



CAPITAL SERVICES  
GRUPPOMONTEPASCHI

# Outlook 2022: mercati tra insidie ed opportunità

Ufficio Market Strategy

Dicembre 2021

# INDICE

1. CONTESTO DI MERCATO
2. AZIONARIO e TASSI
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME
5. TABELLA PREVISIONI 2022



# CONTESTO DI MERCATO



# 2022: Crescita e inflazione verso la normalizzazione



| USA        | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|------|------|
| PIL        | 5,6  | 3,9  | 2,5  |
| INFLAZIONE | 4,7  | 4,4  | 2,4  |



| EURO       | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|------|------|
| PIL        | 5,1  | 4,2  | 2,5  |
| INFLAZIONE | 2,5  | 2,4  | 1,5  |



| IT         | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|------|------|
| PIL        | 6,3  | 4,4  | 2,1  |
| INFLAZIONE | 1,9  | 2,3  | 1,2  |



| EM         | 2021 | 2022 | 2023 |
|------------|------|------|------|
| PIL        | 6,4  | 4,9  | 4,8  |
| INFLAZIONE | 3,5  | 4,1  | 3,6  |

➤ Il 2022 sarà un anno a nostro avviso caratterizzato dalla continuazione della ripresa economica in atto, ma con una **normalizzazione dei tassi di crescita** a causa del persistere, almeno per i primi mesi dell'anno, delle misure di contenimento del virus, delle problematiche nelle catene di approvvigionamento e degli effetti che l'elevata inflazione potrebbero avere sul reddito disponibile e, in ultima analisi, sui consumi. Il tutto in un contesto in cui **l'accomodamento monetario verrà progressivamente meno**.

➤ **Nell'Eurozona, la ripresa potrebbe essere meno pronunciata delle attese** per l'effetto freno della crescita tedesca che più di altri dipende dall'efficienza delle catene di approvvigionamento e dallo stato di salute dell'economia cinese.

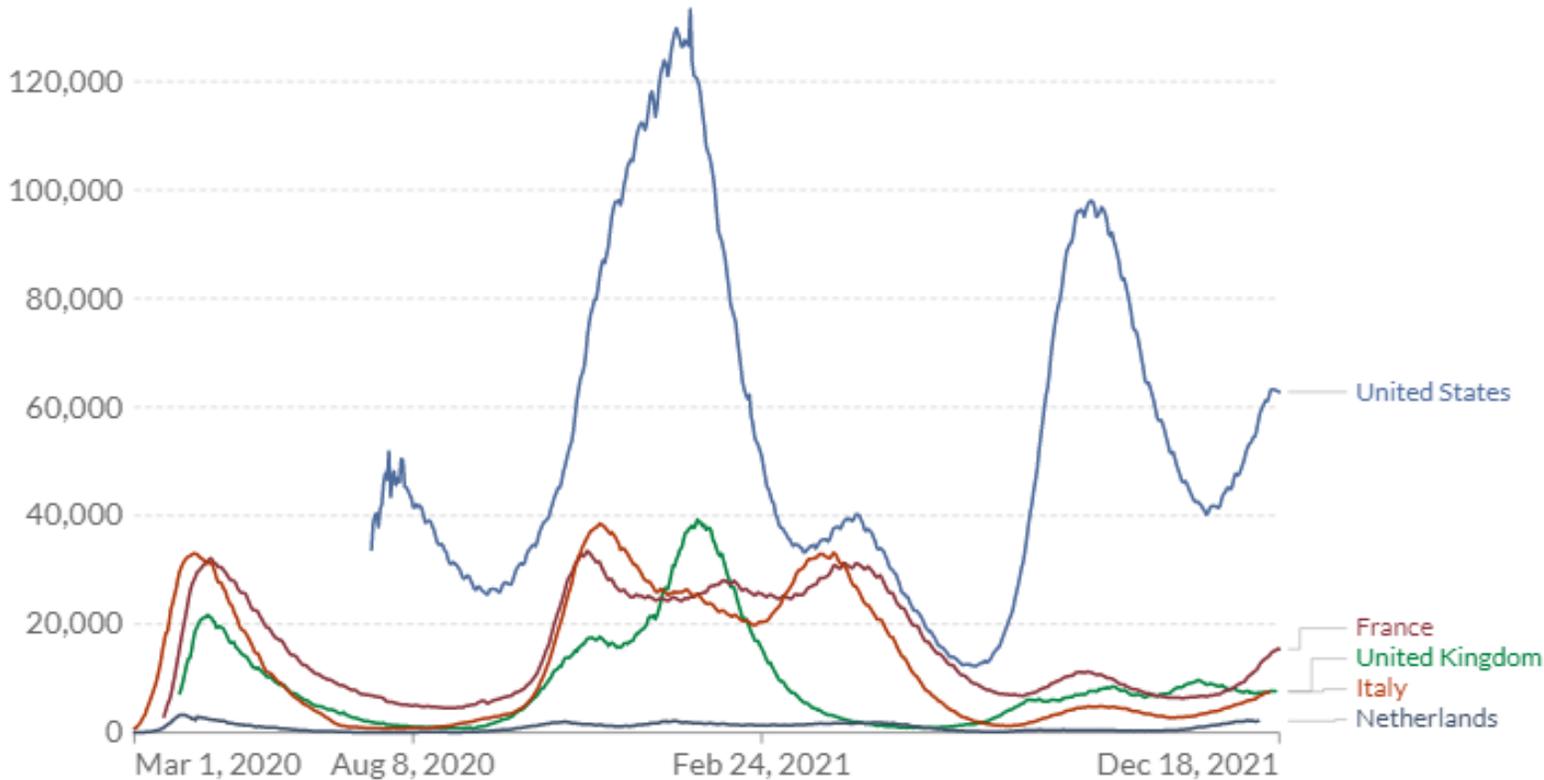
➤ Quest'ultima dovrebbe «rallentare» stabilizzandosi su di una crescita intorno al 5% considerate, da una parte, le restrizioni normative e la gestione della crisi immobiliare e, dall'altra, nuove misure di supporto per contrastare la crescente «pressione al ribasso» anche in vista del XX° Congresso del Partito comunista cinese del prossimo autunno.

➤ **L'inflazione è attesa decelerare** pur rimanendo su livelli elevati nella prima parte dell'anno. Tuttavia, mentre negli USA, gli effetti di secondo livello manterranno elevata quella *core*, in Eurozona è probabile assistere ad un progressivo ritorno verso la media, con quella *headline* attesa tornare ben sotto il target del 2% nell'ultima parte del 2022.

Fonte: Consensus Economic Forecast di Bloomberg. Dati al 22 dicembre 2021, in %. Le previsioni MPSCS nella tabella a fine presentazione.



# La curva dei contagi torna ad impennarsi, ma Omicron fa meno paura



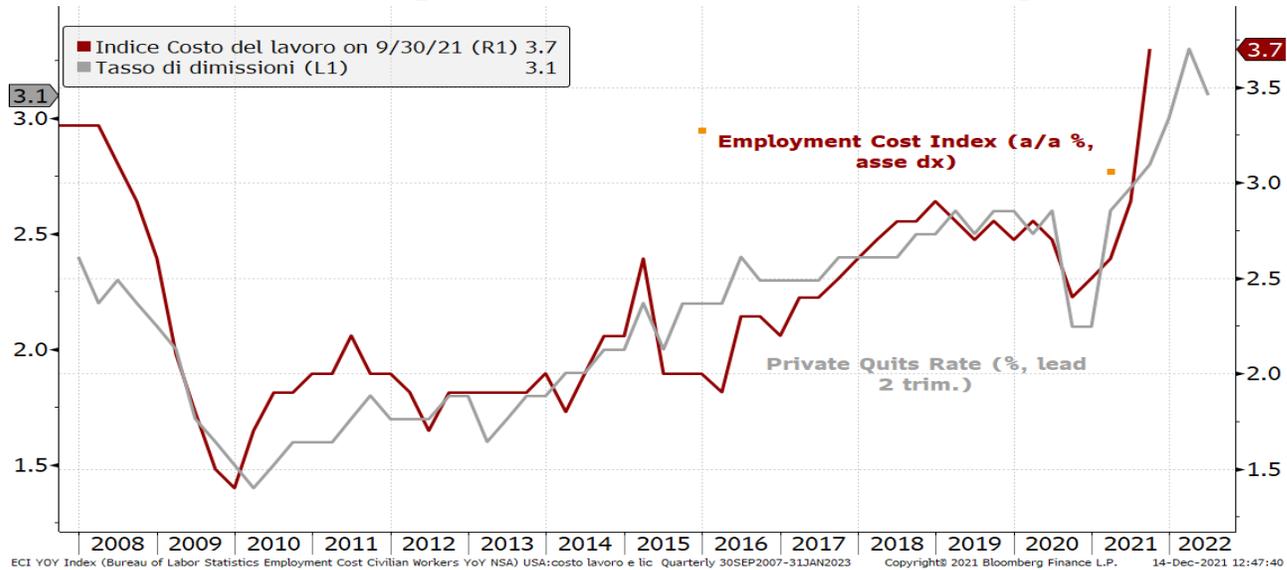
Source: European CDC for EU countries, government sources for other countries - Last updated 19 December 2021, 12:53 (London time)  
OurWorldInData.org/coronavirus • CC BY

- La nuova variante Omicron, inizialmente ha destabilizzato i mercati, in quanto estremamente più contagiosa delle precedenti (4,2 volte più trasmissibile della Delta secondo uno [studio](#)).
- Il virus sembrerebbe poter incidere sulle prospettive di crescita nel breve termine, ma avere impatti limitati su quelle di medio termine.
- Tuttavia, oggi fa meno paura in quanto l'esperienza empirica vede i vaccinati-contagiati presentare una sintomatologia lieve. Inoltre, la ricerca in Sud Africa ha mostrato che due dosi del vaccino Pfizer offrono una protezione del 70% contro il ricovero in ospedale, mentre con tre dosi la copertura resta elevata. Allo stesso tempo, in base ai primi test, la nuova pillola Paxlovid di Pfizer ridurrebbe dell'89% il rischio di ospedalizzazione. Infine, la dose *Booster* di *Moderna* sembrerebbe aumentare gli [anticorpi di 37 volte](#) contro Omicron.
- Pertanto, il mercato, una volta superato il picco stagionale dei contagi intorno a fine gennaio/febbraio può tornare a lavorare su di un **percorso simile a quanto visto per le precedenti varianti**.
- I rischi sono legati maggiormente all'impatto sui prezzi che la variante può avere nel breve termine (prossimi mesi) prolungando le problematiche nelle catene di approvvigionamento.

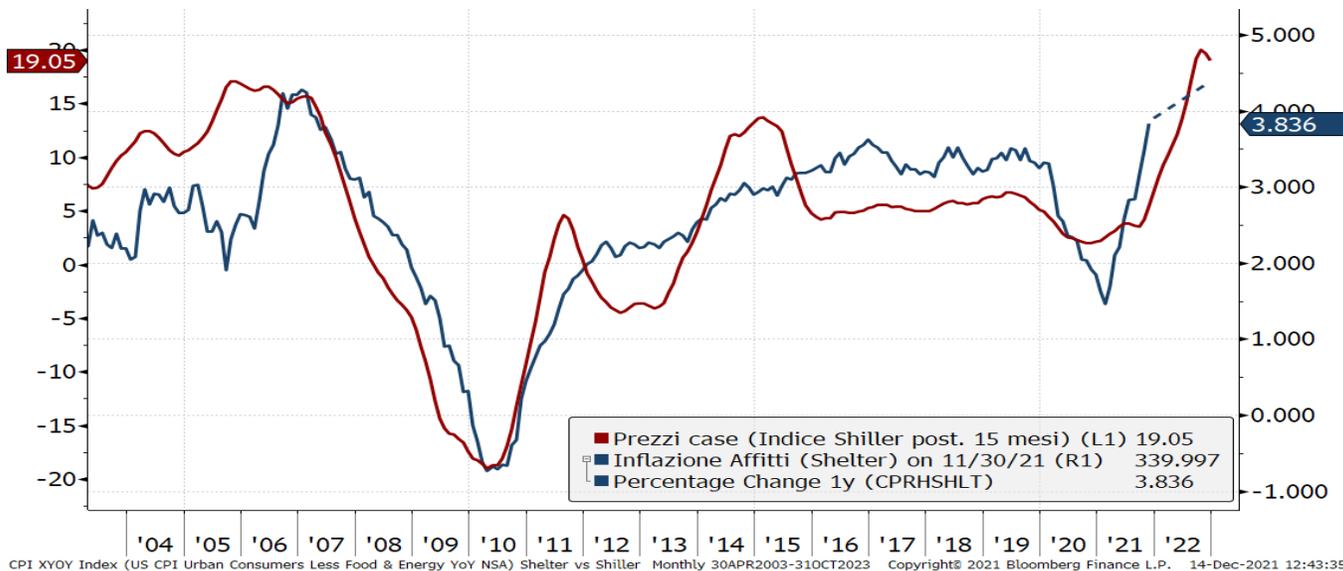
**Nota:** Numero di pazienti Covid-19 negli ospedali. Fonte <https://ourworldindata.org/coronavirus>, dati al 19 dicembre 2021.



# Inflazione: quella core USA più elevata/più a lungo per salari/affitti



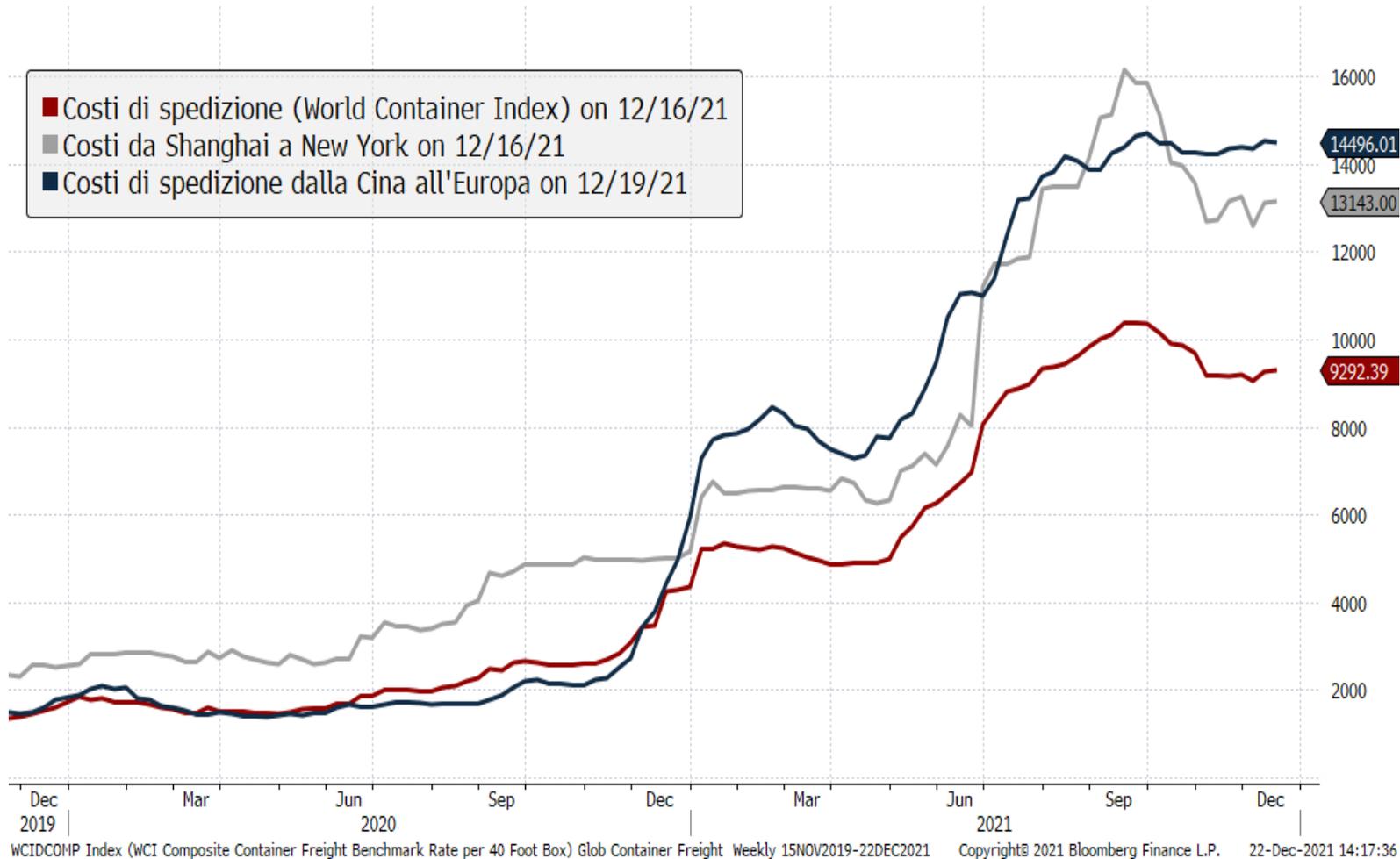
➤ Negli USA, le pressioni salariali rimarranno elevate almeno fino ai primissimi mesi del 2022. In questo senso vanno alcune evidenze, come il tasso di dimissioni nel settore privato. Chi si dimette lo fa normalmente per passare da un lavoro ad un altro meglio retribuito. Per questo il *Private Quits rate* anticipa storicamente di 6 mesi l'andamento dell'*Employment Cost Index* (proxy delle pressioni salariali).



