello ancora modesto e compatibile con un aumento del tasso di disoccupazione. Anche se tali numeri non configurano uno scenario di recessione, una contrazione del PIL nei prossimi trimestri non è da escludere e i rischi restano verso il basso. La trasmissione della politica monetaria al credito è stata molto intensa, anche se la solidità dei bilanci di famiglie e imprese dovrebbe parzialmente disinnescarne gli effetti sulla domanda interna. L'inflazione continuerà a calare su tutto l'orizzonte previsivo, per effetto dell'allentamento dei costi di produzione e dell'impatto della politica monetaria restrittiva. Il calo dell'inflazione sarà più marcato negli ultimi mesi del 2023, per rallentare di nuovo a inizio 2024. I rischi restano orientati lievemente verso l'alto, e legati a possibili nuovi shock su energia e alimentari.
La BCE ha portato i tassi ufficiali al 4,0% in settembre. Ora i tassi potrebbero restare fermi a questo livello per diversi mesi, anche se non va esclusa del tutto la possibilità di nuovi ritocchi al rialzo in caso di dati significativamente più forti delle attese. I mercati scontano un primo taglio dei tassi già a giugno/luglio 2024, ma è probabile che la BCE decida di attendere un calo dell'inflazione più marcato prima di allentare la politica monetaria. La riduzione del bilancio continuerà nei prossimi mesi: il portafoglio APP continuerà a essere ridotto a mano a mano che i titoli andranno in scadenza, mentre le scadenze dei crediti TLTRO contribuiranno a drenare riserve dal sistema bancario.

I MERCATI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Torna il timore dei tassi, ma le Banche centrali hanno di fatto concluso il lavoro

L'economia mondiale sta rallentando, soprattutto a causa della debolezza di Europa e Cina. L'inflazione prosegue la discesa sebbene in modo molto graduale, soprattutto nella componente che esclude alimentari ed energia. I mercati risentono dei toni restrittivi delle banche centrali, soprattutto da parte della Fed, nonostante il ciclo di rialzi sia sostanzialmente terminato. Sul fronte azionario, la tenuta della crescita economica, nonostante il rallentamento, rappresenta un fattore di sostegno, sebbene sia probabile una certa volatilità. Nel mercato obbligazionario, il livello dei rendimenti appare interessante a fronte della fine dei rialzi dei tassi, in un contesto di rallentamento economico e minori pressioni inflazionistiche. Prospettive favorevoli anche nei comparti "a spread" come il Corporate o i Paesi emergenti, nonostante la riduzione di performance del terzo trimestre dell'anno. Resta infine relativamente caro il dollaro in area 1,05, nonostante il differenziale di crescita a favore degli Stati Uniti resti un fattore di supporto.

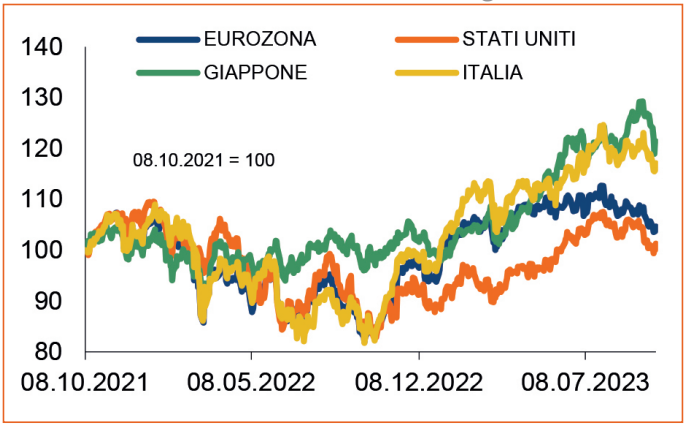
Azioni

Andamento decisamente positivo per i mercati azionari nei primi sei mesi del 2023, con marginali prese di profitto nel terzo trimestre. Le azioni sono sostenute dal rientro dell'inflazione e dalla tenuta della crescita economica. Il recupero è avvenuto a fronte di utili in calo; di conseguenza le valutazioni risultano più care rispetto ad inizio anno, ma ancora interessanti in ottica di medio termine. Nel breve termine il mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato e il connesso rischio di rallentamento economico possono essere fonti di volatilità.

Obbligazioni Governative

Andamento volatile per i titoli governativi nel 2023, con tendenza dei tassi ancora verso l'alto, seppure ad un ritmo rallentato rispetto al 2022. Il rendimento generato dai titoli governativi è stato complessivamente positivo, soprattutto sulle parti brevi delle curve, grazie al flusso cedolare dopo il forte rialzo delle cedole dello scorso anno. I tassi governativi risultano positivi su tutte le scadenze e appaiono interessanti a fronte della fine della restrizione monetaria, in un contesto di rallentamento economico e minori pressioni inflazionistiche. Favorevole anche il contesto italiano, alla luce della stabilizzazione dei tassi europei e spread in aumento da inizio anno, fornendo una remunerazione addizionale rispetto ai titoli privi di rischio emittente.

