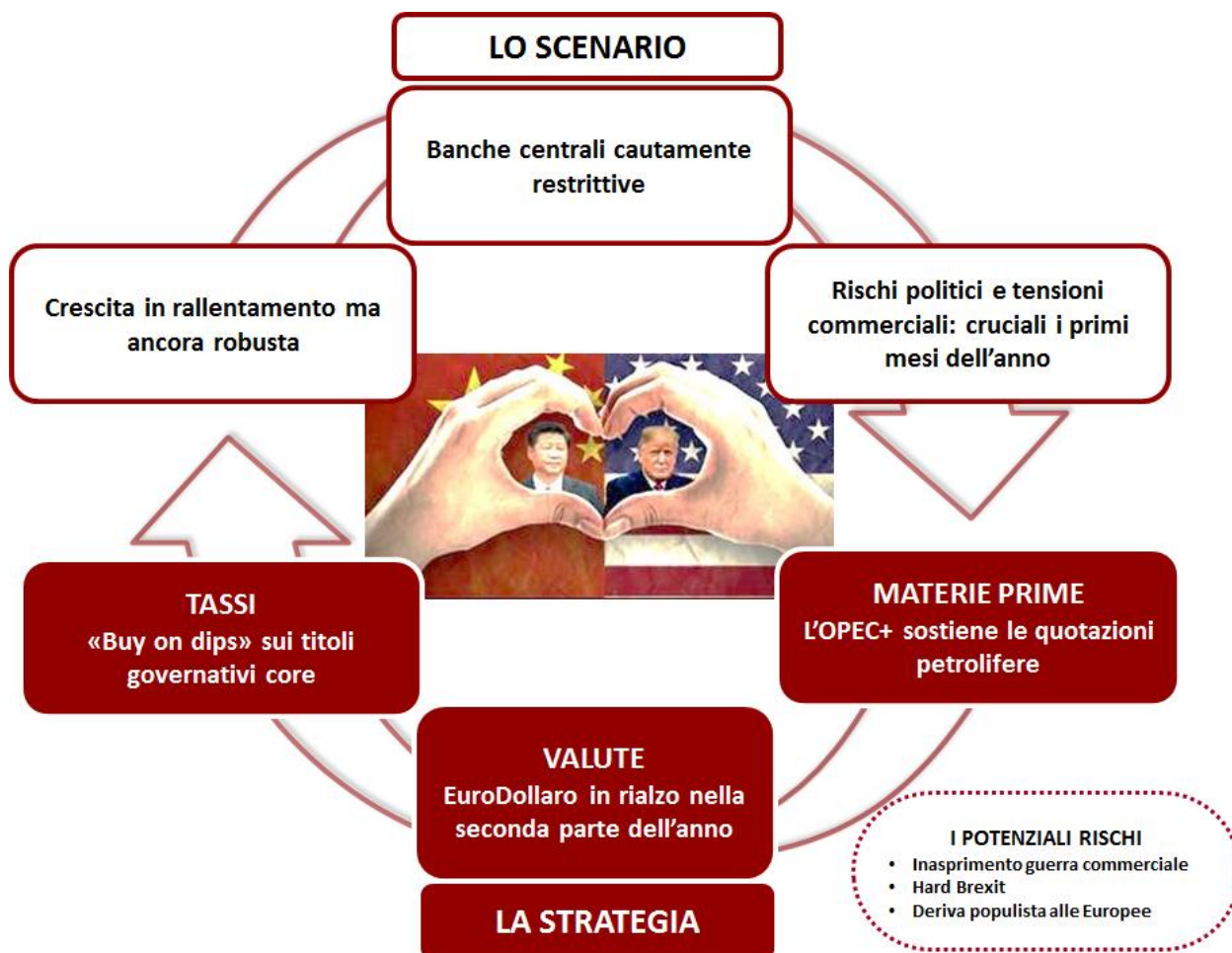


THE BEST STRATEGY EVERY TIME

All you need is love!