➤ Allo stesso tempo l'aumento dei prezzi delle case (legato principalmente ad un aumento della domanda in un contesto di offerta limitata dalla scarsità e costo dei materiali) anticipa un **ulteriore aumento della componente shelter**, come gli affitti che, lo ricordiamo, all'interno dell'inflazione *core* pesano per oltre il 40% (circa 1/3 nell'inflazione *headline*).



# I costi di spedizione iniziano a ritracciare, ma rimarranno elevati



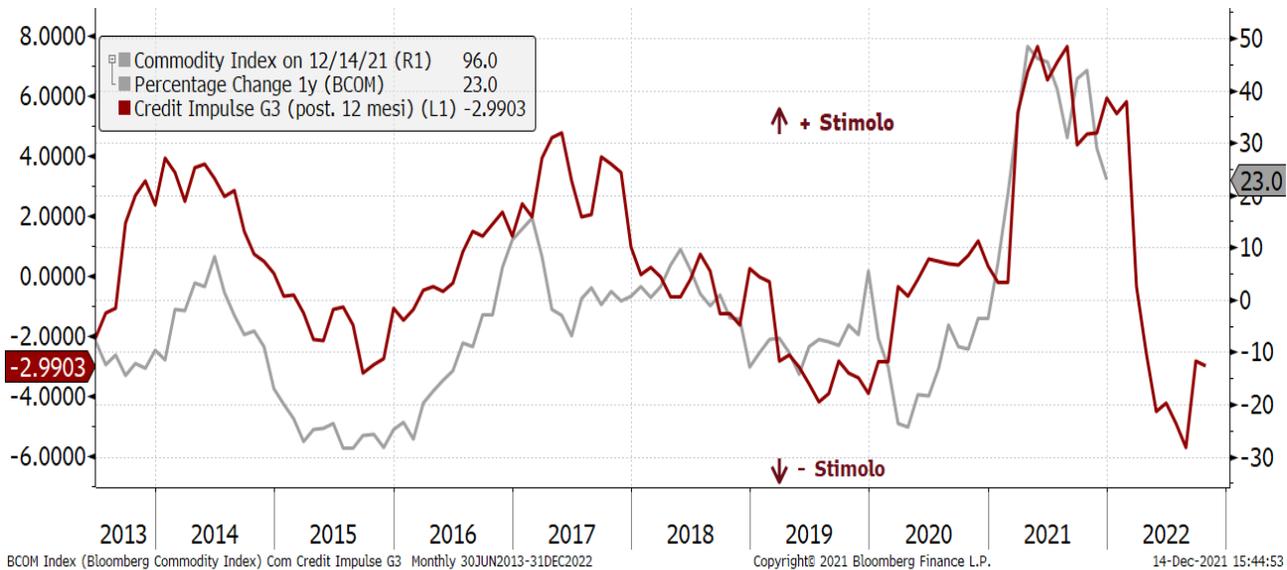
- I costi di spedizione dei container possono essere considerati una proxy delle problematiche nelle catene di approvvigionamento globale.
- A partire dallo scorso settembre abbiamo osservato una progressiva riduzione nei costi di spedizione dei container globali ed in particolare di quelli da Oriente a Occidente.
- Questo processo si è arrestato di recente soprattutto a seguito della «zero covid policy» perseguita dalla Cina (e.g. le sette settimane di quarantena imposte agli equipaggi di ritorno dalle missioni estere).
- Similmente a quanto accaduto nel passato, ci aspettiamo un **calo progressivo dei costi di spedizione a partire dalla primavera 2022**. Il superamento del picco stagionale dei contagi e il capodanno cinese possono dare una mano in questo senso.
- Il calo dovrebbe poi diventare deciso ovvero le problematiche risolversi, nella seconda parte del prossimo anno.



# Materie prime: normalizzazione dalla primavera 2022



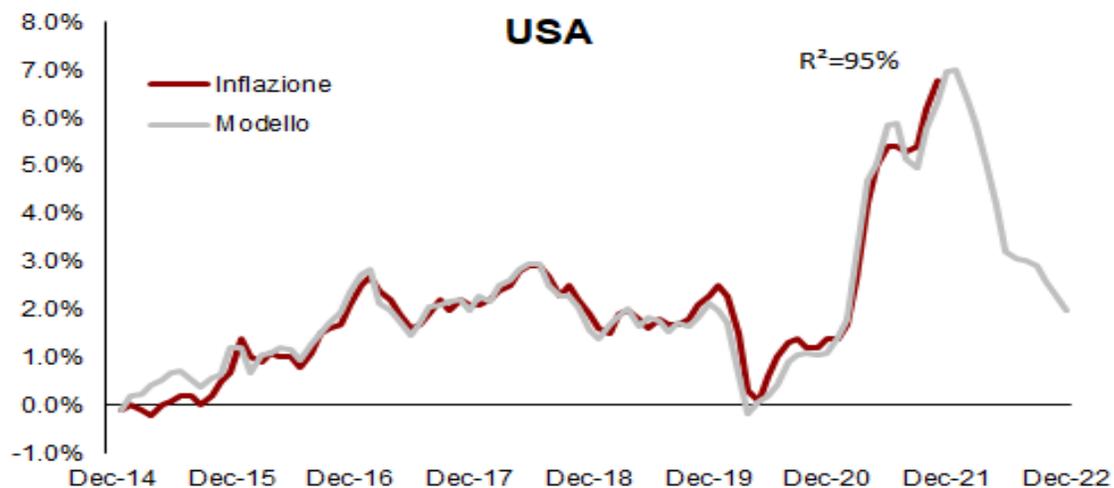
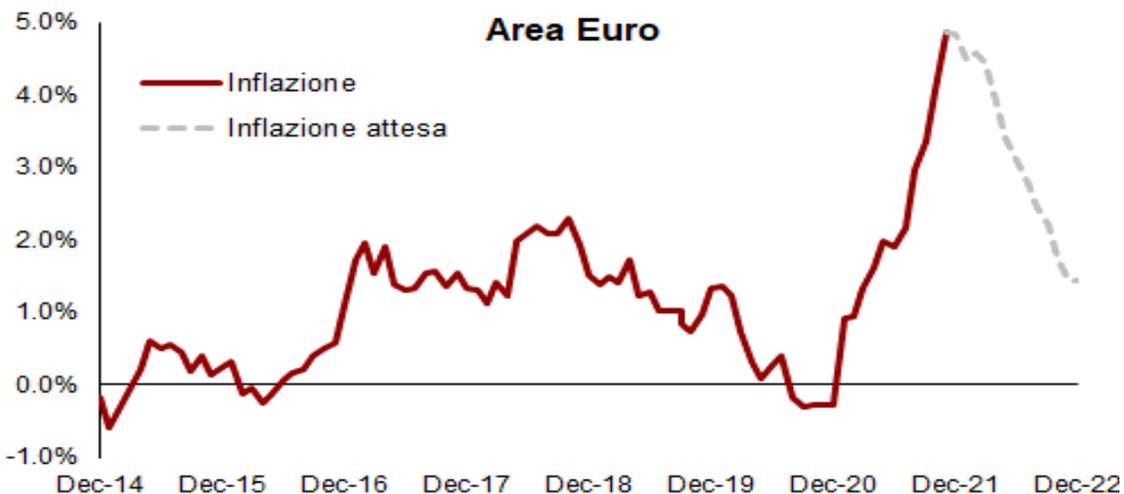
- **Le pressioni sul fronte prezzi alimentari dovrebbero rimanere elevate nei prossimi mesi (inizio 2022) considerato che stiamo assistendo ad un aumento esponenziale dei prezzi dei fertilizzanti che risulta storicamente ben correlato con le quotazioni delle materie prime agricole.**



- **Complessivamente, ci aspettiamo che le materie prime tornino a decelerare (in termini di variazione a/a) dalla primavera 2022, stando a quanto anticipato dal *Credit Impulse* globale. Quest'ultimo indice rappresenta una *proxy* dello stimolo fornito nelle tre principali aree economiche (USA, Cina, Eurozona). Storicamente quando la variazione a/a del *Credit Impulse* sale significa che le economie sono stimolate e, a distanza di 12 mesi, tipicamente questo si traduce in una variazione in aumento (sempre a/a) delle quotazioni delle materie prime e viceversa.**



# Inflazione: in deciso rallentamento nella seconda parte del 2022

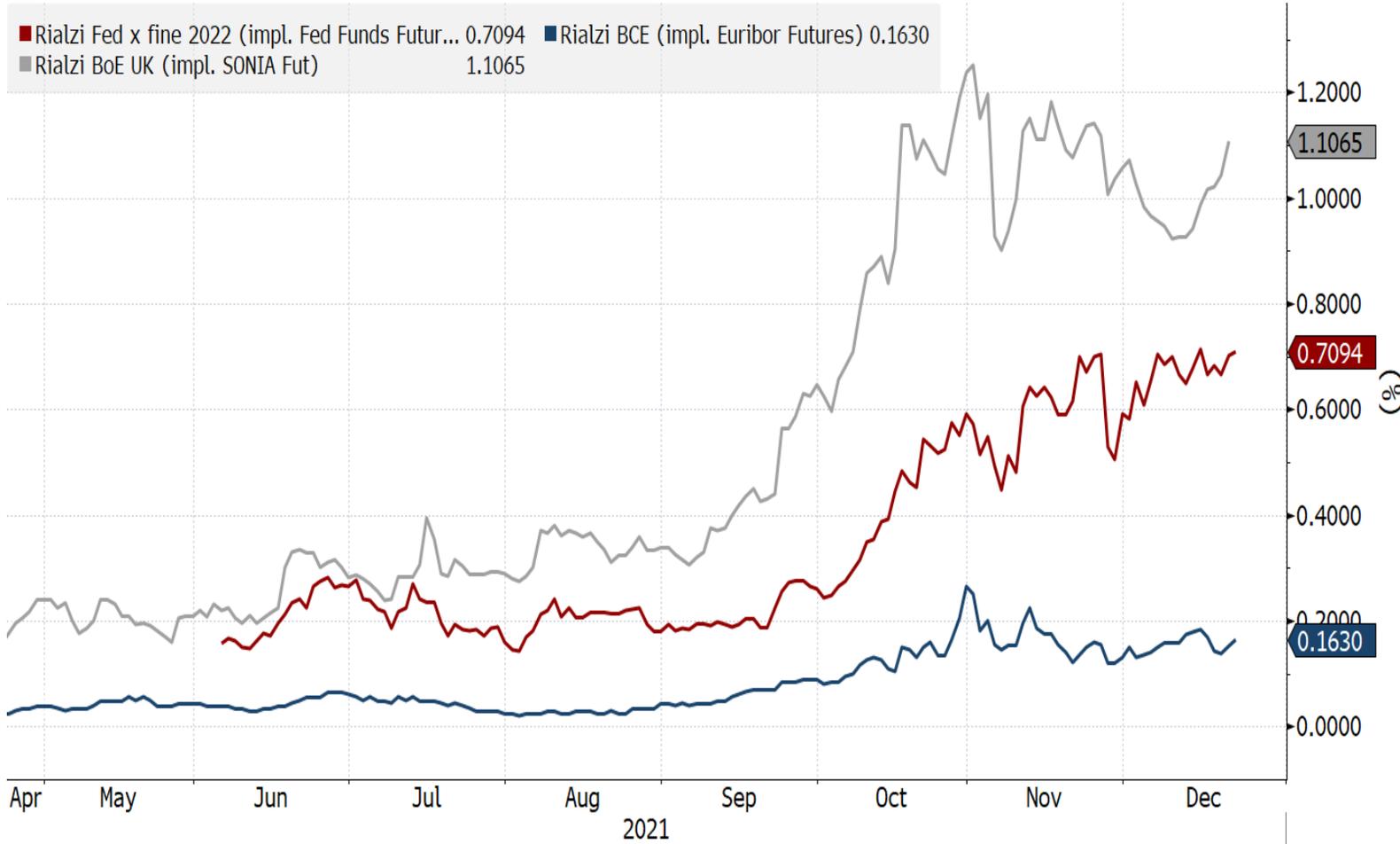


**Nota:** Stime Inflazione USA con modello proprietario MPS Capital Services basato su proiezioni benzina, affitti, auto usate ed altri componenti. Stima Inflazione Euro, modello proprietario MPS Capital Services basato su proiezioni petrolio, cambio EurUSD ed altre componenti

- Elevati prezzi energetici, problematiche nelle catene di approvvigionamento e trasferimento dell'aumento dei costi alla produzione sui consumatori finali, sono stati i **principali driver dell'inflazione nel 2021**.
- Tali variabili continueranno a nostro avviso, a tenere ancora **l'inflazione sui livelli elevati soprattutto nei primi mesi del nuovo anno. Successivamente**, l'atteso rallentamento dei prezzi energetici e l'attesa progressiva normalizzazione nelle catene di approvvigionamento si tradurranno in un rallentamento dell'inflazione che sarà più marcato nella seconda parte dell'anno quando sarà anche più evidente un effetto confronto negativo.
- **Il rallentamento dell'inflazione sarà visibile sia in Area euro sia negli USA.** Tuttavia, mentre in Eurozona è attesa scendere sensibilmente sotto il target del 2% nel quarto trimestre 2022, negli USA è attesa rimanere su livelli più elevati e più a lungo a causa principalmente della presenza dei cosiddetti effetti di secondo livello (e.g. pressioni salariali e aumento *shelter*) con impatto soprattutto sulla componente *core*. Gli effetti di secondo livello, almeno per ora, non si stanno registrando in Area euro e pertanto renderebbero più verosimile la tesi di transitorietà dell'inflazione.
- **In sintesi nel 2022** in Area euro è attesa un'inflazione media intorno al 3%, mentre negli USA intorno al 4%.



# La attese sul rialzo dei tassi da qui al 2022



- Le continue sorprese al rialzo sull'inflazione registrate dall'estate in poi, hanno portato le principali Banche centrali (Fed in primis) ad abbandonare il termine «transitorio» e ad annunciare la progressiva uscita dalle politiche monetarie straordinarie adottate durante la pandemia.
- Il mercato, entro fine 2022, prezza: 1) **4 rialzi e mezzo da 25 pb da parte della BoE** (a nostro avviso ne faranno massimo 3 data la fragilità della crescita economica tra recrudescenza del virus, crisi energetica e possibili nuove tensioni sulla Brexit); 2) **quasi tre rialzi da 25 pb da parte della Fed**; 3) un rialzo da circa **15 pb da parte della BCE** (altamente improbabile).

USOACH DEC2022 Index (WIRP Est Change from Current R) Hike 2022 USA EU UK Daily 20APR2021-22DEC2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

22-Dec-2021 14:28:19



# Banche Centrali: 2022 normalizzazione e rimodulazione



- ✓ La Fed rincorre l'inflazione, il mercato e la curva. Fine del *tapering* a marzo e i **Dot Plot** che proiettano **3 rialzi nel 2022, con primo rialzo a marzo 2022 (scontato al 50%)**. In aggiunta altri 3 rialzi nel 2023 e due nel 2024
- ✓ Il mercato non ci crede con gli OIS e i *futures* sui *Fed Funds* che prezzano quasi tre rialzi nel 2022 e addirittura un leggero taglio nel 2024. Concordiamo con il mercato.

