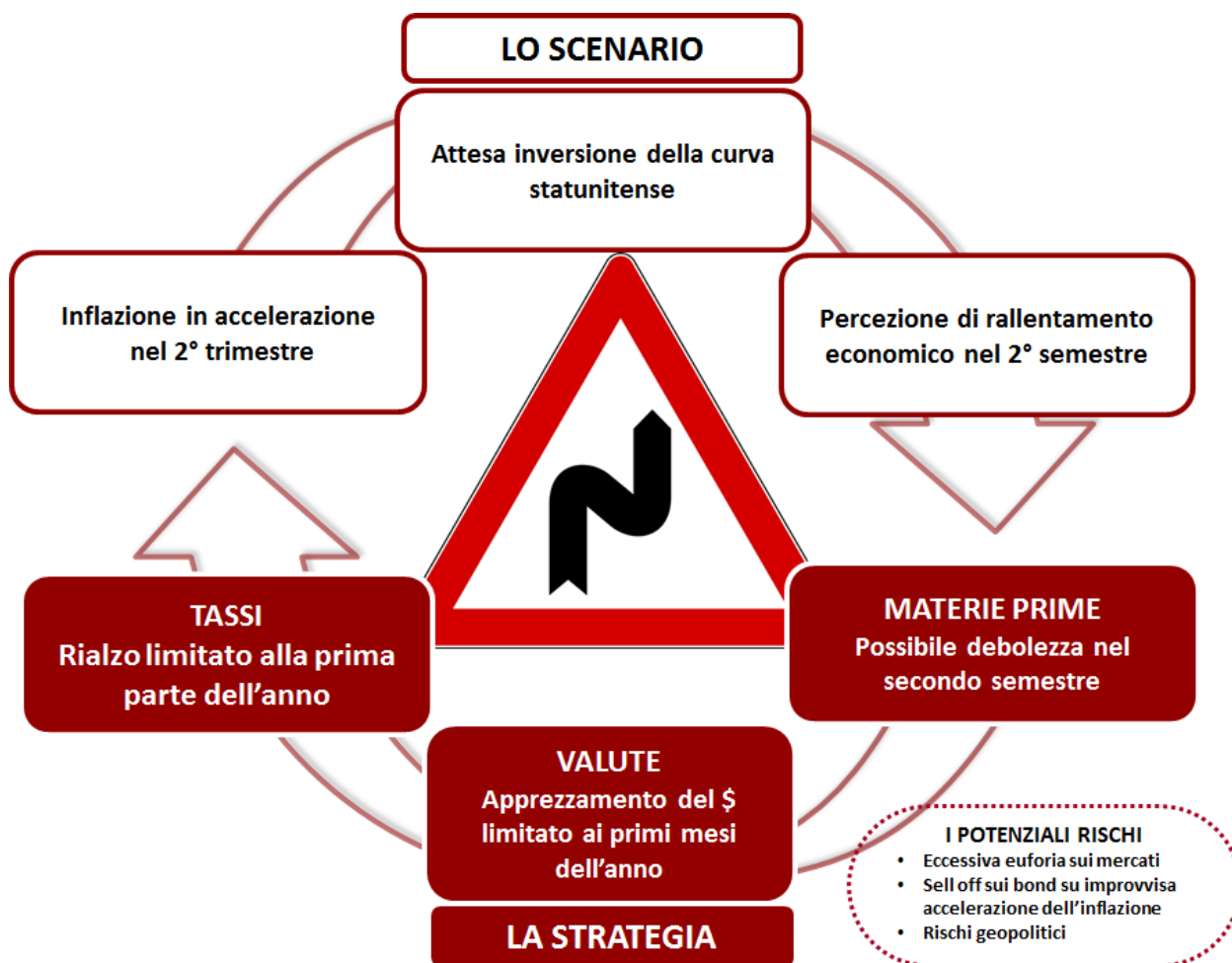


## 2018: occhio alle curve

21 dicembre 2017



THE BEST STRATEGY EVERY TIME

	Spot	18T1	18T2	18T3	18T4	2017 (*)	2018 (*)
<b>PIL reale %a/a</b>							
USA	-	2,8%	2,7%	2,5%	2,4%	2,3%	2,6%
EMU	-	2,5%	2,3%	2,0%	1,6%	2,4%	2,1%
<b>Prezzi al consumo %a/a f.p.</b>							
USA	2,2%	1,8%	2,4%	1,6%	1,0%	2,1%	1,7%
EMU	1,5%	1,2%	1,8%	1,4%	1,1%	1,5%	1,4%
<b>Tassi di interesse f.p.</b>							
Fed Funds Target	1,25-1,50%	1,50-1,75%	1,75-2,00%	1,75-2,00%	1,75-2,00%		
US Treasury 10Y	2,49%	2,50%	2,5(+)	2,30%	2,15%	1,80%	2,30%
BCE Refi Rate	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,01%	0,00%
BCE Deposit Rate	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%	-0,4%
Bund 10Y	0,42%	0,45%	0,60%	0,50% (-)	0,30%(-)	0,13%	0,53%
<b>Tassi di cambio f.p.</b>							
EUR/USD	1,19	1,14 (-)	1,15 (+)	1,16	1,18 (+)	1,11	1,16
USD/JPY	113	113	115	114	112	108	114
EUR/JPY	135	129	132	132	132	120	131
EUR/GBP	0,88	0,88	0,87	0,86	0,85	0,82	0,87
<b>Commodity f.p.</b>							
Brent \$/b	64	59 (-)	62 (+)	60	55(-)	45	60
Oro (\$/oncia)	1266	1350	1250	1300	1300	1254	1300

f.p.=fine periodo ; (+) rischi al rialzo ; (-) rischi al ribasso; (\*) media annua