2019



THE BEST STRATEGY EVERY TIME

	2018	2019 (**)
PIL reale %a/a *		
USA	3,0%	2,4%
EMU	1,9%	1,6%
Prezzi al consumo % a/a *		
USA	2,5%	2,1%
EMU	1,8%	1,6%
Tassi di interesse f.p.		
Fed Funds Target	2,25-2,5%	2,75-3%
US Treasury 10Y	2,76%	2,80%
BCE Refi Rate	0%	0%
BCE Deposit Rate	-0,4%	-0,3%
Bund 10Y	0,23%	0,60%
Tassi di cambio f.p.		
EUR/USD	1,13	1,19
USD/JPY	111	110
EUR/JPY	125	131
EUR/GBP	0,90	0,86
Commodity f.p.		
Brent \$/b	55	70
Oro (\$/oncia)	1256	1300

f.p.= fine periodo ; (*) media annua; (**) = stime

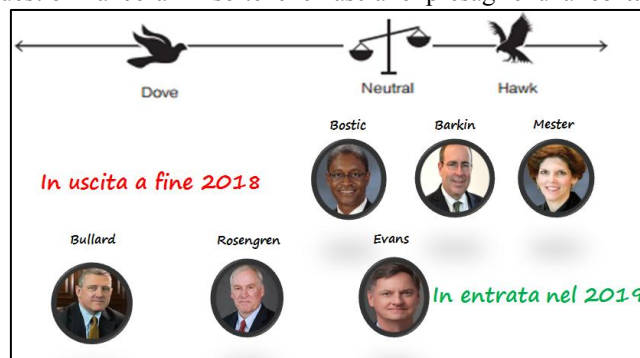
THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Scenario

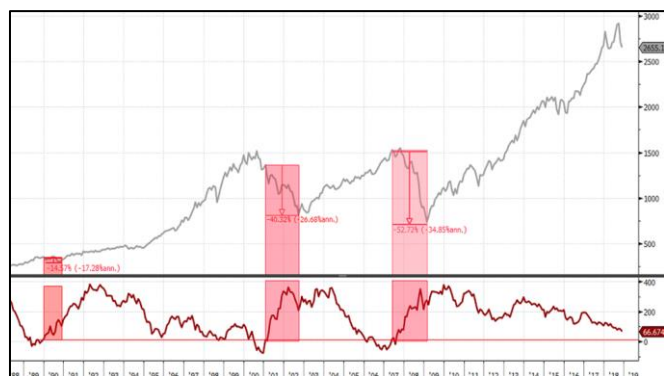
Geopolitica in focus, ma occhio alle Banche Centrali

“No deal”, guerra commerciale, dazi e procedura di infrazione, sono questi solo alcuni dei principali elementi che hanno caratterizzato il 2018, sintetizzando alla perfezione la complessità di un anno che ha avuto la **geopolitica come tema predominante**. Se sul fronte italiano la procedura di infrazione è ormai scongiurata, sugli altri temi l’esito, ahinoi, rimane assai incerto. Basti pensare alla Brexit, dove la May ha da poco rimandato la votazione in Parlamento al nuovo anno, o alle interminabili tensioni commerciali tra USA e Cina. Tutte questioni ancora irrisolte che lasciano presagire una **certa**

complessità, con tanto di volatilità in aumento, all’inizio del nuovo anno. In questo contesto così complicato, toccherà ancora una volta alle **Banche centrali** evitare che la crescita deragli e scongiurare il rischio di una deriva dei mercati. La Fed continuerà a drenare la liquidità (come confermato da Powell), ma evitando di mostrarsi troppo rigida nella normalizzazione dei tassi. In questo senso, anche la nuova composizione del FOMC, con l’entrata a gennaio di tre membri votanti dall’inclinazione *dovish* (Bullard, Evans e Rosengren, vedi immagine) al posto di tre membri più “aggressivi”, dovrebbe garantire un atteggiamento più morbido da parte della Banca centrale USA. Nello specifico,



dei due rialzi attualmente programmati dall’Istituto per il prossimo anno, ci aspettiamo che la Fed possa procedere con il primo nel corso dell’estate, saltando la riunione di marzo. In effetti, proprio in quel periodo, si concentrano temi caldi e scadenze importanti come la Brexit (29 marzo 2019) ed il possibile aumento dei dazi dal 10% al 25% su 200Mld\$ sui prodotti cinesi qualora, entro il primo marzo 2019, non ci sia una svolta significativa nelle trattative commerciali. Un accordo è lungi dall’essere raggiunto a causa della distanza culturale delle parti così come della complessità degli obiettivi: a quelli di tipo economico (riduzione dell’enorme deficit commerciale) si aggiungono obiettivi politici (rallentamento dei progetti di espansione cinese come il “CHINA 2025”, maggiore apertura del mercato interno, etc.). Se a questo aggiungiamo l’imprevedibilità di Trump, l’incertezza è assicurata. In **Area euro**, la BCE, nonostante la fine degli acquisti netti (QE), dovrebbe mantenere un atteggiamento morbido nella prima parte del 2019 con l’annuncio/implementazione di una nuova TLTRO presumibilmente nel meeting di marzo. Tale mossa dovrebbe in qualche modo contribuire a tenere i