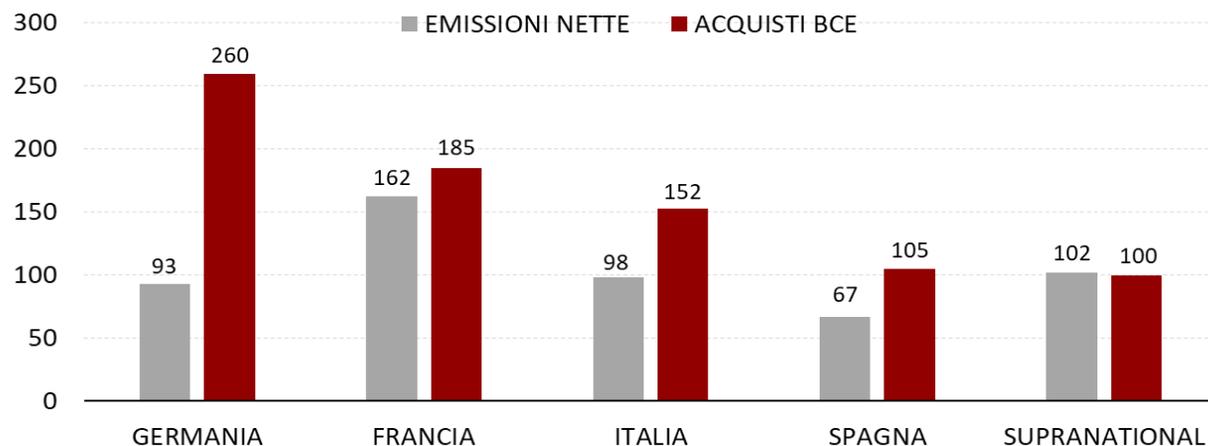


- ✓ La ricalibrazione dell'APP 2.0 post PEPP assomiglia più ad un *tapering* con la **BCE** che, secondo i nostri calcoli, **dovrebbe ridurre gli acquisti di governativi (72% dell'APP) da 910 Mld€ del 2021 a 373 Mld€ del 2022**.
- ✓ **Non ci aspettiamo alcun rialzo nel 2022** se, come crediamo, la BCE resterà fedele a quanto dichiarato fino ad ora (rialzo dei tassi poco dopo la fine del QE) e alla *forward guidance* (condizione per il rialzo dei tassi è che l'inflazione raggiunga il 2% ben prima della fine dell'orizzonte delle previsioni macro dell'Istituto e vi rimanga stabilmente per il resto dell'orizzonte di previsione).

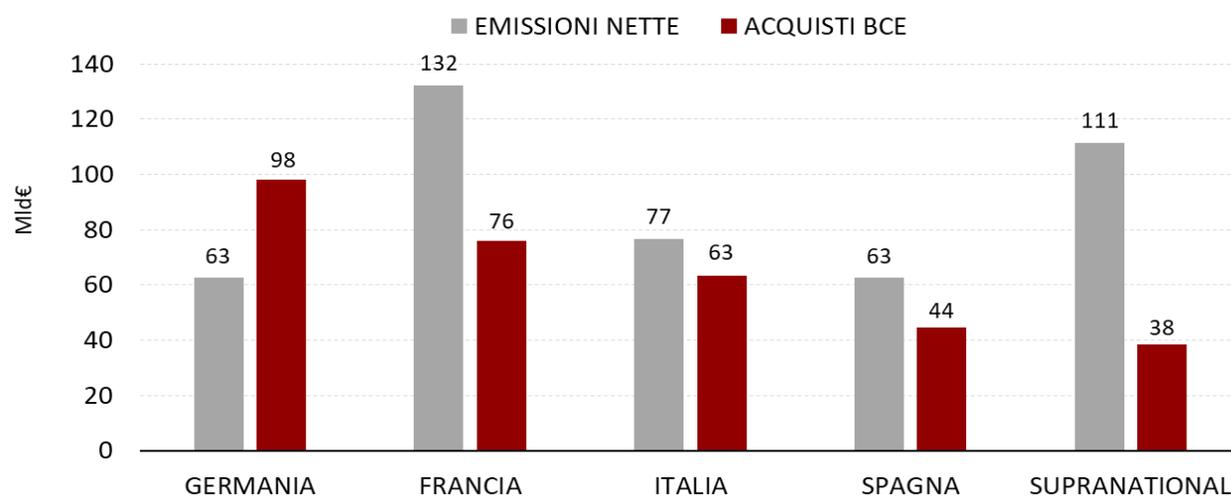


# Acquisti: BCE in deciso rallentamento nel 2022

2021



2022

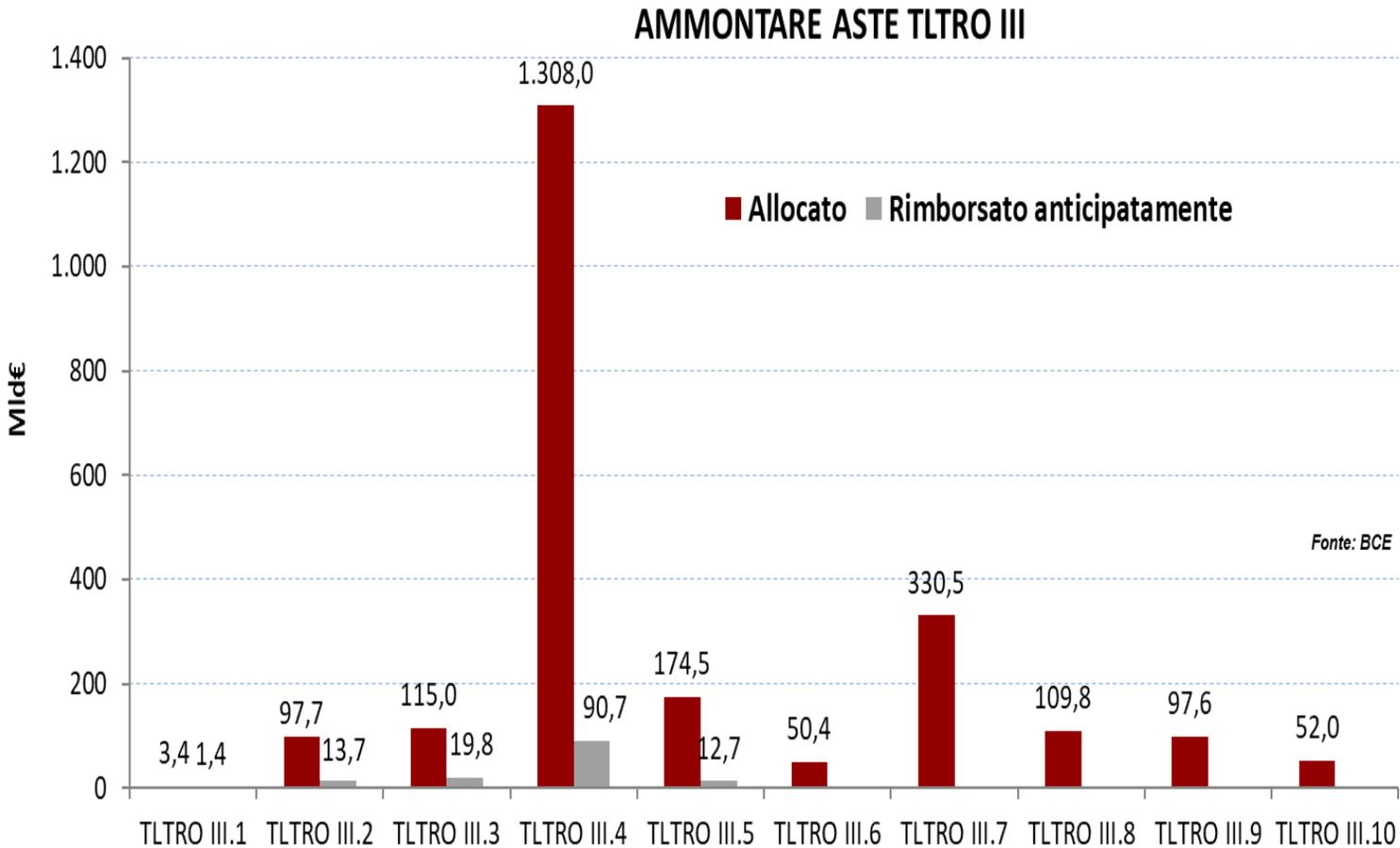


**Nota:** emissioni nette calcolate sulla base del fabbisogno previsto nelle leggi di bilancio 2022 dei singoli paesi. Per i Supranational emissioni calcolate sulla base dei piani di emissioni di BEI, EU, EFSF e ESM. Acquisti BCE 2022 basati su stime di 50 Mld€ PEPP fino a marzo '22 e acquisti APP come indicato dalla BCE a dicembre.

- In questo 2021, gli acquisti BCE hanno supportato la carta governativa dell'Eurozona, considerato che l'anno dovrebbe chiudersi con circa 900 Mld€ di titoli governativi acquistati a fronte di un'offerta netta totale di circa 600 Mld€. La BCE ha supportato anche la carta *Supranational* nonostante il flusso di forti emissioni giunte per finanziare sia il programma Sure (50,1 Mld€) sia quello NGEU (71 Mld€)
- Con la fine del PEPP a marzo, gli acquisti registreranno un forte calo, ma questo verrà in parte compensato dalla riduzione delle emissioni nette dei governi (circa 160 Mld€ in meno rispetto al 2021 secondo le stime Bloomberg). Rimarrà forte invece l'attività di emissioni soprattutto da parte della UE che ha già segnalato che emetterà 50 Mld€ di bond nel 1° semestre e stimiamo che l'intero anno possa chiudersi con circa 120 Mld€ di nuove emissioni.
- Guardando ai 4 principali Paesi dell'Eurozona, gli acquisti netti della BCE, secondo le nostre stime, dovrebbero continuare a coprire integralmente solo le emissioni nette della Germania, mentre la Francia dovrebbe ricevere minor supporto in rapporto alle emissioni nette.
- In generale, la minore presenza della BCE dovrebbe portare ad una maggiore volatilità sul mercato nel corso del 2022, anche se, soprattutto nella prima parte dell'anno, quando ancora ci sarà il supporto degli acquisti PEPP, gli spazi di rialzo dei tassi dovrebbero essere limitati, sebbene molto dipenderà dall'evoluzione sul fronte inflazione.



# TLTRO: attese novità in vista di giugno 2022



- Le TLTRO hanno assunto un ruolo importante in tema di liquidità fornita al sistema bancario, considerato che, con l'ultima asta di dicembre (al netto dei rimborsi anticipati), risultano *outstanding* **circa 2.200 Mld€**, pari a poco più del 25% dell'intero bilancio della BCE.
- La BCE, nell'ultima riunione di dicembre, non ha fornito indicazioni su una nuova serie di TLTRO. Crediamo, tuttavia, che qualche indicazione in questo senso possa arrivare già nella prima parte dell'anno, anche considerato che **il periodo di tasso agevolato** (fino a -1% in caso di superamento della soglia sui prestiti) **scadrà il prossimo 23 giugno 2022**.
- A meno di un prolungamento di tale periodo (difficilmente giustificabile vista l'uscita dalla fase di emergenziale), un ritorno alle precedenti condizioni (tasso massimo ottenibile pari a quello sui depositi), potrebbe incentivare le banche a rimborsare anticipatamente i fondi ottenuti a partire da giugno, alla luce anche dell'elevato livello di *excess liquidity* (al momento oltre 4.380 Mld€).
- Il problema del rimborso anticipato riguarda soprattutto l'asta record del giugno 2020. Il 23 giugno 2022, infatti, mancherà un anno alla sua naturale scadenza (giugno 2023) ed un tasso massimo ottenibile pari a -0,5% renderebbe il mantenimento di questa liquidità fino alla scadenza meno conveniente, considerato anche che al momento il tasso *forward repo* 6mx12m gira in linea con questi livelli.



# I Rischi allo scenario



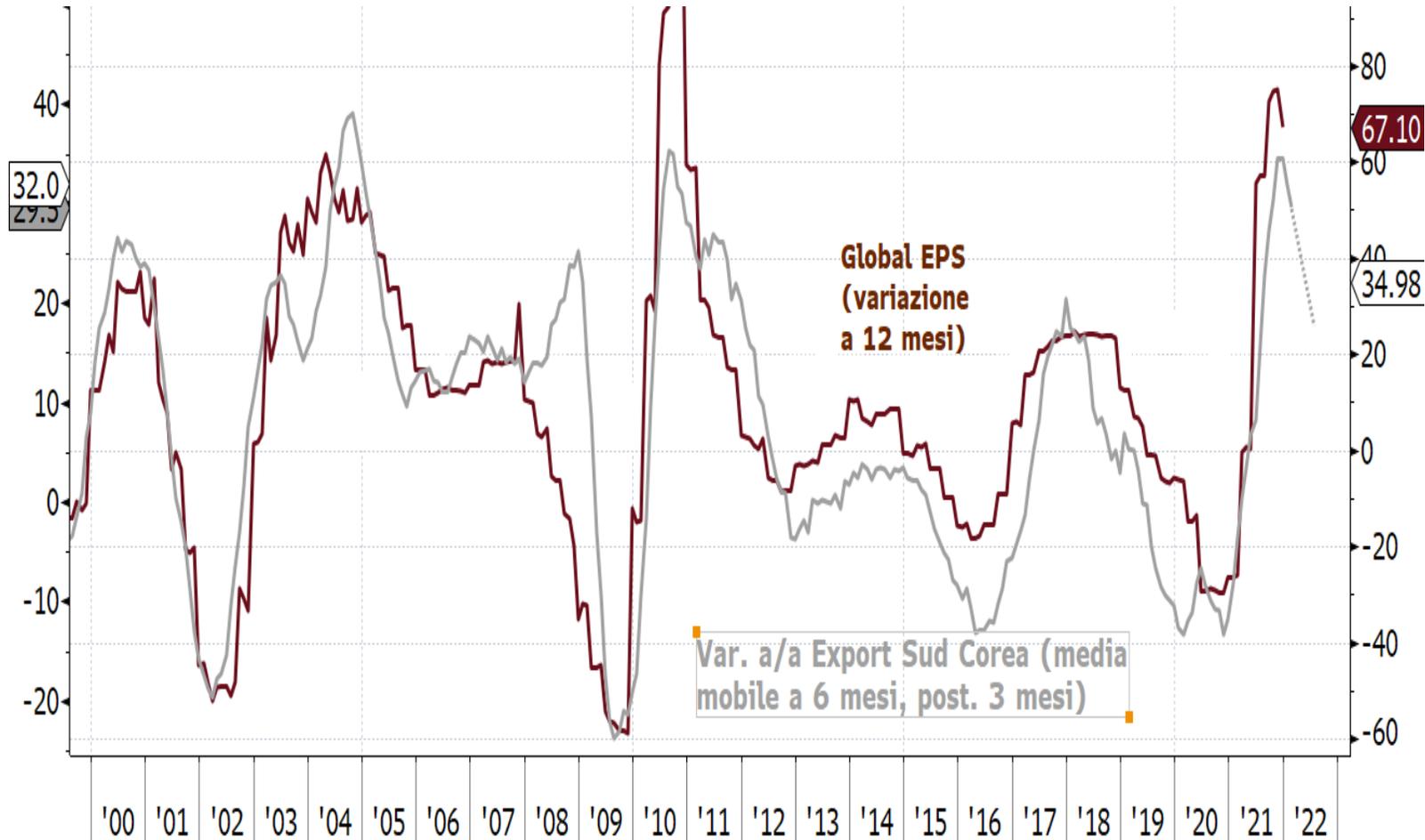
- **Inflazione perdurante:** rischio, soprattutto in Eurozona, che l'inflazione rimanga più elevata più a lungo delle attese e che la crisi energetica si rifletta in un aumento degli effetti di secondo livello (i.e. aumento contrattazione salario).
- **Pandemia:** il 2022 sarà l'anno della fine della Pandemia? Difficile dirlo, ma se così non fosse, ci ritroveremo nel *Déjà vu* delle conseguenze economiche (senza voler pensare a quelle umane) di nuove misure di contenimento, nuove problematiche nelle catene di approvvigionamento, etc. con rischi concreti di una stagflazione perdurante.
- **Rischi Geopolitici:** 1) escalation **USA-EU vs Russia** (situazione Ucraina.); 2) **USA vs Cina**; 3) possibili nuove tensioni sul protocollo nord irlandese (**Brexit**). **Sono situazioni diverse che avrebbero una comune conseguenza, ovvero l'aumento dei prezzi.**
- **Elezioni Politiche:** Presidenziali in Francia, Mid-term negli USA e eventuali elezioni anticipate in Italia (a nostro avviso poco probabili)
- **View di consenso:** quanto sopra riportato risulta essere una view ampiamente condivisa e quando il consenso è troppo concentrato spesso viene spiazzato dalla realtà.



# AZIONARIO E TASSI



# Azionario: EPS globali in decelerazione



➤ Dopo un 2021 straordinario in termini di accelerazione degli EPS globali, **il 2022 dovrebbe essere l'anno del rallentamento**, stando a vari indicatori anticipatori (variazione a/a export Sud Corea, *new order* ISM, etc.)