# Annual Outlook

## Market Strategy



### Retrospezione 2017: politica ancora protagonista

L'anno che sta per concludersi è stato ancora una volta segnato dalle vicende politiche. Negli USA l'euforia per il nuovo inquilino si è sgonfiata ben presto, visto il nulla di fatto sui principali cavalli di battaglia cavalcato da **Trump** durante la campagna elettorale (la riforma dell'*Obamacare* in primis). La delusione ha così contribuito a mantenere i **tassi governativi** su livelli storicamente bassi, favorendo anche una certa debolezza del dollaro nel corso del 2017. Quello che alla fine sta emergendo è un brusco appiattimento della curva statunitense che, sul tratto 2-10 anni, è sceso al minimo da un decennio circa, diventando una delle principali fonti di attenzione da parte degli operatori. L'andamento piuttosto laterale, ed all'insegna della bassa volatilità del bund, può essere ben sintetizzato, tranne brevi parentesi di *overshooting*, dal trading range 0,2-0,5%. Meglio hanno fatto i titoli governativi dei paesi periferici come testimoniato dal marcato restringimento dello **spread Btp-Bund**, sceso anche sotto i 140pb per la prima volta da novembre 2016.

La rivincita del Presidente USA potrebbe invece materializzarsi in questi giorni, con il varo dell'attesa riforma fiscale che dovrebbe arrivare sulla scrivania di Trump già prima di Natale. Le elezioni in Francia hanno invece scongiurato il rischio di una deriva populista decretando il più europeista dei candidati alla guida dell'Eliseo. La vittoria di **Macron** ha sicuramente rappresentato un punto di svolta soprattutto per la divisa unica, con il cambio **eurodollaro** che ha cavalcato l'ottimismo raggiungendo un nuovo massimo dall'introduzione del *Quantitative Easing* della BCE. Le elezioni in **Germania** hanno invece creato uno stallo nel processo di formazione del nuovo Governo, anche se i risvolti sugli asset finanziari sono stati piuttosto marginali.

In effetti gli **indici azionari** hanno registrato *performance* importanti e, come nel caso del nostro listino milanese, addirittura in doppia cifra. I rialzi hanno comunque interessato tutti i listini mondiali con quelli USA che, ancora una volta, sono stati i migliori festeggiando l'arrivo di Babbo Natale al suono di massimi storici. Nemmeno le tensioni politiche sull'indipendenza catalana in **Spagna** sono riuscite a frenare, se non momentaneamente, l'euforia delle borse.

Le principali Banche centrali hanno invece contribuito a tenere schiacciata la **volatilità**, con gli Istituti che hanno fatto un uso ricorrente della *forward guidance* per delineare la propria strategia che, in conclusione, si è rivelata essere piuttosto "composta" nell'aggiustamento della politica monetaria. La **Fed** è infatti intervenuta rialzando i tassi tre volte, esattamente quanto aveva indicato ad inizio anno, scongiurando il rischio di una linea più "dura" inserendo Powell come sostituto dell'attuale governatrice Yellen. Dal canto suo, la **BCE** ha iniziato un *tapering* morbido, ricalibrando, come ama sottolineare Draghi, il piano di acquisto asset da 60 a 30Mld€ fino a settembre 2018. La **BoE**, che ha contribuito al recupero della sterlina alzando i tassi di riferimento, ha poi messo le mani in avanti dichiarando che i rialzi saranno molto gradualisti (solo altri due stimati entro il 2020). In questo caso l'incertezza è soprattutto dettata dalle trattative sulla **Brexit**, che entreranno nella "fase due" a marzo (quella relativa ai futuri accordi economici), dopo che il Consiglio Europeo ha ritenuto che erano stati fatti abbastanza sforzi per procedere allo *step* successivo. La **BoJ** ha invece continuato la sua politica di QQE (*Quantitative and Qualitative Easing*) mentendo il target dello 0% sul tasso decennale nipponico. Per questo motivo l'andamento dello yen è stato più che altro guidato dall'andamento dei tassi treasury piuttosto che da elementi fondamentali.

In questo contesto il XIX Congresso del Partito Comunista in **Cina** ha rafforzato la *leadership* del Presidente Xi, che ha iniziato una campagna per ripulire il paese dall'inquinamento i cui effetti si sono tradotti in un recupero dei **metalli industriali**, risultati le migliori materie prime dell'anno. L'**OPEC** è invece rimasto il protagonista per quanto riguarda le quotazioni petrolifere la cui inversione di curva (da contango a backwardation) ha ben sintetizzato il ribilanciamento delle scorte a cui abbiamo assistito dopo l'accordo sul taglio alla produzione.

Il **mondo emergente** ha invece vissuto di dinamiche proprie, con l'attenzione degli operatori spesso focalizzata sulle vicende politiche interne a ciascun paese. Se a contribuire al recente recupero del rand sudafricano è stato il cambio al vertice nel primo partito, sul deprezzamento del real ha influito lo slittamento della riforma previdenziale a febbraio 2018. La lira turca è ancora una volta risultata una delle peggiori valute su scala globale, penalizzata dalla crescente deriva autoritaria del Presidente Erdogan.