tassi schiacciati, e la valuta unica piuttosto debole, visto anche i dati anticipatori del ciclo economico non proprio entusiasmanti. **Sarà pertanto la parte centrale dell’anno quella potenzialmente più interessante**, visto che alcuni nodi dovranno essere necessariamente sbrogliati. Alcune incertezze verranno meno (Brexit, elezioni europee), mentre il tema commerciale dovrebbe essere correttamente incanalato. In questo periodo i corsi azionari potrebbero tornare ad offrire spunti interessanti. D’altro canto, da un punto di vista storico, le borse si sono mostrate resilienti fintanto che l’inclinazione della curva 3m-10anni USA, dopo l’inversione, è tornata in positivo (vedi grafico). **Sul fronte tassi**, ci attendiamo un tasso decennale USA che

faccia registrare un picco dalle parti del 3,25 (o poco sopra) e quello tedesco verso lo 0,8% (a nostro avviso due livelli di fortissima resistenza). Allo stesso tempo, l’**eurodollaro** dopo un inizio 2019 favorevole al biglietto verde, dovrebbe tornare progressivamente a salire in scia alla percezione di una Fed più cauta e di una BCE più propensa a normalizzare la politica monetaria, complice anche il cambio alla guida dell’Istituto con sede a Francoforte. Infine, un’ultima parte del 2019, in cui potrebbero tornare in auge i timori di rallentamento dell’economia con **i metalli preziosi che potrebbero tornare a brillare**. Tutto quanto sopra, in uno scenario macro di “normalità”, con crescita in rallentamento, ma ancora sostenuta e pressioni inflazionistiche moderate. Certo è che, se le Banche centrali ed in particolare la Fed, sbagliassero le dosi nella pratica di “mitridatismo” all’economia, piuttosto che un’escalation della questione commerciale provocasse un ulteriore crollo nel sentiment dei mercati ci potremmo ritrovare nella scomoda situazione di un’accelerazione del conto alla rovescia alla prossima recessione USA (ad oggi attesa intorno alla metà del 2020) con tutte le conseguenze del caso.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Tassi di mercato

2019 con tassi contenuti

Il 2018 è stato caratterizzato da una crescita robusta a livello globale e da un rialzo contenuto dell'inflazione. Sul fronte **Banche centrali**, mentre BCE, BoJ e BoE hanno continuato a mantenere un atteggiamento accomodante, la Fed ha proseguito il percorso di normalizzazione della politica monetaria alzando i tassi e riducendo il proprio bilancio (QT). I buoni dati macro non hanno influenzato in maniera determinante l'andamento dei tassi governativi che è stato guidato principalmente dalle varie vicende di natura politica (guerra commerciale, Brexit, crisi italiana). In tale contesto il **tasso decennale tedesco** è rimasto all'interno del range 0,2%-0,5%, con una breve puntata allo 0,8% ad inizio anno quando l'attenzione era focalizzata soprattutto su crescita ed inflazione. Altra caratteristica del 2018 è stata la divergenza tra tasso decennale tedesco e statunitense (solitamente presentano un andamento simile), tale da portare lo spread fino a 280 pb. Dopo una partenza d'anno in sintonia, a partire da febbraio abbiamo assistito ad un cambiamento di rotta del tasso bund decennale, mentre il tasso **Treasury decennale** ha proseguito la sua corsa al rialzo arrivando sopra il 3,25%, con forte appiattimento della curva sul 2-10 anni (10 pb dai 78 pb raggiunti a febbraio). Il movimento dei tassi statunitensi è stato determinato dalla riforma fiscale di inizio anno, dai minori acquisti da parte degli investitori esteri (Cina e Giappone su tutti) e dall'inattesa aggressività della Fed. **Per il 2019** ci attendiamo un rallentamento della crescita, che tuttavia dovrebbe rimanere su livelli robusti, e dell'inflazione sia in Area euro, sia negli Stati Uniti.



Sul fronte Banche Centrali, la BCE, dopo la conclusione del programma di acquisti netti (QE), continuerà la politica di reinvestimento dei titoli per un periodo prolungato di tempo, anche oltre il primo rialzo dei tassi. A questo riguardo, non escludiamo che la BCE possa, analogamente a quanto fatto dalla Fed a suo tempo, procedere ad un' **operation twist**, ovvero a reinvestire esclusivamente su scadenze di medio/lungo termine (10-20 anni). Inoltre, nei primi mesi del 2019, a fronte di una crescita non particolarmente vivace, è a nostro avviso probabile