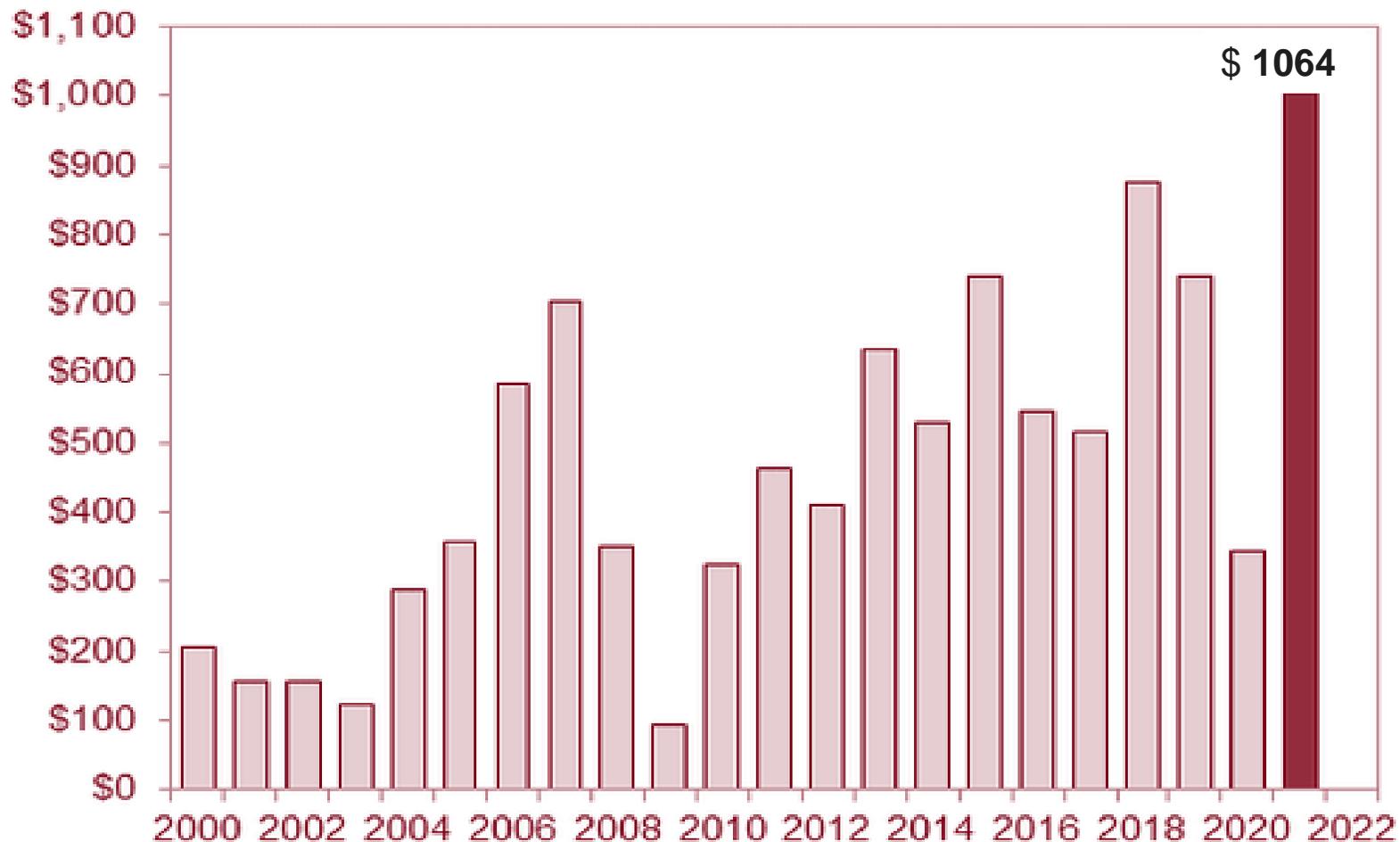
MXWD Index (MSCI ACWI Index) MSCI W EPS vs SK EXP Monthly 31OCT1998-31OCT2022

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

21-Dec-2021 14:08:36



# Azionario USA: il ritorno dei Buyback



- E' noto come, dalla grande crisi finanziaria del 2008 in poi, i più grandi acquirenti di azioni USA siano state le stesse società americane.
- Solo nel quarto trimestre 2021 i *Buyback* di azioni sono saliti al nuovo record di 236 Mld\$ in parte per cercare di anticipare la proposta di tassa all'1% contenuta nel disegno di legge "*Build Back Better*".
- Inoltre, in questo 2021 sono state fin qui effettuate **richieste di autorizzazione al riacquisto di azioni proprie pari a oltre 1.000 Mld\$** da implementare nei prossimi 12-18 mesi.
- Pertanto i Buyback rimarranno una forza supportiva dei listini USA anche nel 2022.

Fonte: Goldman Sachs Investment Research, dati in milioni di \$, aggiornati al 12 novembre 2021.



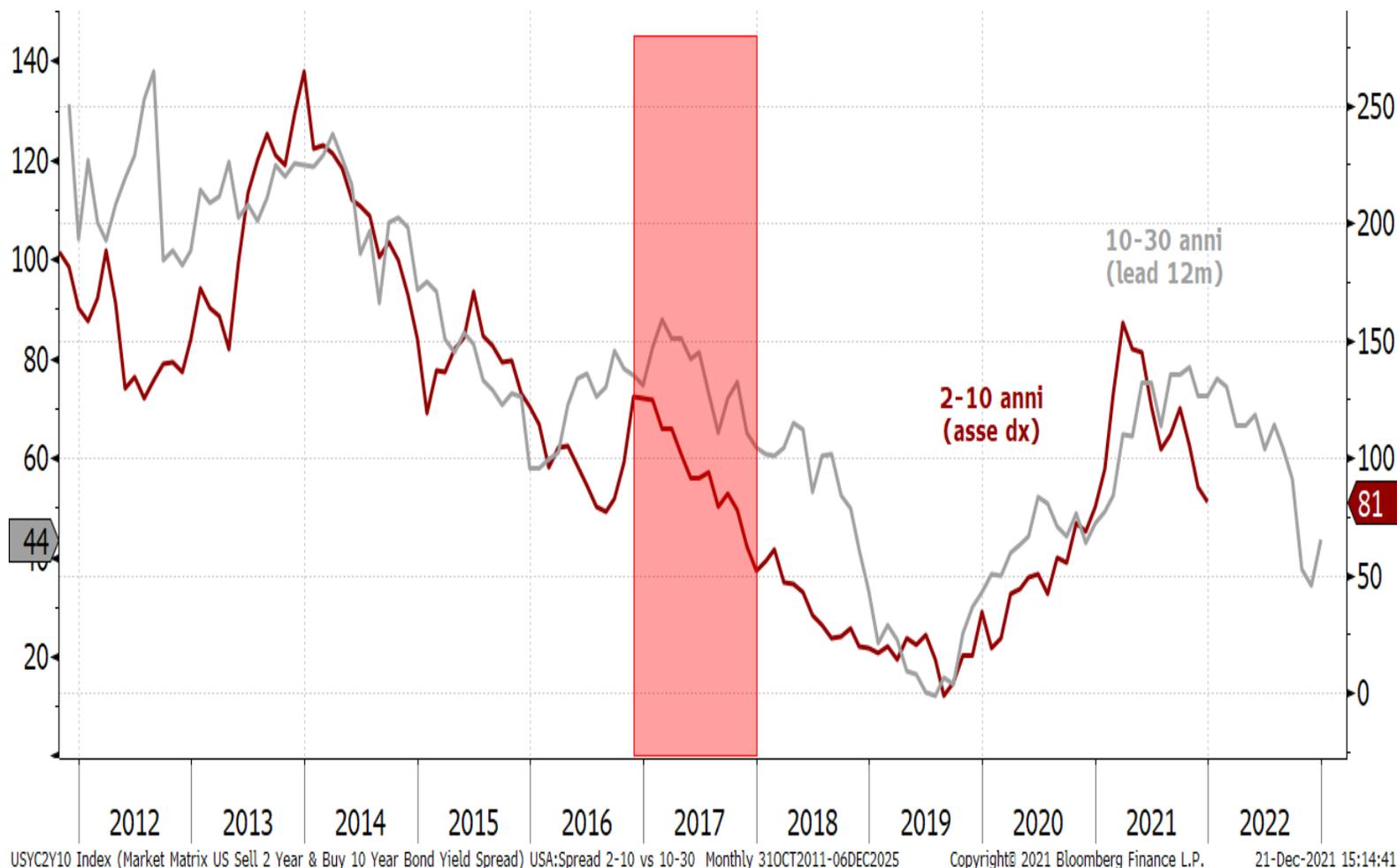
# Azionario: listini supportati dall'espansione dei bilanci delle BC



- Fintanto che il bilancio aggregato delle tre principali banche centrali (Fed+BCE+BoJ) continuerà ad espandersi i mercati azionari resteranno supportati dall'elevata liquidità e dal fatto che «non c'è una reale alternativa»
- Tuttavia, proiettando una stima del bilancio aggregato a fine 2022, l'*upside potential* è limitato.



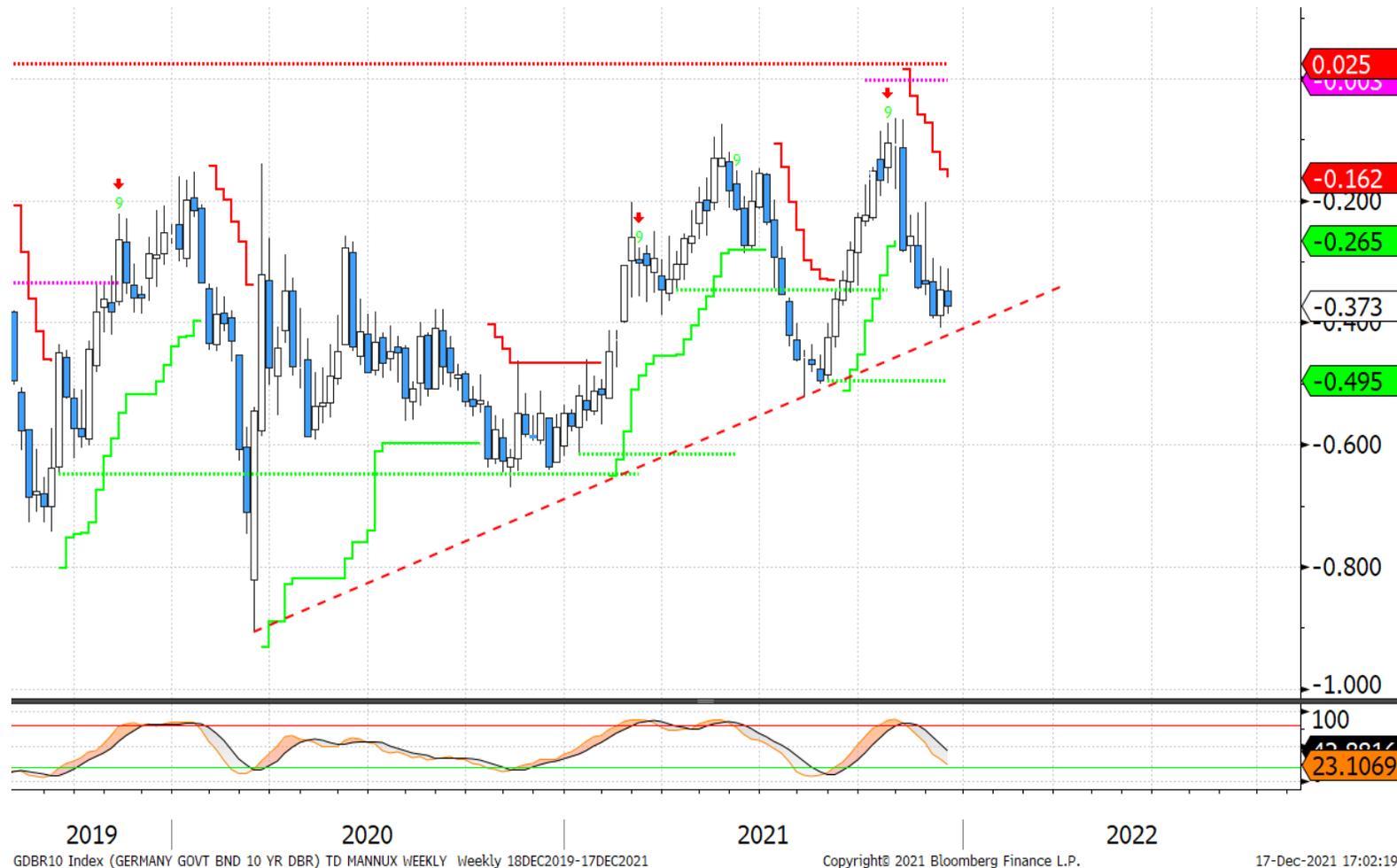
# Treasury: le fasi di rialzo del tasso decennale come occasione per allungare la *duration*



- Negli ultimi due mesi, il tasso decennale *treasury* a fronte dell'accelerazione nel ritiro delle politiche ultra-accomodanti in un contesto di recrudescenza del virus è tornato a scendere sotto l'1,40%.
- Con l'inizio del nuovo anno e una volta passata la stagionalità avversa del virus, potremmo assistere ad un recupero del tasso verso i recenti massimi, con gli operatori che torneranno a scontare l'accelerazione ciclica.
- Successivamente, più in avanti nell'anno, il trend dominante dovrebbe tornare ad essere quello di *flattening* della curva. Lo spread tra il 2 e il 10 anni *treasury* che attualmente si trova intorno a 80 pb, dovrebbe tornare a restringersi entro fine 2022 poco sotto i 50 pb, un livello simile a quello osservato a fine 2017 quando la Fed implementò un ciclo aggressivo di rialzo dei tassi (ben quattro volte in un anno).
- Ciascun rialzo dovrebbe rappresentare una riduzione di 12 pb circa dello spread (saranno 3 stando ai *Dot Plot*) e considerato dove sta lo spread 10-30 che tipicamente anticipa di 12 mesi lo spread 2-10.
- Da un punto di vista tecnico, sul tasso decennale *treasury* le resistenze da monitorare al rialzo sono 1,70%, **1,85%** e 1,94% (quest'ultimo livello solo in caso di *overshooting* del movimento). Al ribasso **1,25%**, 1,15% e 0,90% (a nostro avviso improbabile).



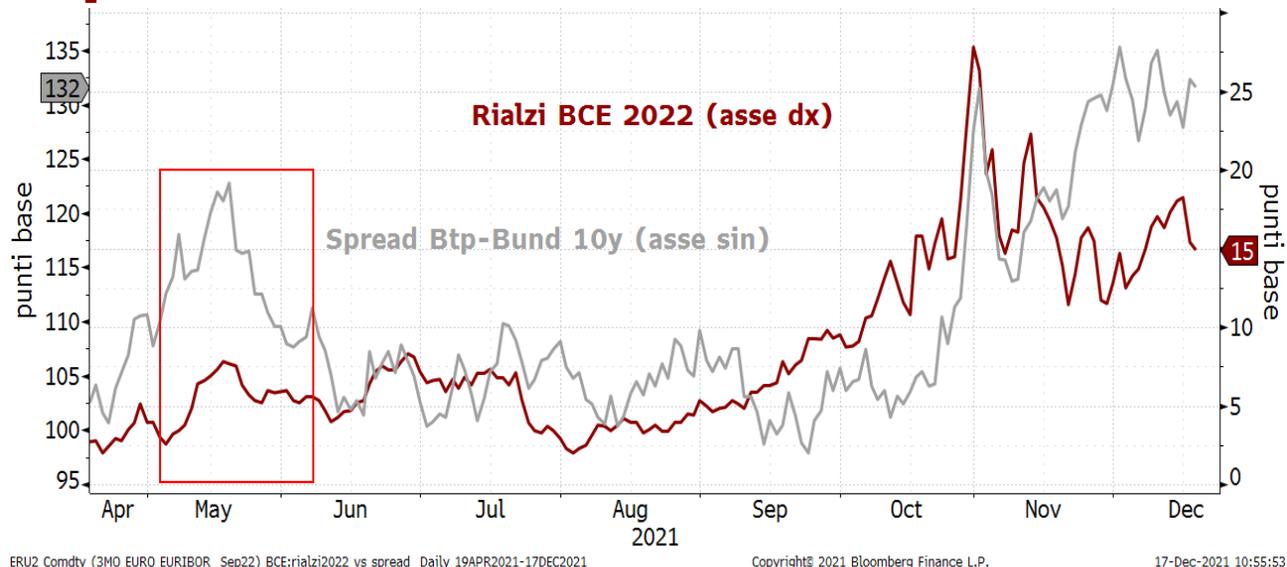
# Bund: direzione del treasury ma con movimenti meno accentuati



- Nei primissimi mesi dell'anno, quando i timori sull'ondata di contagi legata alla variante Omicron dovrebbe venir meno, si potrebbe assistere al ritorno di pressioni al rialzo sulla parte a MLT della curva che potrebbe riportare il tasso 10 anni Bund vs area  $-0,2\%$  con possibile *overshooting* verso lo 0%.
- Tuttavia, ci aspettiamo che difficilmente il tasso decennale possa tornare se non temporaneamente, in positivo. Queste fasi, pertanto sono da sfruttare a nostro avviso per allungare la *duration*.
- Il minore supporto da parte della BCE in termini di acquisti dovrebbe supportare tale idea, in linea con quanto già avvenuto nel 2018 quando la BCE iniziò il processo di riduzione dell'APP.
- In sintesi, **la fase di rialzo dei tassi ad inizio 2022 è, a nostro avviso, da sfruttare per allungare la duration** in vista di una seconda gamba di ribasso dei tassi a medio/lungo termine. La tempistica di tale movimento è più incerta ma, ragionevolmente, potrebbe avvenire quando dovrebbero manifestarsi i primi segnali di rallentamento dell'inflazione in un contesto di banche centrali meno supportive (seconda parte dell'anno).
- Da un punto di vista tecnico, sul tasso decennale *Bund* le resistenze da monitorare al rialzo sono  $-0,20\%$ ,  $-0,07\%$ , e  $0,03\%$ , mentre al ribasso  $-0,50\%$ .