# Annual Outlook

## Market Strategy



### SCENARIO 2018

**2017:** spread compressi e bassa volatilità

**Curva USA** in forte appiattimento

**2018:** anno dai due volti

**L'importanza dei segnali deboli:** curva più ripida e prolungata fase laterale dei listini azionari

**In sintesi:** volatilità in rialzo

Il 2017 si sta concludendo all'insegna di performance positive di quasi tutti i principali comparti con punte particolarmente positive, nel caso degli USA, di quello azionario e di quello obbligazionario *corporate*. Il tutto in un contesto di **spread (corporate e governativi) molto compressi e volatilità estremamente contenute**. Complessivamente dunque un contesto favorevole e molto poco volatile, favorito dalla forte presenza dell'azione delle banche centrali e/o dalla percezione del loro possibile intervento in caso di bisogno.

Eppure, dietro un quadro apparentemente idilliaco, emerge lo scetticismo degli operatori sulla possibilità che il contesto macro possa continuare ad essere così favorevole. L'indizio principale in tal caso è rappresentato dal **forte appiattimento della curva dei tassi USA**: sul segmento 2-10 anni si è arrivati a punte minime intorno ai 50pb. L'ingrediente mancante in questo caso è soprattutto l'inflazione, su entrambe le sponde dell'oceano, con la Fed costretta ad ammettere di trovarsi di fronte ad un vero e proprio mistero.

**In prospettiva**, la riforma fiscale USA, insieme a condizioni ancora espansive della BCE, potrebbero portare a condizioni maggiormente orientate al *risk on* nel corso di parte del primo semestre. Dopo la primavera del nuovo anno, inoltre, potrebbero essere toccate le punte massime dei tassi USA, in particolare quelli biennali con conseguente possibile inversione della curva, favorita anche dal possibile raggiungimento del **picco massimo dell'anno del petrolio nel corso del secondo trimestre**. **La seconda parte dell'anno** potrebbe essere maggiormente **all'insegna della prudenza**, in vista della fine del QE della BCE e della percezione di esaurimento del lungo ciclo espansivo USA in vista del 2019.

In tale direzione spingerebbe l'ipotizzata **inversione della curva USA**, che in passato ha spesso anticipato fasi recessive e/o di turbolenza di mercato. Se tale inversione si verificherà e si collocherà temporalmente verosimilmente nel secondo o al massimo nel terzo trimestre, l'effetto potrebbe essere più evidente nel 2019. Per verificare se la curva confermerà il suo ruolo segnaletico, occorrerà prestare attenzione ad alcuni importanti apparenti **"segnali deboli"**, contestuali o immediatamente successivi all'inversione di curva: 1) rapida accelerazione dell'incremento della pendenza di curva dopo l'inversione, accompagnata da una fase calante dei tassi; 2) protratta fase laterale dei listini azionari; 3) segnali di riduzione della liquidità dei mercati, ad esempio attraverso l'accentuazione della frequenza di fenomeni di *"flash crash"*.

**Sul fronte forex**, i primi mesi del 2018 potrebbero essere interessati da un dollaro più forte, un andamento che però potrebbe venir meno in maniera più evidente a partire dall'estate.

In estrema sintesi, il **2018** potrebbe essere caratterizzato da una **volatilità più accentuata** rispetto all'anno che sta per terminare. Il calendario politico appare monopolizzato dalle elezioni italiane in primavera ed a novembre da quelle di medio termine USA, oltre che da qualche appuntamento nel mondo emergente. Tuttavia, a ben vedere, un ruolo importante potrebbe essere svolto anche dalle discussioni preliminari (in particolare nella seconda parte dell'anno) sulla successione della presidenza BCE, in vista della fine del mandato di Draghi a fine 2019.

Ancora una volta sarà molto importante monitorare con attenzione i prima citati **"segnali deboli"**, con la finalità di correggere in tempo eventuali errori sulle nostre stesse previsioni.



# Annual Outlook

## Market Strategy



### TASSI

**Governativi:** rialzo più evidente nei primi sei mesi

Nel 2018, l'attesa è di **tassi in rialzo nella prima parte** dell'anno e di calo nella seconda parte, calo che dovrebbe interessare soprattutto i titoli statunitensi. Il rialzo nella prima parte sarà guidato principalmente dagli effetti positivi della riforma fiscale dell'amministrazione Trump. A questo si dovrebbero aggiungere buoni dati macroeconomici e l'attesa di una Fed che dovrebbe continuare con il suo graduale processo di restrizione monetaria. **Nella seconda parte**, invece, dovrebbero venire meno gli effetti positivi della legge fiscale ed aumentare i timori di una possibile recessione che potrebbe palesarsi però non prima del 2019. Il forte restringimento della curva sul tratto 2-10

anni e 5-30 sta infatti iniziando ad insinuare nella testa degli operatori il rischio di una recessione. Il tasso decennale statunitense potrebbe spingersi fino al 2,5% e oltre nella prima parte dell'anno, per poi scendere intorno al