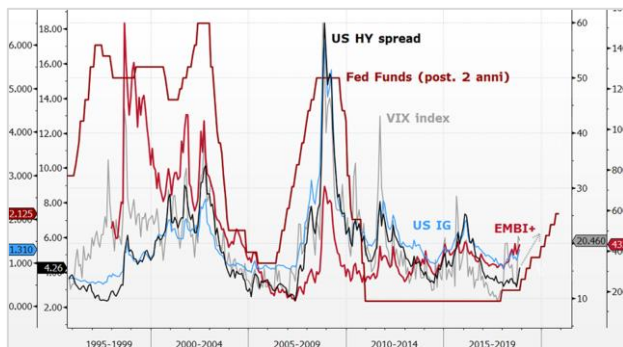
assistere all'annuncio/implementazione di nuove operazioni TLTRO al fine di garantire liquidità alle banche. Infatti, a giugno 2020 scadranno poco meno di 400 Mld€ di finanziamenti a lungo termine che, a giugno 2019, avranno una scadenza inferiore all'anno e perciò non più computabili nello *net stable funding ratio (NSFR)*. Da un punto di vista storico, ogni qual volta la BCE ha annunciato/implementato una TLTRO, il tasso bund decennale è sceso di circa 20 pb. Infine, il rialzo del tasso sui depositi, a meno di sorprese sul fronte inflazione, ce lo attendiamo a settembre e non escludiamo un ulteriore rialzo entro i primi mesi del 2020, quando ci sarà il nuovo presidente BCE (il mandato di Draghi scade il 31 ottobre) più incline a normalizzare la politica monetaria (il francese Villeroy tra i principali candidati). **La Fed** dopo il rialzo di dicembre potrebbe decidere di effettuare una pausa nel primo trimestre, alla luce della debolezza dei recenti dati macroeconomici e delle tensioni USA-Cina che ci attendiamo continui anche nei primi mesi del 2019. Nel 2019 ci attendiamo due rialzi dei tassi che collochiamo tra giugno e dicembre. Inoltre sarà fondamentale monitorare gli effetti del QT (nel 2019 saranno circa 472 Mld\$) sull'economia e gli asset finanziari. A nostro avviso un rallentamento nel ritmo di riduzione sarebbe auspicabile. **In conclusione**, di fronte ad un scenario di rallentamento economico e di inflazione ancora sotto il target e di un inizio d'anno ancora all'insegna di tensioni politiche (Brexit) e commerciali, per il 2019 ci attendiamo **un tasso decennale bund che resta all'interno del range 2018**. Livelli più bassi sono attesi ad inizio anno in scia ad una continuazione delle questioni politiche ancora aperte (dazi, elezioni UE e Brexit) ed all'attesa dell'annuncio di nuove operazioni di TLTRO. Superate queste questioni, l'attenzione sarà rivolta alla BCE ed alla sua politica di normalizzazione che potrebbe portare ad un rialzo dei tassi core, seppur confinati nel range sopra citato. **Negli USA** invece ci attendiamo **un ritorno del tasso decennale sui massimi del 2018** per l'estate, **per poi scendere nella seconda metà del 2019** con target di 2,80% a dicembre, in scia alla percezione che il meglio sia alle spalle. **Tale scenario** potrebbe subire modifiche nel caso di un proseguimento oltre le attese delle questioni politiche ancora aperte e/o di un rallentamento oltre le attese della crescita economica. In tal caso i tassi governativi *core* potrebbero risultare più bassi di quanto delineato in precedenza.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Obbligazioni a spread

Un 2019 complicato tra politica restrittiva della Fed e decelerazione della crescita

Nonostante il **2018** sia stato un anno di accelerazione ciclica in un contesto di pressioni inflazionistiche sotto controllo, si è rivelato un *annus horribilis* per le obbligazioni *investment grade* in euro e, soprattutto, in \$. A pesare, in primis, fattori tecnici come l'enorme mole di emissioni sul primario (YTD). Anche gli *high yield* euro sono stati pesantemente venduti con lo spread sui cash bond che si è allargato di ben 229 pb da inizio anno (dati all'11 dicembre 2018). L'unico comparto che ha dimostrato un'ottima capacità di tenuta per buona parte dell'anno, nonostante il forte calo autunnale che ha colpito energetici e CCC, sono stati gli **high yield in \$**, ed in particolare quelli **short term** che, all'inizio dell'anno, avevamo fortunatamente individuato come [il posto dove stare](#). Il comparto delle emissioni ad alto rendimento ha beneficiato in