# Spread BTP-Bund: tendenziale all'allargamento nel 2022



➤ Lo spread BTP-Bund ha evidenziato un deciso allargamento in questa parte finale del 2021 in scia alle sorprese al rialzo sull'inflazione che ha portato gli operatori ad attendersi un atteggiamento meno accomodante da parte delle principali Banche Centrali. Nonostante i membri BCE abbiano segnalato ripetutamente che un rialzo dei tassi nel 2022 è improbabile, il mercato continua scontare un rialzo da circa 15 pb. Naturalmente, vista la *forward guidance*, un aumento dei tassi implicherebbe la fine del QE ed ecco spiegato il perché del recente movimento dello spread.

➤ Riteniamo, che l'azione e l'opera di comunicazione della BCE dovrebbe contribuire a mantenere lo spread nella prima parte dell'anno intorno agli attuali valori (130 pb + o - 10 pb). Successivamente, nella seconda parte dell'anno, le pressioni al rialzo dovrebbero aumentare alla luce di: 1) rischio di minore liquidità (vedi grafico) legata ad un possibile rimborso anticipato delle TLTRO a giugno; 2) minor supporto degli acquisti BCE soprattutto nella seconda parte dell'anno; 3) *repricing* del rischio politico in vista delle elezioni politiche del 2023.



➤ In questo contesto, il tasso 10 anni BTP dovrebbe seguire l'andamento del tasso Bund descritto in precedenza con uno spread variabile tra 130 e 170 pb.

➤ Da un punto di vista tecnico, sul tasso decennale *BTP* da monitorare al rialzo la tenuta della resistenza in area **1,30%** sopra la quale si aprirebbe lo spazio verso 1,87%, mentre al ribasso il supporto principale si trova a **0,86%** sotto il quale si aprirebbe lo spazio 0,70%.



# Italia: emissioni lorde 2022 in calo a 305 Mld€

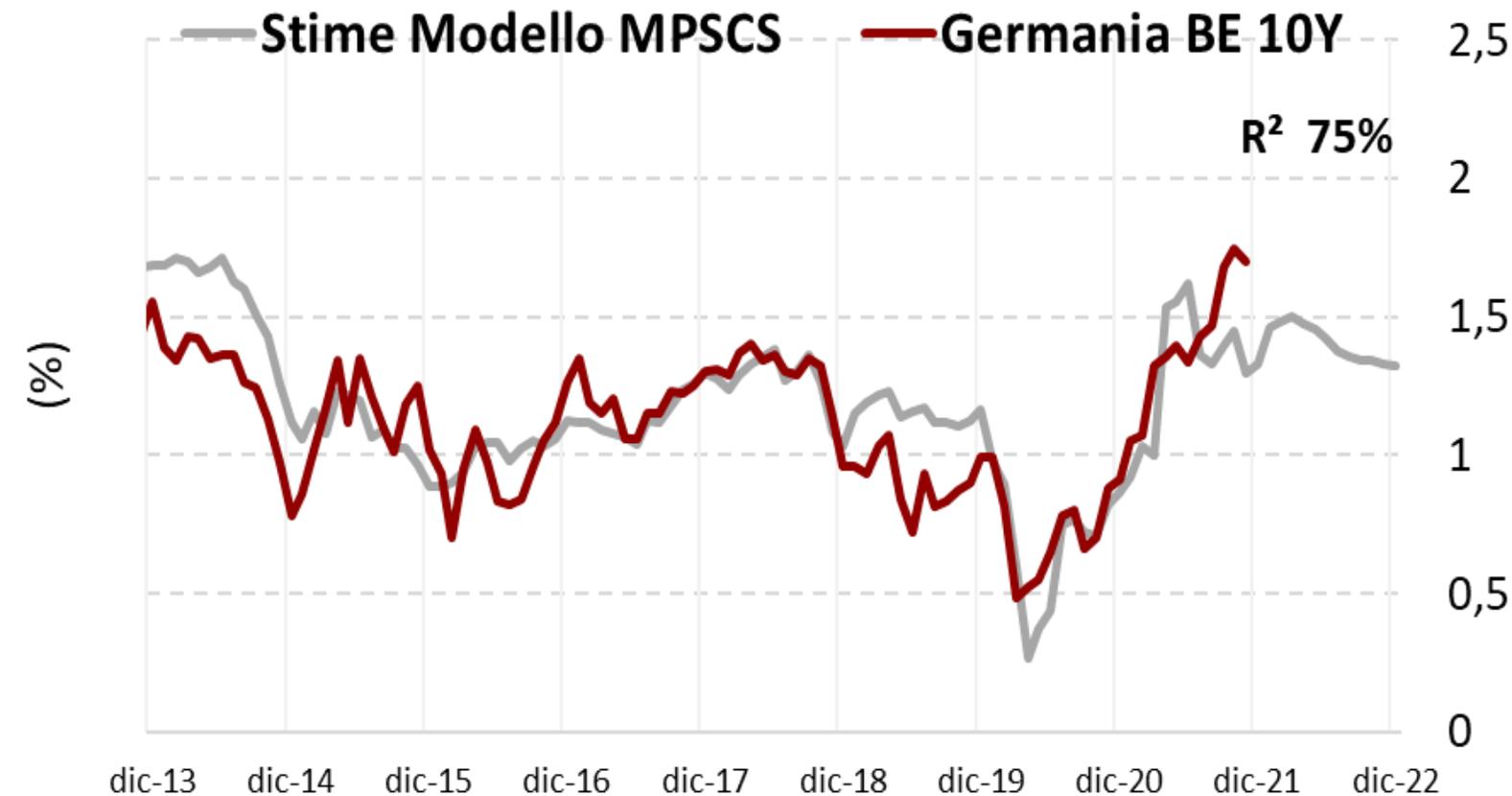
| ITALIA         |                 |            |                 |                         |
|----------------|-----------------|------------|-----------------|-------------------------|
| MLD€           | Emissioni lorde | Scadenze   | Emissioni nette | Emissioni nette post QE |
| <b>1T 2022</b> | 79              | 20,6       | 58,7            | 28,4                    |
| <b>2T 2022</b> | 92              | 75,2       | 16,3            | 1,6                     |
| <b>3T 2022</b> | 70              | 82,0       | -11,8           | -22,8                   |
| <b>4T 2022</b> | 64              | 50,6       | 13,5            | 6,1                     |
| <b>TOTALE</b>  | <b>305</b>      | <b>228</b> | <b>77</b>       | <b>13</b>               |

- Le emissioni lorde del 2022 in Italia dovrebbero attestarsi intorno ai 305 Mld€, in lieve calo rispetto a circa 315 Mld€ effettuati quest'anno. L'ammontare risulta ancora piuttosto elevato rispetto alla media pre-crisi, in quanto il profilo di scadenze nei prossimi anni sarà modellato dalle emissioni record effettuate nel 2020 per far fronte all'emergenza Covid (228 Mld€ scadranno nel 2022, 253 nel 2023)
- Come visto in precedenza, gli acquisti BCE non dovrebbero coprire per intero le emissioni nette del 2022 (13 Mld€ di emissioni nette post acquisti BCE) come fatto nel 2021 (-43 Mld€). A livello di singolo trimestre, il primo sarà quello in cui dovrebbe esserci maggiore sbilanciamento tra domanda e offerta. Nonostante, infatti, la presenza ancora del PEPP, il basso ammontare di scadenze presenti nel 1° T si tradurrà in emissioni nette positive, secondo le nostre stime, intorno a 30 Mld€. Il 3°T, dovrebbe essere invece quello più favorevole.
- In sintesi, il Tesoro dovrebbe continuare nel 2022 con una politica di gestione flessibile delle emissioni grazie anche ai circa 66 Mld€ di liquidità a disposizione a fine novembre 2021. Alla luce delle elevate scadenze per il 2023 è, inoltre, lecito attendersi nuove operazioni di *buyback* e concambio volte a «smussare» il profilo delle scadenze.

**Nota: Stime preliminari MPS Capital Services** basate su: 1) Fonte BCE, ipotesi PEPP medio mensile pari a 50Mld€ + APP 20 Mld€ nel 1° trim. 2022, 40 Mld€ nel 2°T, 30 Mld€ nel 3° T e 20 Mld€ nel 4°T; 2) Fonte MEF, ipotesi deficit legge di bilancio 2022, ipotesi seconda tranche Next Generation EU.



# Breakeven Inflation: attese scendere nel 2022



- Il comparto dei titoli legati all'inflazione è stata l'asset class governativa che ha performato meglio nel 2021, grazie ad un mercato che ad inizio anno scontava uno scenario inflattivo piuttosto moderato.
- Il movimento di *repricing* delle *breakeven* è stato piuttosto forte, passando da un eccesso (al ribasso ad inizio 2021) ad un altro. Pertanto, suggeriamo di sfruttare le fasi che stiamo vedendo di calo dei tassi reali per prendere profitto su tale asset class.
- Le quotazioni di mercato, infatti, sono attualmente ben al di sopra del livello di *fair value* sulle *break-even* tedesche suggerito dal nostro modello. Inoltre, quest'ultimo, a partire dalla primavera 2022, anticipa un calo delle *breakeven* che dovrebbe accompagnarsi ad graduale aumento dei tassi reali (nell'ordine di +25/30 pb sulla curva 10 anni tedesca).
- In chiave tattica, nella prima parte del 2022 rimane qualche spazio di performance per la parte a breve della curva BTP€i, alla luce dei rischi al rialzo presenti sull'inflazione nei primi mesi dell'anno a causa del perdurare della crisi energetica.

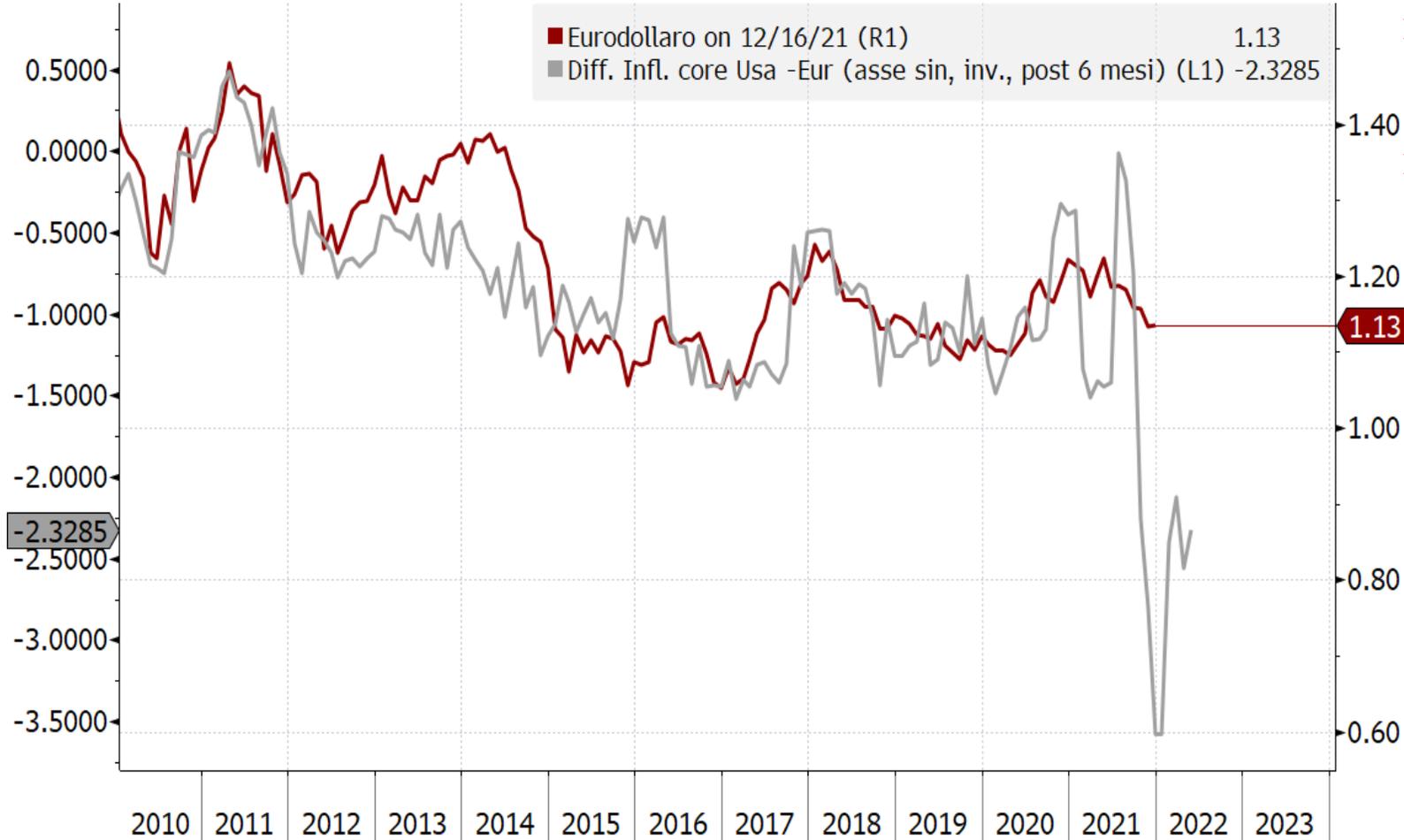
Nota: Modello proprietario MPS Capital Services basato su stime petrolio, PIL Germania a/a.



# VALUTE



# Eurodollaro: il differenziale di inflazione rimarrà a favore del \$



- Lo spread tra l'inflazione *core* USA-Eur che tipicamente anticipa di 6 mesi l'andamento del cambio, indica un possibile rimbalzo nel 1° trimestre 2022.
- Tuttavia, come scritto nelle slide di contesto, più in avanti nell'anno, è probabile che l'inflazione *core* USA rimanga su livelli elevati, mentre quella dell'Eurozona è attesa tornare progressivamente verso la media.
- Se questa idea è corretta le fasi di rialzo del cambio sono da sfruttare per acquistare dollari o coprirsi dal rischio di apprezzamento del biglietto verde.