2,15% a fine anno, portando lo spread verso la Germania intorno a 180 pb per la fine del 2018. **In area Euro** invece nella prima parte dell'anno, ed in particolare nel primo trimestre, potrebbero emergere segnali di incertezza sulla scia delle elezioni italiane, che, in base alle ultime indiscrezioni, potrebbero essere fissate il 4 marzo. Questo potrebbe portare ad un rialzo dei tassi soprattutto della periferia ed in particolare di quelli italiani. Superato lo scoglio elezioni, i dati macro potrebbero avere la meglio. L'attesa di buoni dati sulla crescita, unita a dati sull'inflazione (soprattutto nel secondo trimestre), a nostro avviso, superiori a quanto si attende ora il mercato, potrebbero contribuire alla continuazione del rialzo dei tassi. Il **tasso decennale tedesco** nella prima parte dell'anno potrebbe spingersi fino a 0,6%. Successivamente, potrebbe prevalere l'attesa della sostanziale fine del QE della BCE, incrementando il timore che senza la protezione dell'Istituto possano risentirne soprattutto i paesi periferici, rendendo di conseguenza i titoli tedeschi ancora più richiesti come bene rifugio.

**La BCE** nella riunione di dicembre ha confermato la continuazione del QE fino a settembre 2018, sebbene con acquisti inferiori, da 60 a 30Mld€ mensili, lasciando tuttavia le porte aperte ad eventuali cambiamenti qualora la situazione dovesse peggiorare ed allontanare nel tempo l'obiettivo del 2% sull'inflazione. Ricordiamo che al momento la BCE si attende un'inflazione sotto il 2% almeno fino al 2020. Queste considerazioni ci portano pertanto a non escludere la possibilità che il QE venga prolungato fino a marzo 2019, sebbene con acquisti ulteriormente ridotti. Inoltre, nel caso di forti tensioni nel corso dell'anno, considerata la scarsità di titoli acquistabili, soprattutto tedeschi, non sono da escludere alcuni aggiustamenti tecnici che potrebbero concentrarsi su una possibile modifica delle Capital Key, dei limiti di acquisto e/o ampliamento della tipologia di asset.

**La Fed** nella riunione di dicembre ha alzato il tasso di riferimento di 25 pb portandolo all'1,25%-1,5%, confermando così quanto i membri avevano delineato lo scorso anno attraverso la "nuvola dei punti". I cosiddetti *dots* anche per il prossimo anno confermano l'attesa di tre rialzi dei tassi. L'Istituto ha evidenziato forti perplessità in merito alle dinamiche inflattive che non riescono a crescere in linea con l'occupazione.

La Yellen, che a dicembre ha tenuto la sua ultima conferenza stampa (dal prossimo

**BCE:** continuazione del QE a ritmi ridotti

**FED:** riduzione graduale degli stimoli monetari





# Annual Outlook

## Market Strategy



**Prezzo del petrolio**  
protagonista

**Mercato monetario:**  
tranquillità in area Euro, in  
graduale rialzo negli USA nel  
primo semestre e calo nel  
secondo

**Corporate Investment  
Grade:** spread in leggero  
allargamento per la fine 2018

anno sarà sostituita da Powell, attuale membro Fed), ha evidenziato come la nuova manovra fiscale dell'amministrazione Trump avrà un forte impatto sul debito. In prospettiva, riteniamo possibili due soli rialzi nel corso del 2018, in vista di un possibile peggioramento della percezione delle prospettive di crescita.

**In questo scenario**, un ruolo rilevante, soprattutto per l'area Euro, sarà ricoperto da due fattori. Da un lato l'andamento del prezzo del petrolio che, nel caso di rialzi oltre le attese, potrebbe contribuire all'incremento delle aspettative di inflazione e di conseguenza dei tassi di mercato. Dall'altro lato, sarà importante monitorare le decisioni della BCE sulla fine del QE e sul successivo possibile rialzo dei tassi, in particolare quello sui depositi. Sul fronte politico, il principale fattore di rischio per il 2018 è rappresentato dalle elezioni italiane, da cui potrebbero scaturire turbolenze sui mercati concentrate nei mesi antecedenti la data delle elezioni.

**In sintesi**, tra i fattori di rischio a tale scenario vi è quindi il petrolio, e possibili crisi **geopolitiche**. Sul **monetario**, l'attesa per il 2018 in area Euro è di **tassi ancora su livelli molto bassi**, sebbene con l'approssimarsi della fine del QE a fine anno si potrebbe assistere a primi segnali di risalita. Il rialzo potrebbe essere ancora più evidente qualora si verificasse un aumento dei prezzi petroliferi maggiore delle attese, che porterebbe ad un incremento delle aspettative di inflazione e quindi di conseguenze ad un aumento delle attese di rialzo dei tassi da parte della BCE. Tuttavia il rialzo potrebbe essere di entità limitata. Al momento le attese di mercato sono di un ritorno in positivo del tasso Euribor 6 mesi a metà 2019, mentre per il 3M bisognerà attendere la fine del 2019.

**Negli USA** invece l'**USD Libor 3M** è atteso proseguire il trend di crescita in atto da fine 2015, in linea con le previsioni sui tassi Fed. Il rialzo potrebbe però essere confinato al primo semestre, mentre nella seconda parte si potrebbe assistere ad un calo laddove dovessero emergere dubbi di natura strutturale sulla ripresa statunitense.