Performance storiche delle azioni negli ultimi 2 anni



Nota: Indici rappresentativi di prezzi e dividendi, MSCI Euro, S&P 500, Topix, FTSE MIB.
Fonte: Refinitiv-Datastream

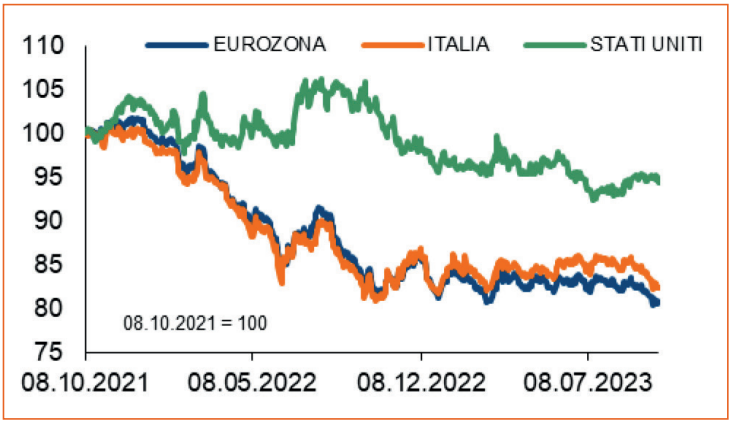
Obbligazioni Corporate ed Emergenti

Il comparto corporate ha risentito dell'aumento dei tassi governativi nell'ultimo trimestre, soprattutto nel mese di settembre. Ne è derivato un leggero aumento dei rendimenti medi a scadenza rispetto all'inizio dello scorso trimestre (in media 4,5% per gli Investment Grade, 8,1% per gli High Yield, dati al 29.09.2023). In prospettiva, la nostra convinzione che i tassi governativi abbiano sostanzialmente raggiunto livelli di picco, anche grazie alla fine del ciclo di restrizione monetaria, rappresenta un fattore di sostegno per il comparto. Le obbligazioni High Yield sono attese registrare una maggiore volatilità, penalizzate dal rallentamento economico in atto, anche se la qualità del credito resta mediamente buona, mentre per le Investment Grade il cambio di rotta delle banche centrali dovrebbe portare maggiori benefici. Anche le obbligazioni di Paesi emergenti hanno risentito dell'aumento dei tassi governativi, registrando performance trimestrali leggermente negative. La redditività a scadenza resta comunque interessante, con livelli in media vicini all'8,4% per le obbligazioni in dollari, al 5,4% per quelle in euro e al 4,7% per quelle in valuta locale (dati al 29.09.2023). Le prospettive restano incoraggianti, grazie ai segnali di recupero in Cina, alla risalita dei prezzi energetici e alla chiusura del ciclo restrittivo della Fed, nonostante l'indicazione di tassi elevati per lungo tempo. Sulla scia delle recenti dinamiche, potrebbe in ogni caso risultare opportuna la selezione di investimenti di singoli paesi, preferendo quelli a rating elevato, gli esportatori di materie prime e con un basso indebitamento estero.

Valute

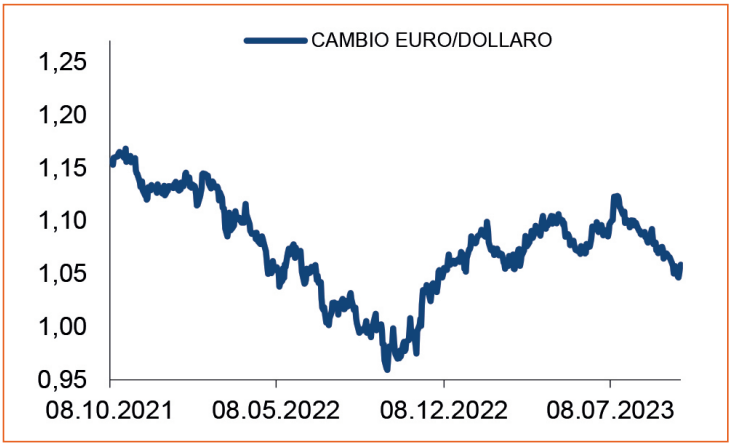
Dollaro in rafforzamento da luglio, ad invalidare il trend di discesa che era partito a settembre 2022. Il sostegno al dollaro viene da una economia USA più forte del previsto e da una Fed che continua ad avere un atteggiamento restrittivo. Contro euro il cambio è tornato anche sotto 1,06 dopo avere sfiorato 1,13 a metà luglio. Agli attuali livelli il dollaro appare caro da un punto di vista valutativo, ma la forza relativa dell'economia USA rispetto alle altre e l'incertezza legata al mantenimento di tassi alti per un periodo prolungato possono mantenere forte la valuta americana nel breve periodo.

Performance storiche dei titoli di Stato negli ultimi 2 anni



Nota: Indici Bloomberg 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: Refinitiv-Datastream

Andamento del dollaro verso l'euro negli ultimi 2 anni



Fonte: Refinitiv-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 14.07.2023.
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

INTESA SANPAOLO

www.intesasanpaolo.com