EUR Curncy (Euro Spot) EUR USD vs infl spread Monthly 30SEP2008-31MAY2023

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

16-Dec-2021 14:53:57



# Eurodollaro: le aspettative sui rialzi Fed il driver principale



EUR Currency (Euro Spot) EUR:eurusd vs 2y bund- Daily 21DEC2020-22DEC2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

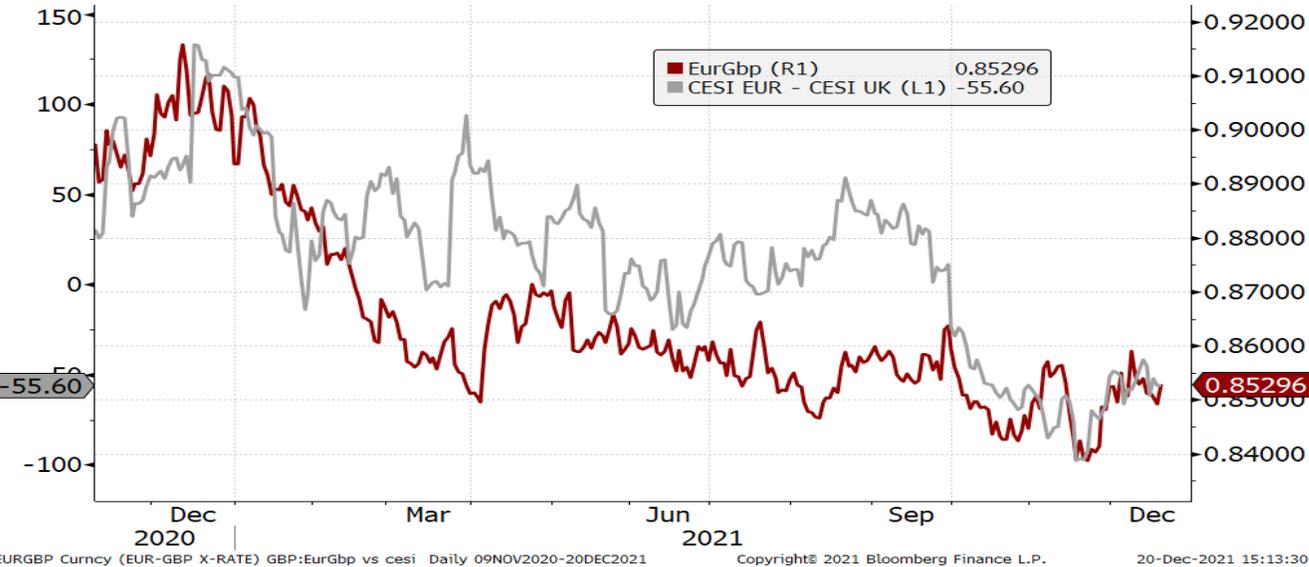
22-Dec-2021 15:24:48

- In questo ultimo scorcio del 2021, in scia all'annunciata normalizzazione della politica monetaria da parte della Fed, ha assunto sempre più importanza il differenziale tra i tassi a due anni USA-Eur (proxy della politica monetaria tra le due sponde dell'Atlantico).
- Nel caso in cui, il mercato dovesse, ad un certo punto del prossimo anno, oltre a scontare pienamente i 3 rialzi (in linea con quanto indicato dai *Dot Plot*) scontasse anche un'ulteriore azione come l'inizio di un processo di *quantitative tightening* (a nostro avviso possibile), il cambio eurodollaro si spingerebbe verso 1,10. Nel caso del 4° rialzo (a nostro avviso improbabile) ben sotto questo livello.
- Viceversa, nel caso in cui il mercato tornasse a scontare 2 rialzi (a fronte ad esempio di un deciso rallentamento della crescita) il cambio tornerebbe verso 1,16.

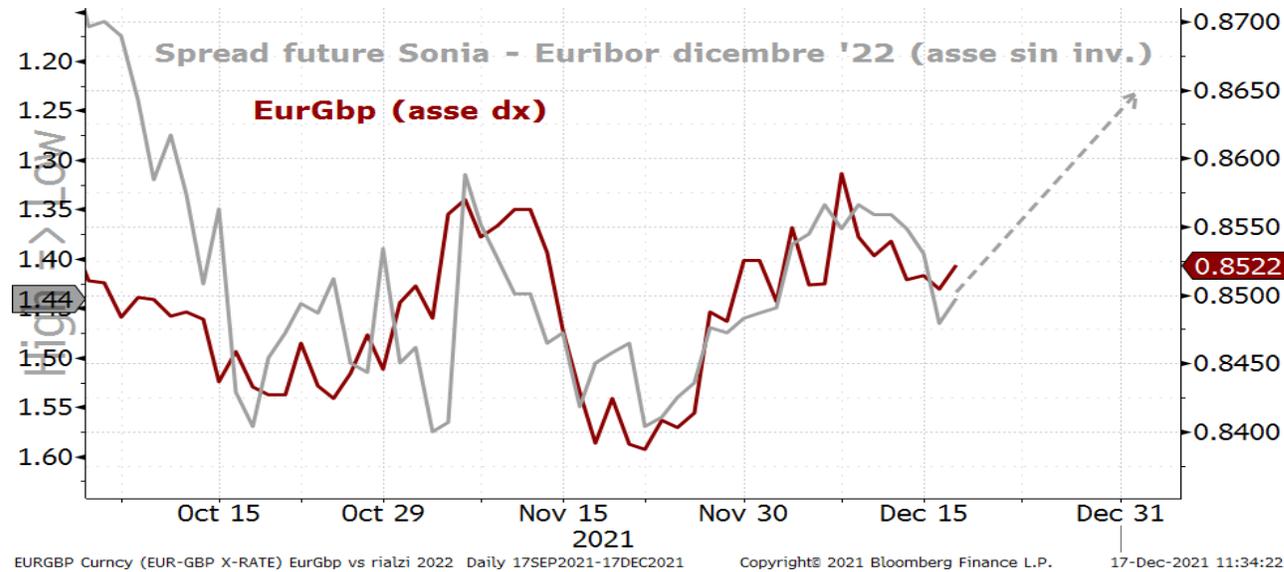




# Euro/Sterlina: in tendenziale rialzo nel 2022



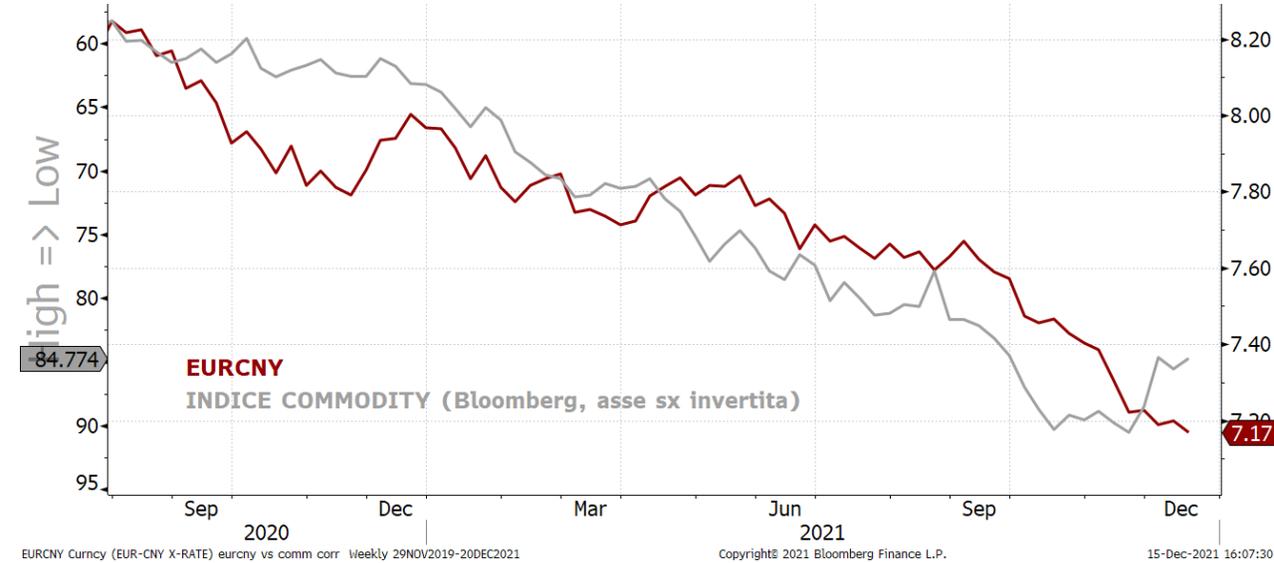
- Il **2021** è stato un anno particolarmente positivo per la **sterlina** che, nei primi mesi dell'anno, ha beneficiato soprattutto della forte accelerazione nella campagna vaccinale, mentre nella seconda metà, delle aspettative di un'accelerazione nel processo di normalizzazione della politica monetaria.
- In effetti, il forte rialzo dell'inflazione (5,1% a novembre) ed il miglioramento del mercato del lavoro hanno portato la **BoE ad alzare, a dicembre il tasso** di riferimento di 15 pb a 0,25%, segnalando nel contempo una politica monetaria «moderatamente restrittiva» a tendere. La mossa ha colto di sorpresa il mercato **in quanto** le ultime dichiarazioni dei membri del board andavano in senso contrario.



- Malgrado l'attesa di una politica monetaria più restrittiva della BoE rispetto alla BCE, riteniamo che lo spazio di ribasso del cambio EurGbp sia limitato. Questo in quanto il mercato sconta già 4 rialzi da parte della BoE, mentre noi ci aspettiamo 2, massimo tre rialzi. Nel caso in cui questa idea si rivelasse corretta, ci aspettiamo che il cambio torni progressivamente verso 0,87.
- Infatti, ci aspettiamo una crescita UK più debole delle attese a seguito della recrudescenza del virus, della crisi energetica (condivisa con l'Eurozona) e della questione Nord irlandese che potrebbe tornare alla ribalta con nuove tensioni il prossimo anno. Di conseguenza anche il differenziale di sorpresa economica dovrebbe progressivamente tornare a favore dell'Eurozona.
- Da un punto di vista tecnico, le resistenze cui prestare attenzione sono 0,86 e **0,88** mentre al ribasso i supporti sono 0,84 e in area 0,83.



# Yuan: fase di apprezzamento alle battute finali



- A sorpresa, lo **yuan** è risultata essere la migliore valuta in assoluto nel 2021, nonostante le varie difficoltà che il Paese si è trovato a fronteggiare (e.g. il rallentamento economico, la crisi immobiliare) e visto il rinnovato atteggiamento accomodante della PBoC (e.g. il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria).
- Le ragioni del movimento di apprezzamento vanno ricercate, a nostro avviso, nella volontà delle Autorità cinesi di avere una valuta forte, al fine di limitare «l'inflazione importata» in un contesto di forte rialzo dei prezzi delle materie prime.
- Pertanto, finché i prezzi delle *commodity* resteranno elevati, difficilmente assisteremo ad un'inversione della tendenza vista quest'anno. Questo potrebbe accadere dalla primavera 2022 in poi, come la variazione a/a del *Credit Impulse* sembrerebbe anticipare.



- Il movimento dovrebbe poi accentuarsi nei mesi successivi, man mano che ci avvicineremo all'importante appuntamento del 20° Congresso del Partito Comunista che si terrà ad ottobre.
- E' possibile che Xi Jinping, in vista dell'ufficializzazione del terzo mandato da Presidente (solo Mao Zedong e Xiaoping erano riusciti ad essere rieletti per più di due mandati), cerchi di supportare la crescita nei mesi immediatamente precedenti il Congresso anche puntando su di una valuta più debole, a maggior ragione, se come crediamo, le quotazioni delle principali materie prime torneranno progressivamente a calare.
- Da un punto di vista tecnico, il principale supporto del cambio EurYuan si colloca a **7**, mentre le principali resistenze sono **7,87** e **8,25** poi.



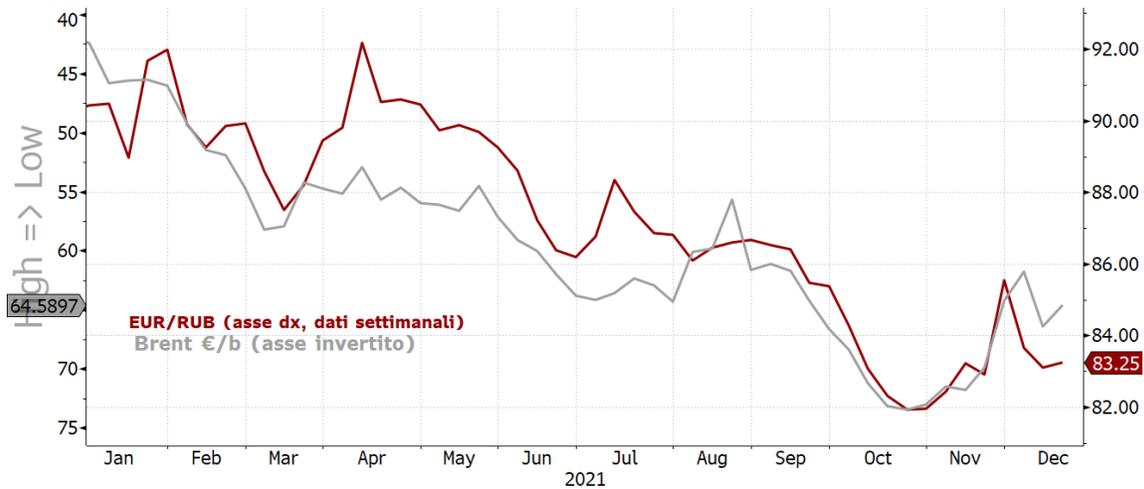
# Real brasiliano: tra insidie ed opportunità



- Il 2021 è stato un anno particolarmente volatile per il **real brasiliano** condizionato da una parte dall'interminabile *impasse* di bilancio, dall'altra dal super-ciclo restrittivo intrapreso dalla Banca centrale brasiliana.
- Messa da parte l'approvazione del disegno di legge che consente una maggiore spesa fiscale, il mercato è tornato a concentrarsi proprio sulla politica monetaria. L'Istituto non ha deluso le aspettative, alzando il Selic Rate, il tasso di riferimento, da appena il 2% di inizio anno al 9,25% (il livello più alto da oltre quattro anni).
- La Banca centrale ha poi ha lasciato la porta aperta ad ulteriori rialzi con un aumento da 150pb già possibile nel prossimo meeting di febbraio 2022. Il ciclo di rialzi dovrebbe concludersi intorno all'11-12%, i.e. poco sotto il tasso di interesse considerato «neutrale» in base all'attuale livello di inflazione.
- Un simile inasprimento potrebbe sostenere la valuta brasiliana, con la fase di apprezzamento che tuttavia potrebbe concludersi verso la primavera, in linea con la nostra attesa di fine del ciclo di rialzo delle materie prime e, soprattutto, in vista delle **elezioni brasiliane** che si terranno il prossimo ottobre e con tutta probabilità vedranno sfidarsi l'ex Presidente socialista Lula e Bolsonaro (due candidati non particolarmente ben visti dal mercato).
- Storicamente, nelle ultime cinque elezioni presidenziali (dal 2002 ogni quattro anni fino al 2018), il cambio EurBrl ha, infatti, registrato sempre una variazione positiva (ovvero il real si è deprezzato) nei sei mesi precedenti le elezioni.
- Da un punto di vista tecnico il principali supporto del cambio EurReal si colloca a **5,88** e 5,44 e infine 4,50. La principale area di resistenza rimane tra **6,76** e **7**.



# Rublo: in «limitato» apprezzamento



- Il 2021 è stato un anno particolarmente positivo per il **rublo**, una delle migliori valute in assoluto, grazie al recupero delle quotazioni petrolifere e al percorso di deciso rialzo dei tassi intrapreso dalla Banca centrale.
- L'Istituto è stato infatti uno dei più attivi, segnalando al mercato la necessità di un ciclo di rialzo dei tassi d'interesse per portarli ad un livello almeno uguale a quello dell'inflazione. L'ultimo rialzo da 100pb del tasso di riferimento, tornato al massimo da oltre quattro anni, va proprio in tale direzione.
- Sulla divisa russa, tuttavia, continuano a pesare le sanzioni in essere e le rinnovate tensioni sul fronte Ucraina. Abbiamo cercato di quantificare l'impatto di questi fattori sul cambio, da noi stimato nell'ordine di circa 10 figure in termini di EurRub stando alle attuali condizioni petrolifere.
- L'UE ha imposto diversi tipi di sanzioni alla Russia, da quelle diplomatiche (i.e. l'esclusione alla partecipazione al G8) a quelle individuali passando per le restrizioni alla cooperazione economica. Le più importanti sono quelle economiche, in auge dal 2016 e prorogate di volta in volta, per un periodo di sei mesi, al 31 gennaio 2022.
- Vista l'escalation sul fronte geopolitico, è lecito attendersi un'ulteriore proroga di quest'ultime almeno fino a giugno 2022. Pertanto i margini di un ulteriore apprezzamento del rublo saranno praticamente riconducibili all'ultima gamba rialzista delle quotazioni petrolifere che ci aspettiamo entro la primavera del prossimo anno.
- Il nostro target per l'**EurRub** si colloca intorno ad 80. Sotto questo livello il supporto successivo è posto a 77. Al rialzo, le resistenze si collocano a 87 prima e 91,40 (livello che potrebbe essere raggiunto solo nello scenario di escalation geopolitica).