Sul fronte **obbligazioni corporate Investment Grade**, il 2017 è stato ancora un anno di ritorni positivi sia per le emissioni in euro che per quelle USA (rispettivamente +3% e +6,28% al 18 dicembre 2017). La ricerca di rendimento da parte degli investitori e l'azione della BCE con il suo programma di acquisti (CSPP) hanno impresso un'importante pressione agli spread, in sensibile restringimento su entrambe le sponde dell'Atlantico (36pb in euro, 30pb in \$) fino a raggiungere i minimi pluriennali. Anche la curva di qualità di credito ha continuato ad appiattirsi con il differenziale tra le emissioni "BB" e quelle "BBB" ai minimi da oltre 10 anni. Complice il contesto di crescita economica tonica, bassa volatilità e riduzione tassi di default, il 2017 è stato ancora una volta un anno ricco di soddisfazioni anche per i **corporate High Yield**, con quelli euro (+6,6% la performance YTD degli Euro HY, +7,3% quello degli HY USA al 18 dicembre 2017) che, grazie ancora all'effetto trascinamento del piano di acquisti corporate della BCE (CSPP), sono arrivati a rendere ben sotto il rendimento da dividendo dell'Eurostoxx50 ed in linea con quello del *treasury* di analoga scadenza. Non sorprende quindi che in cima alle preoccupazioni degli investitori del credito in area euro ci sia la "bolla del credito" come evidenziato dalla recente indagine *Credit Investor Survey* di BofA Merrill Lynch. Al fine di tracciare l'evoluzione attesa è importante tenere in considerazione l'atteggiamento delle banche centrali. La BCE ha già tracciato in buona parte il percorso. Draghi ha avuto modo negli ultimi meeting di sottolineare come gli acquisti di titoli privati rimarranno "sizeable" e che il reinvestimento dei titoli in scadenza verrà fatto in titoli appartenenti alla stessa giurisdizione (che potrebbe voler dire reinvestire l'ammontare dalla scadenza di un



# Annual Outlook

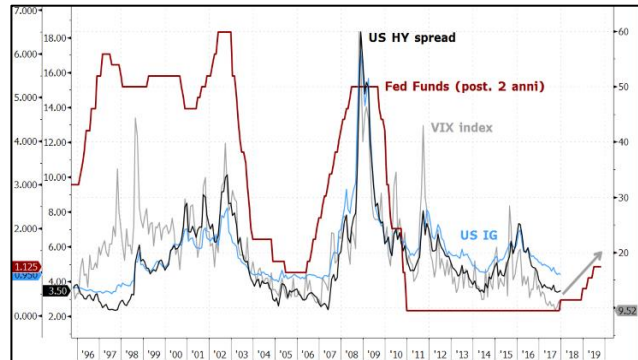
## Market Strategy



**Corporate High Yield:** a inizio 2018 meglio privilegiare quantità di rendimento vs qualità, emissioni in \$ vs €.

Btp, ad esempio, in un corporate italiano). Inoltre, nelle ultime settimane alcuni membri BCE (Nowotny, Coeuré) hanno parlato della possibilità concreta che l'incidenza degli acquisti di corporate sul totale (30 Mld€ da gennaio) possa aumentare. Se così fosse, la BCE arriverebbe a fine settembre 2018 a detenere una percentuale ben superiore al 20% dell'intero mercato corporate. Difficile pensare che l'istituto con sede a Francoforte possa spingersi molto oltre. Tutto ciò considerato, **sul mercato del credito euro sembra esserci più rischio che rendimento** in particolare sul comparto *high yield*. Potrebbe allora essere saggio alleggerire progressivamente le posizioni e avvicinarsi all'uscita di sicurezza prima che divampi l'incendio in quello che sembra un teatro particolarmente affollato. Possibile alternativa di investimento, il credito USA con gli IG da preferire una volta esaurita la spinta al rialzo che dovrebbe colpire i tassi *treasury* nella primissima parte dell'anno e gli HY (nella versione short duration) fin da subito per poi alleggerire man mano che si entra nella seconda parte dell'anno. Anche

negli USA, la banca centrale ha delineato il percorso di normalizzazione dei tassi e riduzione del bilancio. Da un punto di vista storico, l'inizio del ciclo di rialzo dei tassi si è riflesso con un ritardo temporale di circa due anni (cfr. grafico) in un



rialzo della volatilità sull'azionario e in un allargamento degli spread. Se questa relazione si confermasse valida, è lecito attendersi per il 2018 un allargamento contenuto degli spread con performance a cifra unica solo di poco inferiori a quelle registrate quest'anno.

**Obbligazioni Paesi emergenti:** nel 2018 tassi USA e dollaro potrebbero essere i driver principali

Il 2017 è stato l'anno della conferma per le **obbligazioni governative di Paesi emergenti**, con prestazioni positive sia in valuta forte (+10% circa in dollari), che in valuta locale (+14% la performance YTD). Le performance sono significativamente diverse per l'investitore europeo una volta convertite in euro alla luce della debolezza che quest'anno ha caratterizzato il biglietto verde. Il comparto ha beneficiato di importanti flussi in entrata per buona parte dell'anno grazie al contesto supportivo di bassa volatilità, pressioni inflazionistiche benigne e politiche monetarie neutre/accomodanti. Nonostante il forte restringimento dello *spread* dell'indice JPM EMBI+ rispetto ai *treasury* USA (-34 pb) arrivato a 329 pb, il comparto offre oggi tassi di rendimento medi a scadenza che, in una logica di medio termine, continuano ad essere interessanti e potrebbero continuare ad attrarre nel 2018 gli investitori a caccia di rendimento