particolare del contenuto flusso di emissioni sul primario (il livello più basso dal 2009). Questo nonostante l'appetito per questi comparti sia venuto via via meno durante l'anno come mostrato dall'andamento dei flussi (+8 Mld\$ per i corporate IG, -70 Mld\$ per gli HY). In particolare, in Europa, i deflussi cumulativi dei fondi IG e HY hanno cancellato l'afflusso visto dopo il QE (fonte Follow the Flow di BofA ML). Un ulteriore indizio del clima di cautela sono le scommesse al ribasso degli investitori sui due maggiori ETF junk che hanno raggiunto il record di 10 Mld\$ nelle ultime settimane, secondo i dati di IHS Markit, mentre le scommesse in ribasso sui corrispondenti indici CDS hanno raggiunto il massimo di

quattro anni a novembre, secondo Citigroup. **In prospettiva 2019**, il processo di normalizzazione delle politiche monetarie (solo la Fed ridurrà il proprio bilancio di ca. 472 Mld\$) in un contesto di aumento dei costi di rifinanziamento e rallentamento della crescita economica, dovrebbero comportare un ulteriore allargamento degli spread nell'ordine di 40 pb per gli IG e 90 pb per gli HY, in linea con quanto accaduto nell'ultima fase dei passati cicli di rialzo. Gli IG US potrebbero continuare a subire i venti avversi di importanti emissioni per rifinanziare le scadenze previste, pari a ca. 600 Mld\$ nel 2019. Pressione che aumenterà considerevolmente negli anni successivi quando arriverà a scadenza circa il 30% di tutto il debito IG in circolazione, con il picco atteso nel 2021 con ca. 800 Mld\$. Diversa la pressione in offerta sugli emittenti HY USA, dove quest'anno sono stati emessi ca. 175 Mld\$, mentre ca. 40 Mld\$ scadranno il prossimo anno e ca. 250 Mld\$ nel prossimo triennio (pari a ca. il 15% di tutto il debito HY). Il tutto con un tasso di *default* che, sceso al 3,2% in ottobre, grazie alla crescita robusta sebbene in rallentamento di economia e profitti, dovrebbe migliorare al 2% nel prossimo anno. Situazione simile in Europa, dove a pesare sarà il minor supporto di un acquirente marginale come la BCE. Pertanto, in termini relativi, continuiamo a ritenere **interessanti gli HY short term** in \$ (7,49% YTW con duration 2,8 anni e rendimento cedolare 6,25%). Infine, **sul fronte emergente** continuiamo a preferire **le emissioni in valuta forte** che, rispetto a quelle in valuta locale, presentano un rendimento interessante (7,19% vs 6,89%) ed una volatilità attesa più contenuta. Le emissioni in *local currency*, potrebbero tornare interessanti nella parte centrale dell'anno, una volta attenuati i venti contrari come l'apprezzamento del \$ e le tensioni commerciali.

Valute

Dollaro in tendenziale deprezzamento dalla primavera in poi

Il 2018 si sta chiudendo all'insegna di una forza generalizzata del **dollaro** che si è apprezzato vs tutte le valute a livello mondiale, ed in particolare verso quelle dell'area emergente. Dopo un inizio d'anno all'insegna della debolezza legata ai timori dell'impatto della riforma fiscale Trump sul deficit USA, il biglietto verde ha iniziato a riprendere forza nel momento in cui si è iniziata a manifestare il timore di una guerra commerciale con la Cina. A favorire l'apprezzamento nel corso di quest'anno ha, inoltre, contribuito il proseguimento di una politica monetaria restrittiva da parte della Fed ed una crescita robusta da parte dell'economia statunitense. In generale, per il **2019** ci aspettiamo che l'onda lunga del rafforzamento del dollaro possa proseguire nei primi mesi dell'anno, mentre a partire dalla primavera in poi si potrebbe assistere ad una tendenziale debolezza del biglietto verde una volta che probabilmente verrà raggiunto un compromesso/tregua nella diatriba commerciale tra USA e Cina. Guardando nello specifico al cambio **EurUsd**, al momento ci troviamo in una fase di tendenziale equilibrio. L'attesa di un atteggiamento della Fed più morbida, per il momento, è stata più che compensata dai rischi politici (Italia e *Brexit*) e dai segnali di rallentamento dell'Eurozona giunti negli ultimi mesi. Sulla base di ciò riteniamo che i primi mesi del 2019 possano essere ancora favorevoli ad un apprezzamento del **dollaro** e quindi ad un calo del cambio **EurUsd** con un target che può essere individuato in area 1,11