# MATERIE PRIME



# Materie prime: hanno corso troppo data la situazione cinese



BCOMSP Index (Bloomberg Commodity Spot Index) BCOM Annual RRR Quarterly 08DEC2001-03DEC2021

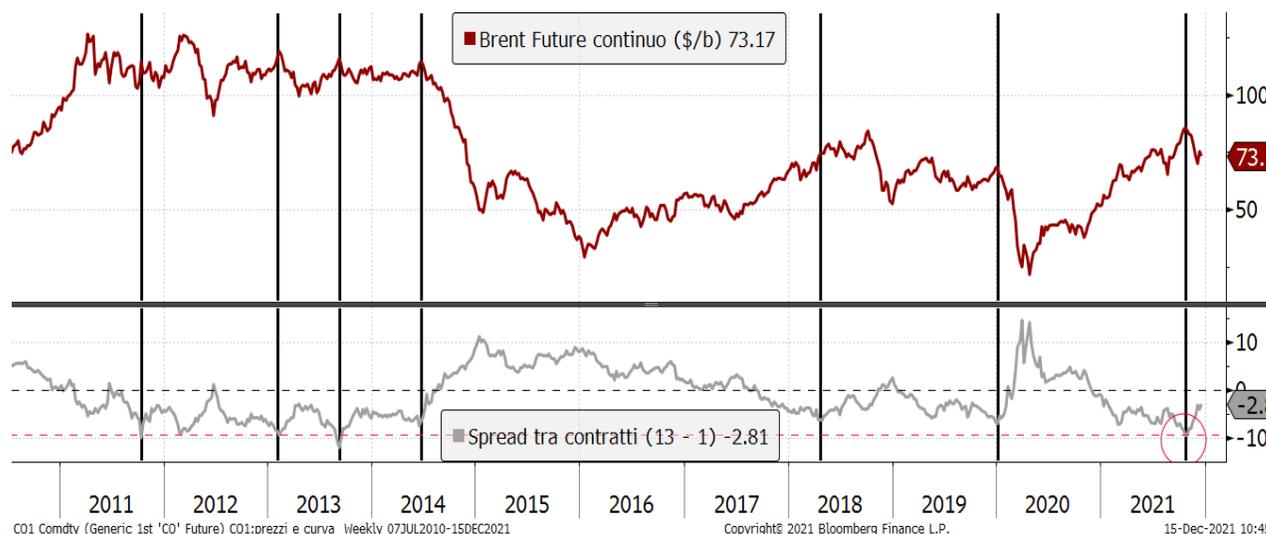
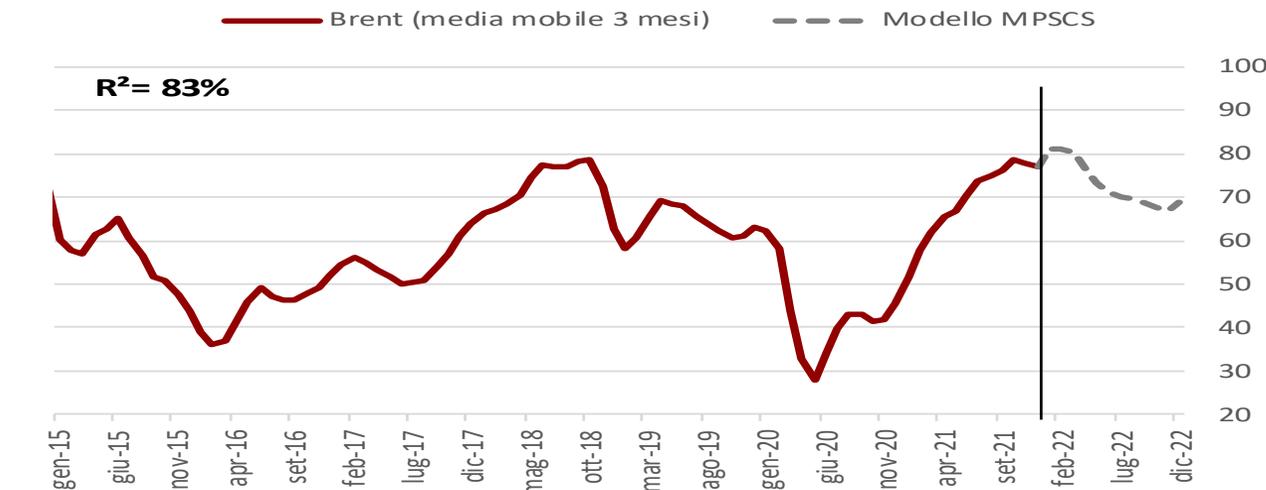
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

03-Dec-2021 14:07:09

- Storicamente, l'accelerazione delle quotazioni delle materie prime si accompagna all'accelerazione dell'economia cinese che richiede un aumento del tasso di riserva obbligatorio (c.d. RRR) e viceversa.
- In questo 2021, la relazione non ha tenuto e in ottica 2022, ci aspettiamo che Pechino aumenti le misure di sostegno monetario (tra cui ulteriori tagli del tasso RRR) e lo stimolo fiscale per contrastare la crescente «pressione al ribasso».
- La «normalizzazione» ovvero il ritorno su valori più aderenti alla norma è solo questione di tempo e avverrà, a nostro avviso, dalla primavera in poi.



# Petrolio: ridimensionamento atteso nel corso del 2022



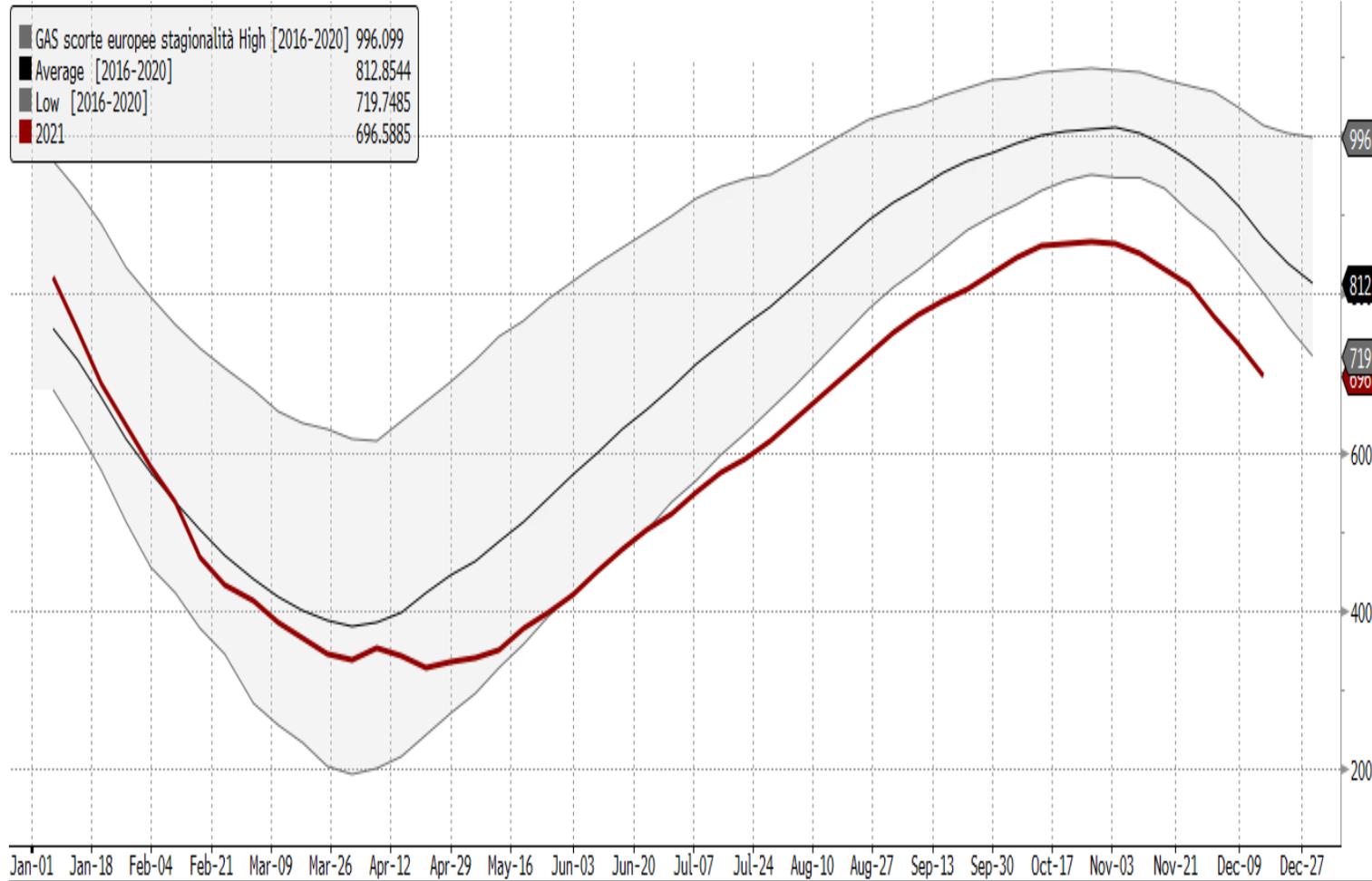
C01 Comdty (Generic 1st 'CO' Future) C01:prezzi e curva Weekly 07JUL2010-15DEC2021 Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P. 15-Dec-2021 10:45:07

- Nel 2022 il mercato globale del petrolio è atteso tornare in equilibrio, dopo il deficit registrato quest'anno e causato dalla strategia di tagli alla produzione dell'OPEC+.
- La **domanda globale nel 2022 dovrebbe tornare ai livelli pre-pandemia**, con l'aumento dell'offerta (maggiore produzione di USA e OPEC+ e possibile ritorno dell'offerta iraniana) atteso più che compensare l'aumento della domanda.
- **Nei prossimi mesi il Brent potrebbe tornare verso gli 80\$/b** in scia alla forza della domanda in un contesto di offerta ancora limitata. **A partire dalla primavera**, quando l'aumento della produzione globale è attesa accelerare, potrebbe iniziare una progressiva fase di correzione verso i 70\$/b. Contestualmente, potrebbe venire meno la *backwardation* di curva (ad un anno) presente da fine 2020, che in passato ha anticipato fasi di debolezza del petrolio.
- Lo **scenario di rischio al rialzo ad oggi può essere ricondotto ai seguenti fattori**: a) cambio di strategia da parte dell'OPEC+ (con mantenimento di parte dei tagli produttivi in essere); b) mancato accordo con l'Iran e/o tensioni geopolitiche in Medio Oriente; c) accelerazione della domanda al di sopra delle attuali attese.
- A livello tecnico i livelli di resistenza rilevanti per il Brent si collocano a 85\$/b prima e 89\$/b poi, mentre i principali supporti sono 65\$/b e 62\$/b.

**Nota:** Modello previsione petrolio MPSCS basato su stime domanda/offerta (con ipotesi ritorno produzione Iran) e proiezioni scorte globali.



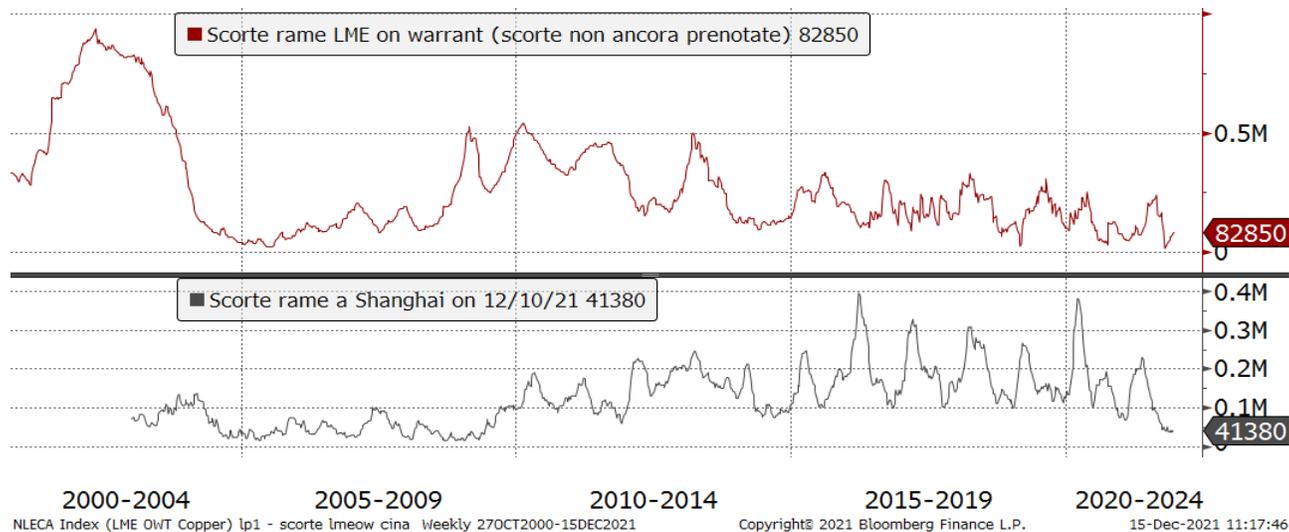
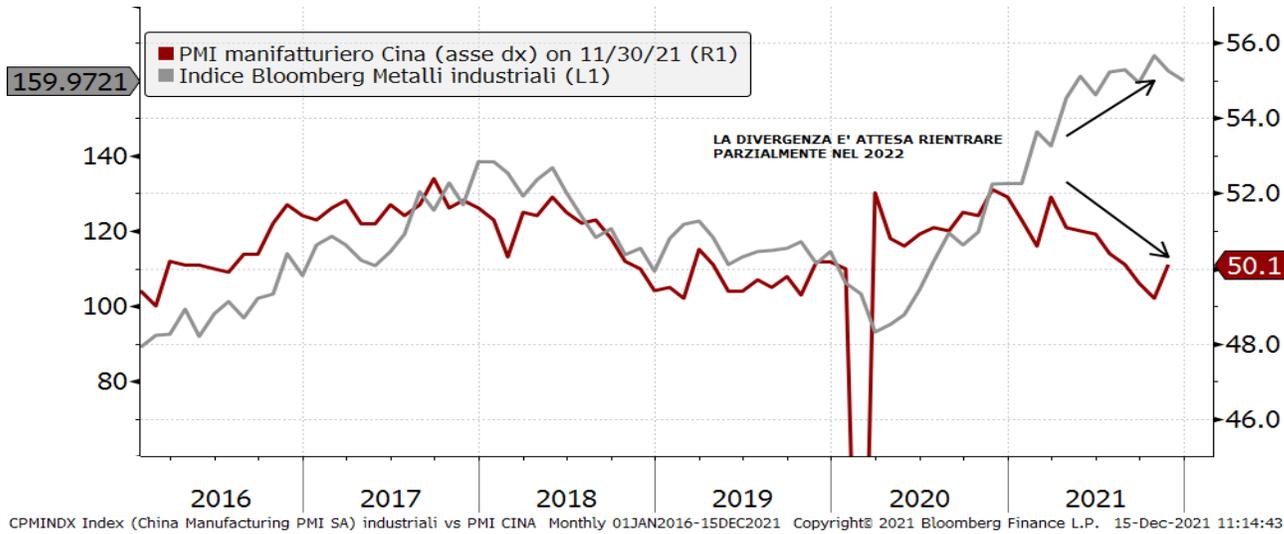
# Gas TTF: prezzi in calo dalla primavera, ma su livelli ancora storicamente elevati



- Entriamo nel 2022 con prezzi record, effetto della **crisi energetica in Europa** causata da forniture sotto la media in un contesto di scorte su livelli storicamente contenuti e limitazioni alla produzione dell'energia nucleare in Francia e Germania.
- **In prospettiva, l'andamento delle quotazioni nei prossimi mesi sarà funzione della rigidità dell'inverno da una parte e dell'evoluzione delle relazioni tra Russia e Paesi occidentali dall'altra.** Nel nostro scenario base di temperature **più rigide della media stagionale e relazioni geopolitiche che non degenerano ulteriormente**, i prezzi del TTF dovrebbero rimanere ben sopra i 100 €/MWh nei primissimi mesi dell'anno.
- **Successivamente, a partire dalla primavera è atteso un ridimensionamento dei prezzi in scia alla stagionalità con possibile calo verso i 60 €/MWh entro la fine dell'estate**, con l'entità del calo legata alla velocità di ricostituzione delle scorte. Un altro fattore determinante per il calo delle quotazione è rappresentato dall'approvazione del NS2 che, tuttavia non è prevista prima di luglio 2022.
- Il **mercato dei future TTF** in questo momento sta prezzando **livelli al di sopra di 120€ per l'intero 2022.**
- A livello tecnico, la resistenza rilevante è il recente massimo storico a 188 seguito dalla soglia psicologica di 200 €/MWh, mentre i principali supporti sono 97, 70, **60 €/MWh** e 46.