## VALUTE

**Euro/dollaro:** in calo nella prima parte dell'anno

**Sul mercato valutario**, il 2018 potrebbe segnare, soprattutto nella prima parte dell'anno, un ritorno di forza del **dollaro**. Il disaffezionamento del mercato nei confronti del biglietto verde visto quest'anno, legato principalmente alla difficoltà dell'amministrazione Trump nel portare avanti le promesse elettorali, potrebbe venir meno grazie soprattutto all'approvazione della tanto attesa riforma fiscale. Il recupero del dollaro dovrebbe, inoltre, essere accompagnato da una ricopertura delle posizioni nette corte di biglietto verde che, se calcolate sui principali cross, si trovano sui massimi dal 2014. Facendo riferimento al cambio **EurUsd**, è possibile che, nella prima parte del 2018, si possa assistere ad un movimento di ritracciamento verso area 1,15

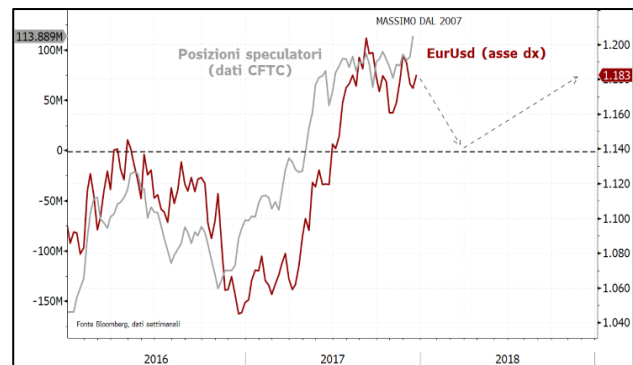


# Annual Outlook

## Market Strategy



e potenzialmente anche su livelli inferiori. Le posizioni speculative di recente hanno, infatti, toccato livelli prossimi ai massimi storici raggiunti nel 2006/07 (vd grafico), incrementando sempre di più il rischio di prese di profitto piuttosto marcate nei primi mesi del



prossimo anno. Oltre alla già citata maggiore fiducia nei confronti dell'amministrazione Trump, a favorire le prese di profitto sull'euro/dollaro potrebbero contribuire: 1) la potenziale disillusione dai dati macro consuntivi dopo il forte ottimismo giunto dagli indici anticipatori; 2) l'atteggiamento morbido della BCE visto un potenziale rallentamento dell'inflazione nei primi tre mesi dell'anno; 3) possibili tensioni in vista delle elezioni politiche in Italia. **Riteniamo però che il movimento di deprezzamento dell'euro possa risultare temporaneo** e già a partire dall'estate potrebbe verificarsi un'inversione di tendenza. Nel corso dei mesi di giugno/luglio, infatti, potremmo assistere in area Euro ad un sostanziale recupero della dinamica inflattiva che porterebbe gli operatori a ipotizzare la fine del QE della BCE entro la fine dell'anno. Nell'ipotesi quindi di un ritorno dell'inflazione sopra il 2% ed un ritmo di crescita ancora sostenuto, è presumibile che all'interno del board della BCE possano crescere le pressioni per un'interruzione del piano di acquisti. Il movimento di recupero dell'euro dovrebbe proseguire quindi nella seconda parte dell'anno (verso area 1,18/1,20) quando, oltre al tema QE, il mercato inizierà ad interrogarsi anche su chi sarà il prossimo presidente della BCE. La Fed, dal canto suo, dovrebbe proseguire nella fase di graduale rialzo dei tassi, anche se un potenziale rallentamento della crescita nella seconda parte dell'anno potrebbe portare l'Istituto a rivedere la propria politica monetaria.

**Sterlina:** tema Brexit sarà il driver del 2018

Passando alla **sterlina**, il tema *Brexit* sarà probabilmente l'argomento che continuerà a condizionare la valuta britannica nel corso del 2018. Superata la prima fase, con l'accordo siglato qualche giorno fa su cittadinanza e assegno di divorzio da versare alla UE, si passa alla seconda in cui si discuterà della fase di transizione per i prossimi due anni. Il tema degli accordi commerciali, in questa seconda fase, sarà sicuramente quello sui cui potrebbero esserci maggiori frizioni tra le due parti. Manteniamo comunque una view positiva sulla **sterlina** per il 2018, per cui eventuali fasi di rialzo del cambio EurGbp vs area 0,90 dovrebbero risultare temporanee. In caso di prosecuzione delle trattative senza segnali di rottura tra le due parti, il target del movimento ribassista può essere identificato in area 0,85. Ipotizziamo che tale livello possa essere raggiunto nella parte finale dell'anno, in concomitanza anche di un possibile secondo rialzo dei tassi da parte della BoE. Se le negoziazioni sulla *Brexit* dovessero avere risvolti positivi già dai primi colloqui ad inizio del prossimo anno non è da escludere che tale target possa essere raggiunto in anticipo.