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

(non escludiamo *overshooting* verso 1,08). Le incognite politiche in Europa, infatti, ci accompagneranno probabilmente ancora per un po' di tempo, in vista delle elezioni europee del prossimo maggio. Allo stesso tempo, il contestuale forte calo del petrolio e rallentamento economico dovrebbe spingere la BCE ad avere un atteggiamento ancora accomodante, creando il clima ideale per implementare una nuova TLTRO ad inizio del prossimo anno. Dal lato USA, la crescita, anche se in rallentamento, dovrebbe mantenersi piuttosto forte, portando la Fed a proseguire con due rialzi dei tassi nel corso del prossimo anno (al momento il mercato non ne sconta nemmeno uno). Allo stesso tempo, l'Istituto centrale sta continuando a ridurre il proprio bilancio (attualmente ad un ritmo fino a 50 Mld\$ al mese), il che si traduce in una minore offerta di dollari sul mercato. Dalla tarda primavera 2019 in poi il discorso potrebbe cambiare. Passate le elezioni europee e con una



maggiore chiarezza sul tema commerciale USA-Cina si potrebbe assistere ad un graduale recupero del cambio euro/dollaro. Allo stesso tempo l'attenzione degli operatori dovrebbe focalizzarsi maggiormente sulla BCE visto che a fine ottobre Draghi terminerà il proprio incarico. Al momento il mercato sconta un solo rialzo dei tassi di 10 pb per fine 2019, ma potrebbero instaurarsi aspettative di un atteggiamento più aggressivo visto che chiunque sia il nuovo Presidente, sarà comunque espressione dei Paesi del Nord Europa, più favorevoli ad una normalizzazione della politica monetaria. Pertanto per la parte finale dell'anno il cambio potrebbe puntare verso

area 1,20, facilitato anche da speculatori che potrebbero ridurre il posizionamento corto di euro presente al momento. Sul fronte **sterlina**, le vicende legate alla *Brexit* rappresenteranno ancora il driver del cambio, almeno nella prima parte del 2019. Se da un lato, il recente superamento del voto di sfiducia del Primo Ministro ne ha rafforzato la posizione all'interno dei Conservatori (al sicuro da nuovi *no-confidence vote* per almeno un anno), dall'altro rimane ancora irrisolta l'approvazione da parte del Parlamento dell'accordo siglato con la UE. Prima di metà gennaio non vi sarà una nuova votazione in tal senso, per cui ad inizio anno la sterlina dovrebbe mantenersi ancora piuttosto debole. Riteniamo comunque che non sia nell'interesse della stessa maggioranza di governo arrivare alla scadenza del 29 marzo (inizio del periodo di transizione della *Brexit*) senza un accordo con la UE, in quanto questo porterebbe ad uno scenario di *Hard Brexit* ed a una forte incertezza sui mercati. Pertanto rimaniamo dell'idea che nei primi mesi dell'anno un compromesso tra le parti venga raggiunto e che quindi la sterlina possa tendenzialmente tornare ad apprezzarsi. Il cambio **EurGbp** pertanto potrebbe scendere nel corso della prima parte del 2019 vs area 0,85 e mantenersi più o meno forte anche nella seconda parte dell'anno. Guardando alle **valute emergenti**, l'andamento dei colloqui tra USA e Cina sarà l'elemento chiave per valutare l'andamento di tale comparto il prossimo anno. Purtroppo Trump, dalla sua elezione in poi, ci ha sempre sorpreso con repentini cambi di atteggiamento per cui ad oggi fare delle previsioni su come evolverà la situazione nel 2019 risulta molto difficile. Da un lato il Presidente sembrerebbe voler proseguire con la linea dura proposta quest'anno (si è autodefinito *Tariff Man*), dall'altro però la volatilità dei mercati vista in questa parte finale dell'anno, se dovesse proseguire, potrebbe portare Trump a più miti consigli. Pertanto la prima parte del prossimo anno rappresenta la fase più critica per il comparto emergente ed in particolare per lo **yuan**. Eventuali minacce di Trump di un aumento dazi dal 10% al 25% potrebbe riportare temporaneamente il cambio dollaro **dollaro/yuan** sopra quota 7. Se dalle minacce si passasse ai fatti, allora il superamento di tale soglia risulta quasi certo, visto che finora il governo cinese ha usato il cambio come valvola di sfogo per bilanciare gli effetti negativi dei dazi. Tuttavia, come detto sopra, crediamo che un compromesso possa essere raggiunto, pertanto l'eventuale debolezza di yuan e valute emergenti nei primi mesi dell'anno potrebbe trasformarsi in una stabilizzazione/lieve recupero nel corso dei mesi successivi. Particolare attenzione andrà posta su **rupia indiana** e **rand sudafricano** che nei mesi di aprile/maggio saranno oggetto di elezioni politiche.