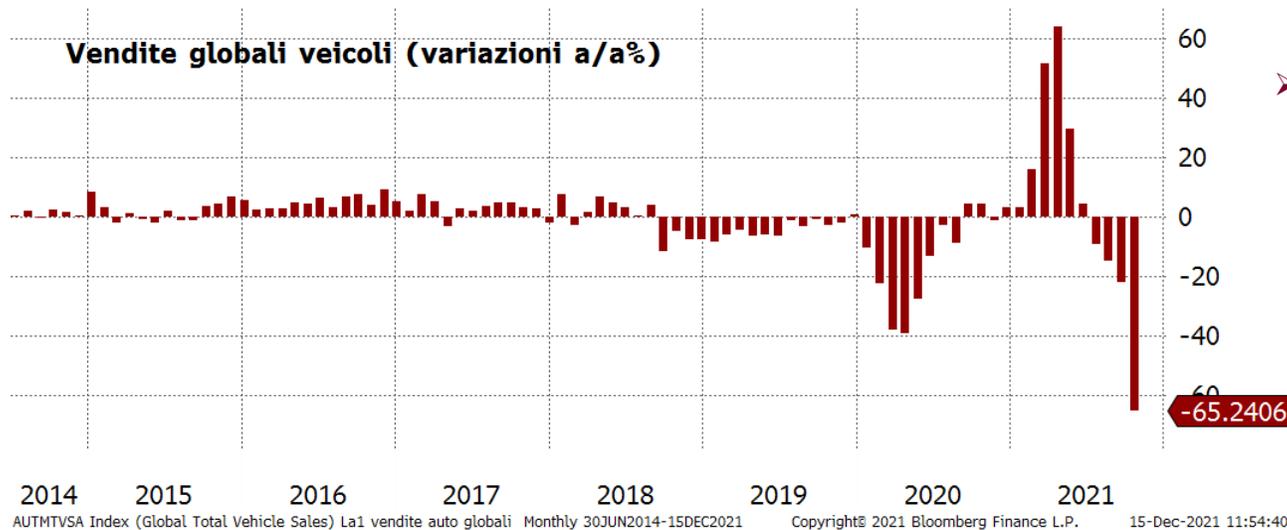
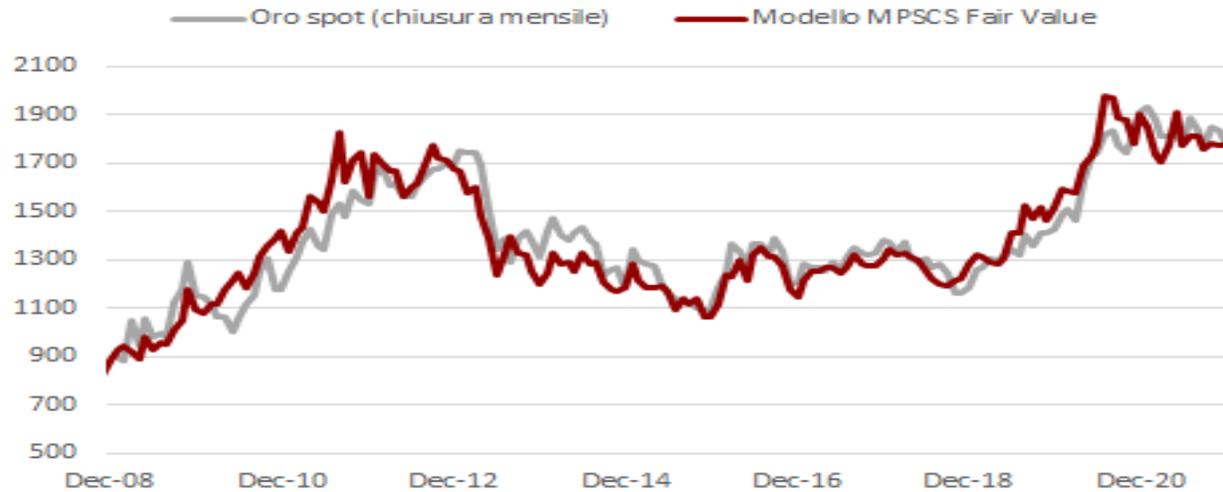
# Metalli industriali: rientro degli eccessi del 2021



- La prima parte del 2022 potrebbe vedere quotazioni ancora su livelli elevati per quanto riguarda i metalli non ferrosi al LME. Questo alla luce della presenza di alcuni eccessi di breve periodo come: a) livello estremamente basso di scorte, in particolare su rame, alluminio e nichel; b) presenza di forte *backwardation* sulla curva *futures*; c) premi elevati per la consegna fisica, in particolare su alluminio e rame.
- Tuttavia, **successivamente, più in avanti nell'anno, tali eccessi dovrebbero essere gradualmente rimossi (a meno di shock non prevedibili sulla produzione)** e le quotazioni tornare ad indebolirsi in un contesto di: 1) minore supporto da parte delle banche centrali; 2) rallentamento della crescita economica; 3) ritorno ad un maggiore equilibrio tra domanda e offerta (ad eccezione dell'alluminio dove è previsto ancora deficit sebbene inferiore al 2021); 4) graduale ridimensionamento degli eccessi e delle problematiche legate alla *supply chain*, in particolare a partire dalla primavera con contestuale aumento delle scorte globali.
- In un'ottica di lungo periodo, vale la pena ricordare che rame, alluminio e nichel avranno un **ruolo importante nella fase di transizione energetica** globale verso un'economia più *green*. Pertanto la fase di debolezza nel corso del 2022, andrebbe a nostro avviso sfruttata per attività di hedging in ottica 2023-24. A questo riguardo, i livelli che potrebbero essere testati nel corso dell'anno e ritenuti interessanti **per coperture a medio termine** sono: 2200\$ per l'alluminio, area 8000\$ per il rame, 16000\$ sul nichel e 2700\$ per lo zinco.



# Metalli preziosi: palladio e platino da acquistare sulla debolezza

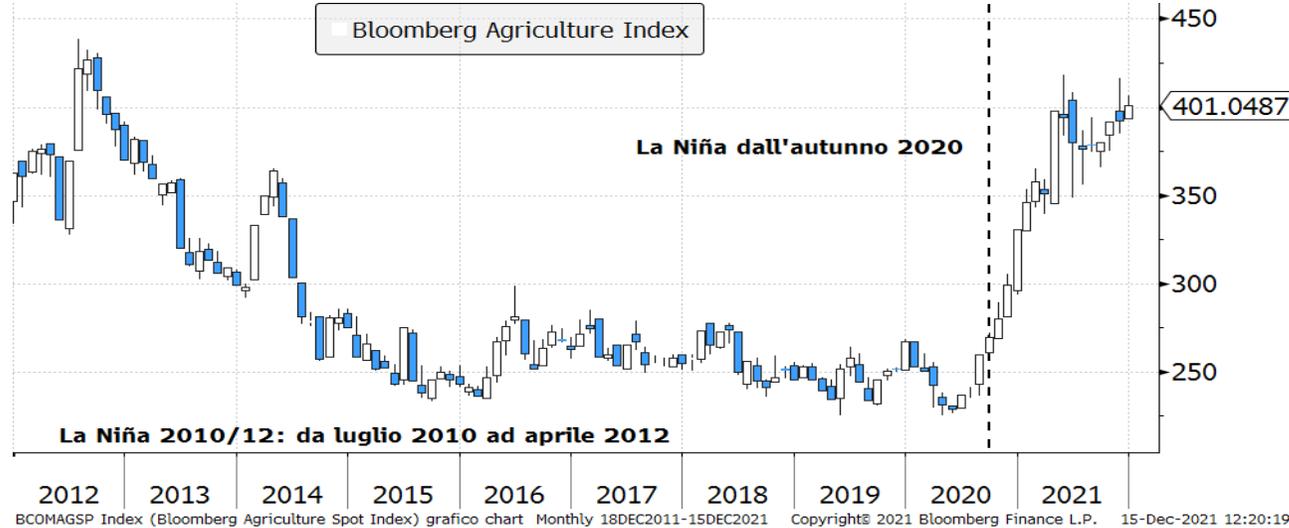


- In base al nostro modello di valutazione interno, attualmente **l'oro scambia in prossimità del suo valore teorico** (*fair value poco sotto 1800\$/o*). Nel 2022, in particolare nella prima metà dell'anno, il contesto potrebbe continuare a non essere favorevole, alla luce di: a) Banche centrali meno accomodanti, in particolare la Fed; b) possibile rialzo dei tassi reali; c) tassi nominali di breve periodo più elevati (maggiore costo opportunità). Esiste pertanto la possibilità che l'oro possa tendere verso la parte bassa del trading range del 2021 in area 1670\$/o.
- **L'argento** che ha caratteristiche spiccatamente più industriali e oltre a risentire dei fattori sopra indicati, potrebbe risentire anche della fase di debolezza dei metalli industriali nella seconda parte dell'anno. Il rischio di un test di 20\$/o non è escluso (area 18-20\$ già possibile area di acquisto in ottica di medio periodo).
- **Diverso il discorso per platino e palladio** che sono collegati anche all'andamento del settore auto. I due metalli potrebbero infatti, beneficiare del **ridimensionamento atteso delle problematiche legate alla fornitura dei semiconduttori** nel corso dell'anno e conseguente **accelerazione delle vendite di veicoli**. Questo discorso dovrebbe valere in particolare per il palladio che continuerà ad essere in deficit strutturale e che quest'anno è già stato oggetto di forti vendite a partire dal secondo semestre (in linea con la forte contrazione delle vendite globali di veicoli). Vediamo pertanto di buon occhio acquisti intorno a 1400-1500\$/o per il palladio e verso area 800\$ per il platino.

**Nota:** Modello oro di MPSCS basato su tassi USA reali e nominali, M2, bilancio Fed ed Eurodollaro.



# Agricole: attesa forte volatilità



➤ L'indice **Bloomberg Agriculture spot** quest'anno ha toccato il massimo dal 2012 sulla scia delle condizioni meteo sfavorevoli causate da **La Niña**. Tale fenomeno climatico altera il clima mondiale, creando condizioni tendenzialmente sfavorevoli per i raccolti di cereali, cotone, soia, caffè e zucchero, in un contesto di elevati costi dei fertilizzanti.

➤ Nel **periodo 2010-12**, quando **La Niña** fu particolarmente intensa e l'impatto maggiore sui prezzi si registrò il primo anno tra fine 2010 ed inizio 2011 e successivamente nell'estate 2012. Quest'anno i prezzi si sono mantenuti più forti rispetto ad allora a causa della forte domanda legata al recupero post-pandemico.

➤ Premesso che il *driver* principale sarà ancora una volta rappresentato dalle condizioni meteo, riteniamo che **il 2022 sarà un anno volatile**. Per questo **le fasi di temporanea debolezza** potrebbero essere sfruttate per **coperture in vista dell'estate**, data la presenza del rischio di danni superiore alla normalità.

➤ **Nel breve, alla luce dell'elevato livello delle quotazioni non ci sentiamo di inseguire i leader** (e.g. grano, caffè e cotone) **sulla forza**. In particolare sul **caffè arabica** sono presenti posizioni speculative nette lunghe quasi record che, in passato, hanno anticipato fasi di prese di profitto.

➤ Al contrario, **soia e mais**, alla luce delle condizioni meteo in deterioramento in alcune aree produttive del Sud America, **sono già interessanti per coperture** (mais area 600c\$/bu e soia intorno a 1270/1300c\$/bu)



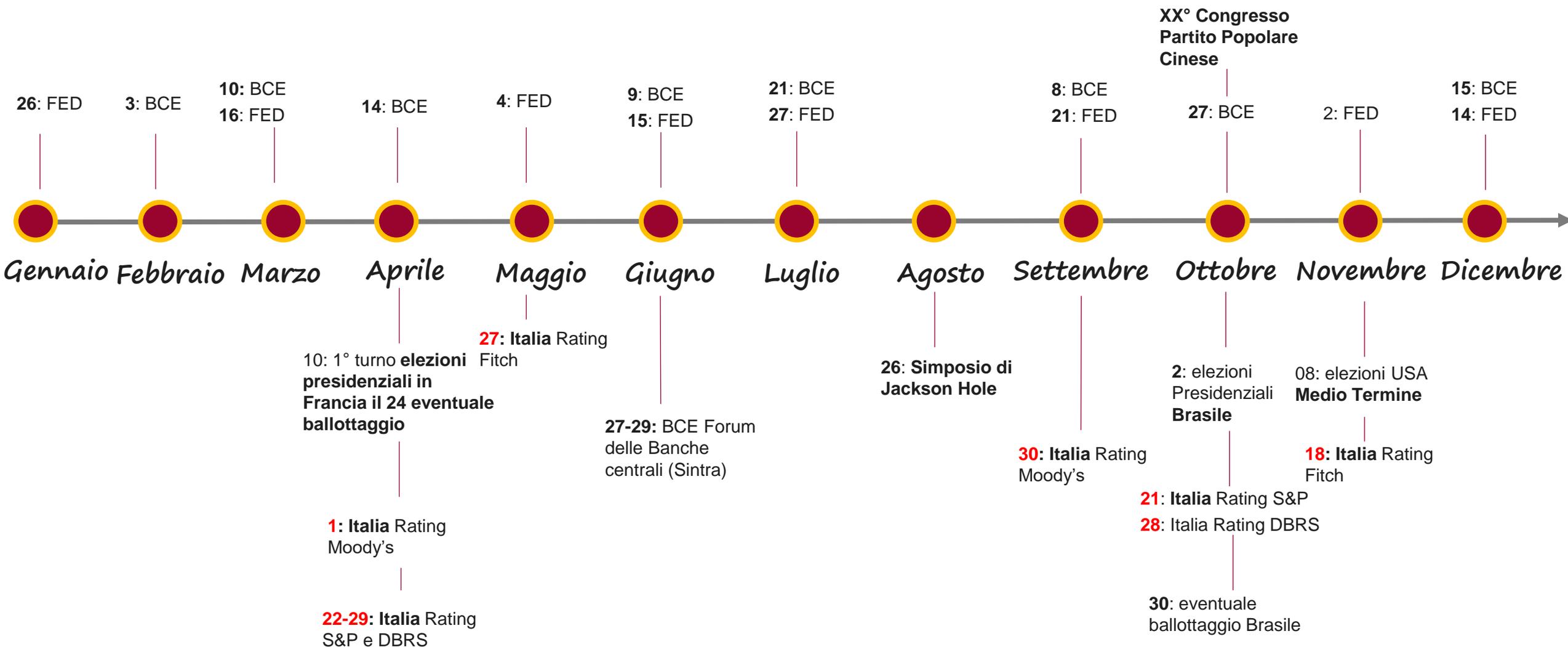
# Il 2022 in numeri

|                        |                   | 2021     | 2022     |
|------------------------|-------------------|----------|----------|
| PIL REALE (% a/a)      | USA               | 5,5%     | 3,8%     |
|                        | EUROZONA          | 5,1%     | 4,0%     |
| CPI (% a/a)            | USA               | 4,7%     | 4,0%     |
|                        | EUROZONA          | 2,6%     | 2,9%     |
| TASSI D'INTERESSE f.p. | Fed Funds         | 0%-0,25% | 0,75%-1% |
|                        | BCE Deposit Rate  | - 0,5%   | - 0,5%   |
|                        | US TREASURY 10Y   | 1,45%    | 1,50%    |
|                        | Bund 10Y          | -0,29%   | -0,25%   |
|                        | BTP 10Y           | 1,05%    | 1,25%    |
| TASSI DI CAMBIO f.p.   | EURUSD            | 1,13     | 1,11     |
|                        | EURJPY            | 129      | 127      |
|                        | EURGBP            | 0,85     | 0,87     |
| MATERIE PRIME f.p.     | BRENT (\$/barile) | 75       | 70       |
|                        | TTF (€/MWh)       | 173      | 70       |
|                        | ORO (\$/oncia)    | 1800     | 1700     |
|                        | Rame (\$/mt)      | 9573     | 8500     |

Nota: Dati Bloomberg e stime MPSCS al 22 dicembre 2022.



# Calendario: principali eventi 2022



# MPS Capital Services Awards



Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali FOREX** al 30 settembre 2021:

MPS Capital Services **3° posto valute G10**, 4° Eurodollaro, 3° Sterlina e Dollaro Canadese, 2° Franco Svizzero, 1° Dollaro Australiano

Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali MATERIE PRIME** (trailing a 12 mesi) :

MPS Capital Services **1° posto Rame**, Alluminio e Zinco, 2° Ferro, 5° Petrolio Brent.





Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali** (al 30 settembre 2020)

MPS Capital Services: 1° Argento; 2° Brent; 4° Oro



**Luca Mannucci**  
Head of Market Strategy  
+39 0577 209556  
luca.mannucci@mpscs.it



**Vincenzo Bova**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209555  
vincenzo.bova@mpscs.it



**Carmela Pace**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209558  
carmela.pace@mpscs.it



**Alex Papi**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209943  
alex.papi@mpscs.it



**Mirko Porciatti, CFA**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209557  
mirko.porciatti@mpscs.it



## Disclaimer

Il presente documento "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](http://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.