**Emergenti:** cautela e selettività nel 2° semestre

Sul fronte **emergente**, il 2018 probabilmente sarà all'insegna di una maggiore cautela e selettività. Il trend di apprezzamento che ha caratterizzato mediamente tale comparto nel biennio 2016/2017 potrebbe perdere forza, soprattutto nella seconda parte dell'anno. La prima, infatti, complice da un lato la debolezza dell'euro che ci aspettiamo, potrebbe ancora offrire opportunità. Nella seconda, invece, la percezione





# Annual Outlook

## Market Strategy

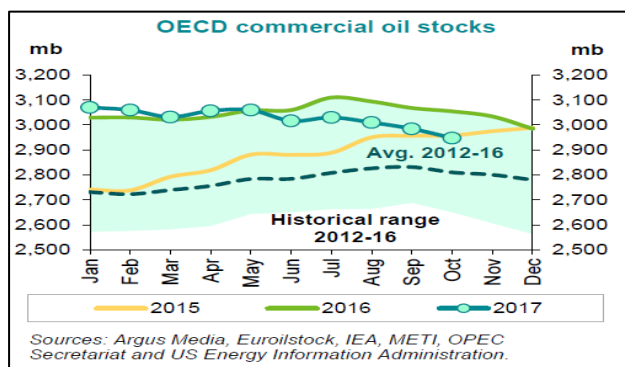


di una minore spinta dell'economia globale, ed il conseguente indebolimento delle quotazioni petrolifere, potrebbero portare ad una maggiore debolezza del comparto. La volatilità dovrebbe risultare maggiore di quanto visto nel corso di quest'anno, considerando tra l'altro che le politiche di taglio dei tassi effettuate da alcune Banche centrali (vd Russia e Brasile) hanno ridotto il cuscinetto di protezione offerto dai rendimenti degli asset denominati in tale valute. Un discorso a parte riguarda lo **yuan**, visto che la Banca Centrale dovrebbe continuare a mantenere una politica prudentiale, evitando che vi siano movimenti eccessivi in ambo le direzioni.

### MATERIE PRIME

**Petrolio:** più forte nella prima parte dell'anno che nella seconda. Rischio di prese di profitto ad inizio anno

Il **2018** potrebbe essere un anno di **ribilanciamento per il mercato globale del petrolio**, con le scorte globali che potrebbero tornare in linea con la media degli ultimi 5 anni (**Fig.**). Le scorte globali sono, probabilmente, la variabile chiave per



decidere la strategia di sostegno delle quotazioni e di taglio della produzione implementato dall'OPEC e dagli altri produttori, tra cui la Russia. L'altro evento importante sarà la quotazione della società energetica saudita Aramco. Assumendo uno scenario base di economia globale che prosegue la fase di espansione, anche se probabilmente siamo verso fine ciclo, il trading range del petrolio potrebbe essere costituito dall'area 55-65\$/b di Brent, con *spike* temporanei fuori da tale range qualora uscissero notizie inattese. Ad eccezione di una fase di debolezza di inizio anno che potrebbe essere causata da una riduzione delle posizioni speculative nette lunghe (ora su livelli record), le quotazioni potrebbero restare più vicine alla parte alta del trading range fino a quando non si verificheranno una delle due condizioni: a) scorte che tornano in linea con la media degli ultimi 5 anni (secondo semestre probabilmente); b) quotazione di Aramco. Nel secondo trimestre, un aiuto alle quotazioni potrebbe arrivare anche dalla domanda cinese in aumento dopo l'inizio del nuovo anno lunare (quest'anno a metà febbraio). **Nella seconda parte del 2018 le condizioni potrebbero cambiare.** Qualora il mercato fosse tornato in equilibrio ed il processo di IPO di Aramco fosse stato avviato su livelli che forniscono una forchetta di range interessante per l'Arabia Saudita (si parla di una valutazione dell'intera Aramco tra i 1000 e 2000 Mld\$), potrebbe diminuire l'interesse a continuare con l'impegno dei tagli alla produzione. E' pertanto possibile che nella fase finale dell'anno le quotazioni possano essere più basse rispetto ai valori attuali alla luce di maggiore offerta, a fronte di un indebolimento della domanda globale (in particolare dalla Cina) prodotta da una congiuntura economica in rallentamento.

Il **2018** per i **metalli industriali potrebbe essere un anno più difficile rispetto al 2017**, nonostante sia previsto un deficit di produzione sulla maggior parte di essi. Il **driver del 2018 sarà l'atteggiamento della Cina**, principale consumatore e produttore mondiale. Qualora la Cina decidesse di riproporre i tagli alla produzione (attesi terminare a marzo) nel corso del prossimo anno, le quotazioni potrebbero essere oggetto di forte volatilità, mantenendosi su livelli piuttosto elevati nel momento di chiusura dei 'rubinetti' cinesi ed indebolendosi nella fase di ripresa della produzione (sebbene sia difficile immaginare il timing nel corso del 2018). Stagionalmente negli

**Metalli industriali:** quotazioni care. Il futuro nelle mani della Cina

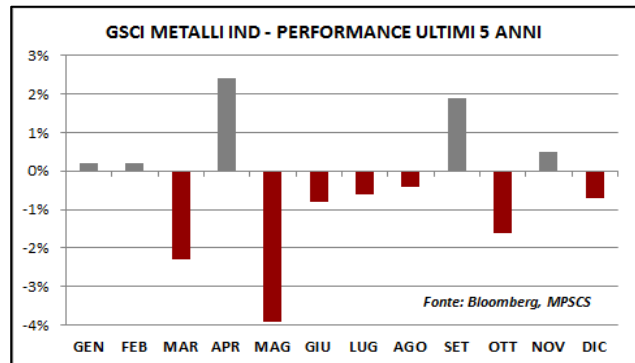


# Annual Outlook

## Market Strategy



ultimi cinque anni i mesi di marzo, maggio ed ottobre sono stati quelli più sfavorevoli all'indice generale dei metalli industriali, mentre aprile e settembre sono stati positivi (Fig.). Come singoli metalli, la maggior parte di essi ai prezzi attuali sta già scontando un deficit globale di produzione per il 2018 con una buona domanda globale.