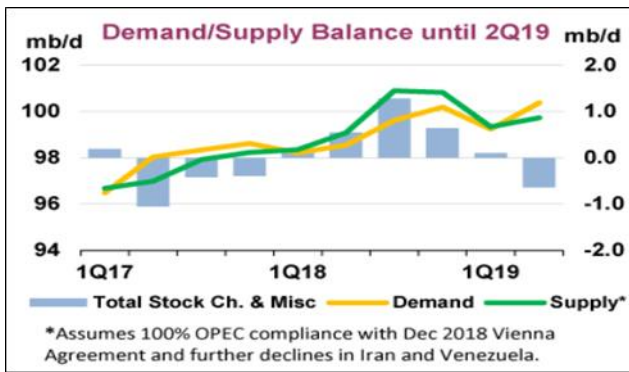
Materie prime

Petrolio in recupero nel 2019

L'anno che si sta per concludere è stato a due facce per il **petrolio**. Per gran parte del 2018 il greggio è stato acquistato a causa dell'inatteso annuncio di nuove sanzioni all'Iran da parte dell'amministrazione USA lo scorso maggio. I tagli alla produzione di fine 2016 da parte dell'OPEC+ hanno contribuito a far calare le scorte globali sotto la media a 5 anni, innescando i timori di un deficit di produzione una volta venuto meno l'export iraniano. Dopo aver toccato il massimo da quattro anni ad inizio ottobre, nelle settimane seguenti si è assistito ad un crollo dei prezzi causato da una serie di fattori quali: a) eccesso di scorte negli USA; b) accelerazione della produzione saudita, russa ed USA a livelli record; c) **mossa a sorpresa di Trump** che all'ultimo momento ha concesso delle deroghe ad 8 paesi che potranno continuare ad acquistare

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

greggio iraniano fino al prossimo inizio maggio; d) apertura di posizioni ribassiste da parte dei fondi speculativi trend follower (CTA) ed implementazione di strategie quantitative di copertura una volta rotti alcuni supporti tecnici sul prezzo. Il mercato in questo momento è in surplus globale di produzione (l'OPEC stima intorno a 1,3 Mln b/g), con molti paesi che sono vicini ai limiti massimi di capacità produttiva. Il 7 dicembre l'OPEC+ ha deciso di tagliare la produzione a partire dal primo gennaio di 1,2 Mln b/g, per riequilibrare il mercato. Ad aprile i produttori si incontreranno di nuovo per valutare la



decisione e gli effetti sul mercato. Il 2019 sarà un anno dove le decisioni di Trump in ambito geopolitico (Iran e Cina), il trend della produzione USA e l'atteggiamento dei produttori (OPEC+) influenzeranno l'andamento del petrolio. In assenza di una recessione (quindi domanda che non calerà) e con numerosi rischi all'orizzonte sul lato offerta (Venezuela e Messico vedranno la produzione calare strutturalmente, il Canada ha annunciato un taglio di oltre 300.000 b/g, mentre Libia e Nigeria restano aree instabili), **i prezzi del greggio probabilmente recupereranno rispetto ai valori attuali nel corso del 2019**. Vale anche la pena ricordare che i valori attuali (49\$ d WTI) sono inferiori alla [breakeven](#) media della produzione di nuovi pozzi per lo shale oil USA, quindi