Molti di essi sono su livelli elevati, come ad esempio lo zinco che potrebbe vedere un aumento dell'offerta il prossimo anno ed essere oggetto di prese di profitto vista la forte performance del 2017. Il  **nichel**  è quello che al momento ha i fondamentali peggiori, sebbene sia rimasto più indietro rispetto agli altri. Inoltre è in atto una fase di cambio strutturale della domanda (in aumento dal settore delle auto elettriche), pertanto potrebbe essere la sorpresa del comparto nel 2018.  **L'alluminio**  potrebbe restare su livelli elevati, ma molto dipenderà dalla decisione della Cina sul lato produzione. Il  **rame**  ha spazi minori di rialzo rispetto all'alluminio in base ai fondamentali. Il metallo rosso ha però un rischio al rialzo legato a fattori politici, visto che in Cile (principale produttore mondiale) il 2018 presenta un elevato rischio di scioperi nelle miniere.

Sul fronte commodity  **agricole** , le previsioni per le principali colture (grano, soia e mais) sono quelle di raccolti mondiali molto elevati, con il rapporto scorte/consumi su livelli non preoccupanti. E' vero che le quotazioni sono su livelli storicamente depressi, ma  **in assenza di danni ai raccolti globali di entità elevata causati dal maltempo, è difficile immaginare un periodo di rialzo duraturo delle quotazioni** . Nel caso di evoluzione delle condizioni meteo in linea con la media degli ultimi anni, è possibile immaginare che le quotazioni possano restare su livelli bassi, con fasi di rialzo anche marcate in occasione di qualche notizia di mercato che pone l'accento su eventuali danni legati al maltempo. Se però i danni non saranno effettivamente ingenti, le quotazioni successivamente potrebbero tornare a calare anche in modo rapido (come avvenuto quest'anno sul grano nel corso dell'estate Fig.). Stagionalmente il periodo più predisposto ad eventuali fasi di forte volatilità (al ribasso o al rialzo dei prezzi) delle materie prime agricole nel loro complesso è quello da maggio a settembre.

I metalli  **preziosi**  dovrebbero registrare  **un altro anno di transizione nel 2018** . L'oro potrebbe esibire il consueto rimbalzo di inizio anno a gennaio-febbraio grazie alla forte domanda cinese prima del nuovo anno lunare, per poi entrare in una fase di lungo  *trading range*  nel corso dell'anno. I  *driver*  dell'oro potrebbero essere fattori finanziari quali l'andamento del cambio €/\$, il livello dei tassi di mercato USA e le performance delle borse globali. La domanda cinese potrebbe continuare ad essere buona, a fronte di un'incertezza su quella indiana che risente delle misure per combattere il riciclaggio e della riforma fiscale (a partire dal terzo trimestre è stata introdotta la tassa sui beni e servizi, GST, per l'oro pari al 3%). Il  *trading range*  per l'anno in corso potrebbe essere rappresentato da 1200-1400\$, con la possibilità di salire al di sopra di tale canale qualora, nel corso dell'anno, si manifestassero i timori di una recessione globale in arrivo per il 2019, in un contesto di calo marcato dei tassi di mercato. In condizioni di normalità, la fascia alta del  *trading range*  è più facile che sia toccata nel secondo semestre 2018.

**Agricole:** raccolti abbondanti ed aspettative di rialzo duraturo limitate, tranne danni da maltempo

**Metalli preziosi:** rimbalzo di inizio 2018, poi lateralità con eventuale risveglio nel secondo semestre



# Annual Outlook

## Market Strategy



### Avvertenze

Il presente documento (il “Daily” o semplicemente il “Documento”) è distribuito da MPS Capital Services Banca per l’Impresa S.p.A. (“MPS Capital Services”), a mezzo posta e/o in forma elettronica, ai propri clienti, le cui tipologie di classificazione e di presidi applicabili, sono definite nel Regolamento Consob n° 16190 del 29° ottobre 2007 e successive modifiche ed integrazioni. MPS Capital Services è una società appartenente al Gruppo MPS ed un intermediario autorizzato ai sensi di legge. Il Documento é destinato esclusivamente all’utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende sostituire in alcun modo 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 mandataria. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona FEdE, tuttavia né MPS Capital Services né altra società appartenente al Gruppo MPS rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, 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 risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Tutte le opinioni espresse nel presente documento sono soggette a modifica senza preavviso. Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non é, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo. MPS Capital Services e nessuna delle società del Gruppo MPS, né alcuno dei loro amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite determinate dall’utilizzo del presente Documento. MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS, 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. Per esempio MPS Capital Services e le società del Gruppo MPS 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 o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services potrebbe 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 quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet [www.mpscapitalservices.it](http://www.mpscapitalservices.it) ed alle relative condizioni del servizio. Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenze precedentemente riportate.