potenzialmente potrebbero agire da freno all'esuberanza dell'output USA salito più delle attese. In assenza di nuovi shock imprevedibili sull'offerta, il range per il prossimo anno è di 55-75\$/b, con le quotazioni più vicine alla parte bassa nel breve periodo, per poi salire verso la parte alta quando finiranno le deroghe nei confronti dell'Iran. L'oro quest'anno ha seguito molto l'andamento dei cambi, in particolare a partire da maggio è aumentata la correlazione con lo yuan, ma anche quella con il dollaro USA continua ad essere importante. Ci aspettiamo che questa relazione possa continuare nel 2019. Le quotazioni potrebbero restare intorno ai 1200\$ nella prima parte del 2019 dove ci aspettiamo una forza relativa del dollaro USA. Successivamente, in linea con il recupero dell'euro, l'oro potrebbe recuperare terreno e tornare verso i 1300\$ per fine anno. In tale fase finale dell'anno, oltre ad avere una spinta a favore legata all'andamento del cambio, l'oro potrebbe beneficiare degli acquisti in ottica di copertura dei portafogli in vista della recessione che gli operatori potrebbero iniziare a scontare nel 2020. In un contesto di recupero degli industriali, l'argento potrebbe fare meglio dell'oro, recuperando la sottoperformance del 2018 causata dalla sua qualità ibrida di metallo prezioso-industriale. **I metalli industriali** avranno un altro anno volatile, dopo il brusco calo delle quotazioni nel 2018 in seguito alla guerra commerciale USA-Cina, che li ha fortemente penalizzati nonostante un deficit di produzione presente sul mercato. Poiché è possibile che un accordo definitivo tra Cina e USA non venga raggiunto entro il 1 marzo (scadenza dei 90 giorni), concomitante con un proseguimento del rallentamento economico globale ad inizio anno, i prossimi mesi potrebbero mostrare quotazioni ancora volatili. Tuttavia, nel corso del 2019, le parti potrebbero avvicinarsi poiché non conviene neppure agli USA mettere troppa pressione sulla Cina, dando luogo ad un recupero dei prezzi che, in questo momento, sono eccessivamente penalizzati. Vale anche la pena notare che in due delle ultime tre recessioni USA, prima di tale evento si è verificato un forte rally dei metalli (l'eccezione è stata la recessione post scoppio bolla dot.com - **Fig**). Non aspettandoci la recessione nel 2019, ma più probabilmente a partire dal 2020, resterebbe quindi lo spazio per il movimento rialzista di fine ciclo espansivo. Il nichel resta il metallo con il potenziale maggiore di lungo termine grazie al suo utilizzo nelle batterie. L'alluminio dipenderà dagli sviluppi legati a Rusal e dalla politica cinese sulla lotta all'inquinamento, mentre il rame resta il classico metallo che si muove in base alle relazioni USA-Cina. Sulla base dell'ipotesi di un avvicinamento delle parti durante il 2019, nonostante la volatilità presente nel corso dell'anno, ci aspettiamo che le performance sui metalli non ferrosi possano essere positive.

Dei **livelli tecnici target di prezzo** per i singoli metalli potrebbero essere: nichel ritorno a 13.000\$, zinco 3000\$, rame 6800/7000\$, alluminio 2300\$. Sul fronte **agricoli** le condizioni meteo saranno un driver importante. Con buone probabilità, si potrebbe sviluppare ad inizio 2019 il fenomeno climatico chiamato El Niño che provoca cambiamenti del clima. Storicamente, tale evento penalizza i raccolti di grano e cacao, avvantaggiando quelli di soia. Qualora la storia si ripettesse, le prime due commodity potrebbero avere performance migliori rispetto alla soia che, comunque, è fortemente legata agli sviluppi delle relazioni Cina-USA. Le quotazioni della soia potrebbero, infatti, tornare verso i 1000c\$/bushel sul future USA qualora i due colossi decidessero di siglare un accordo (con conseguente aumento delle importazioni di soia USA da parte della Cina).



THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Avvertenze

Il presente documento (il “Market Outlook” o semplicemente il “Documento”) è redatto e distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. (“MPS Capital Services”) in forma elettronica ai propri Clienti. MPS Capital Services è società appartenente al Gruppo Montepaschi e intermediario autorizzato ai sensi di legge. Il Documento è indirizzato esclusivamente al destinatario e non può essere riprodotto in nessuna sua parte né può essere introdotto o inserito in archivi o siti internet o trasmesso, distribuito o comunicato a soggetti terzi diversi dall’originario destinatario in qualsivoglia forma o modo. Il Documento è destinato esclusivamente alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende in alcun modo sostituire le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di mandatari. Pertanto il destinatario dovrà considerare la rilevanza delle informazioni contenute nel Documento ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza. Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede alla data di redazione dello stesso, tuttavia MPS Capital Services non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all’accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo. Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un’offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione alla vendita, all’acquisto, allo scambio, alla detenzione o all’esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati. Esse non configurano consulenza, e non possono essere in alcun modo considerate come una raccomandazione personalizzata ovvero come prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti da parte di MPS Capital Services, in quanto il Documento e le informazioni in esso contenute non sono stati redatti tenendo conto delle caratteristiche, della situazione finanziaria e degli obiettivi specifici dei soggetti cui gli stessi sono trasmessi. MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, i relativi amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, non possono essere ritenuti responsabili per eventuali perdite determinate dall’utilizzo del presente Documento. Si avverte inoltre che MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento. A titolo meramente esemplificativo MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi possono svolgere attività d’investimento e d’intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di “prestito-titoli”, sostenerne la liquidità con attività di “market making” su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi potrebbero strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati. Si specifica che l’elenco dei potenziali conflitti d’interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi; per ulteriori approfondimenti sulla politica di gestione dei conflitti d’interesse adottata dalla medesima MPS Capital Services si rinvia alla specifica informativa messa a disposizione della clientela ai sensi della disciplina vigente. Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet www.mpscapitalservices.it ed alle condizioni del servizio eventualmente prestato con l’invio del Documento. Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.

