MPS CAPITAL SERVICES GRUPPOMONTEPASCHI

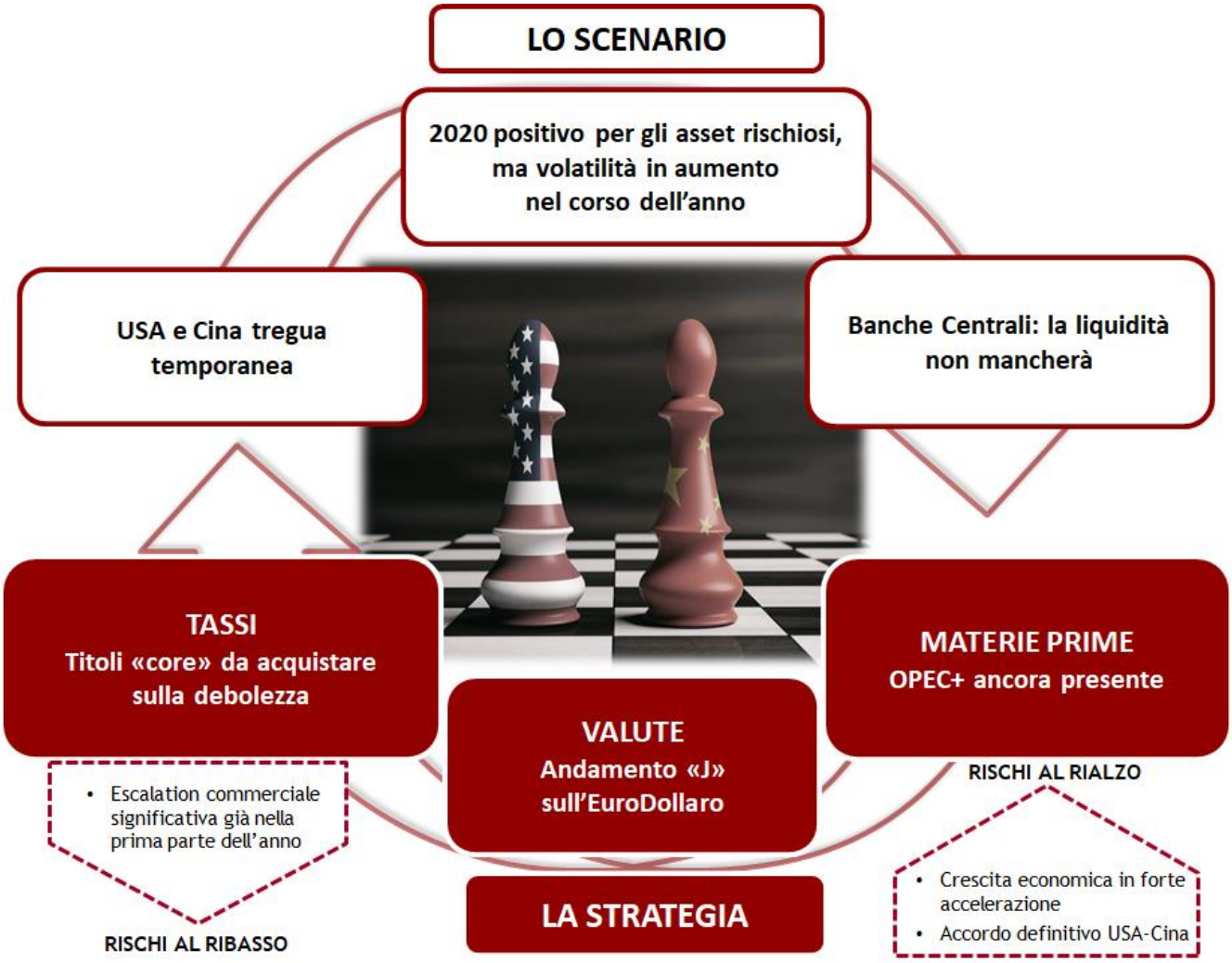
Annual Outlook
MARKET STRATEGY

AO

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Game of ... Tariff !

2020



MPS CAPITAL SERVICES S.P.A. Sede Legale:Via Pancaldo, 4 - 50127 Firenze - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 Firenze - www.mpscapitalservices.it - Tel. 055.24981 - Fax 055.240826 - Cap. Soc. € 1.669.516.282,10 i.v.- Cod. Fisc.,P.IVA e N. Iscr. Reg. Imp. Di Firenze 00816350482 Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. - Codice banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario - Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n.4770.

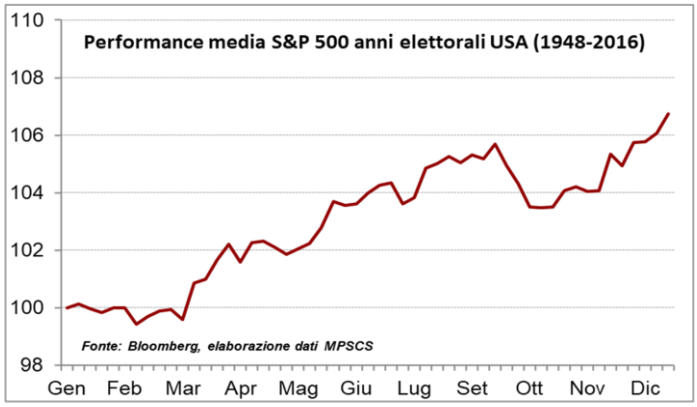
		2019	2020
PIL REALE (%, a/a)	USA	2,3	1,8
	EMU	1,2	1,1
CPI (%, a/a)	USA	2,1	2,0
	EMU	1,2	1,2
TASSI D'INTERESSE f.p.	Fed Funds	1,5-1,75	1,25-1,50
	BCE Deposit Rate	- 0,5	- 0,5
	US TREASURY 10 Y	1,94	1,75
	Bund 10Y	-0,22	-0,35
TASSI DI CAMBIO f.p.	EURUSD	1,11	1,15
	EURJPY	122	121
	EURGBP	0,85	0,84
	USDCNY	7	7,10
MATERIE PRIME f.p.	BRENT ($/barile)	66	60
	ORO ($/oncia)	1475	1550

MPS CAPITAL SERVICES S.P.A. Sede Legale:Via Pancaldo, 4 - 50127 Firenze - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 Firenze - www.mpscapitalservices.it - Tel. 055.24981 - Fax 055.240826 - Cap. Soc. € 1.669.516.282,10 i.v.- Cod. Fisc.,P.IVA e N. Iscr. Reg. Imp. Di Firenze 00816350482 Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. - Codice banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario - Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n.4770.

Scenario

Mercati tra elezioni politiche, banche centrali e tensioni commerciali

Il 2019 è stato l'anno della svolta accomodante delle **Banche Centrali (BC)** con la guerra commerciale a fare da pivot. Il protrarsi della *trade war* si è tradotto, infatti, in una contrazione del commercio globale ed al crollo degli indicatori manifatturieri soprattutto delle aree e dei paesi a maggiore vocazione di export (Eurozona e Germania in particolare). La conseguente frenata della crescita economica ed il contestuale forte rallentamento delle pressioni inflazionistiche, hanno portato le banche centrali ad invertire la direzione della politica monetaria passando velocemente dalla normalizzazione dei tassi ad un rinnovato approccio espansivo che negli ultimi 6 mesi ha portato a ben 52 tagli dei tassi ed al rinnovo dei programmi di QE più o meno esplicitati. I mercati sono così entrati nella logica del "tanto peggio, tanto meglio" (i.e. tanto più peggiorano le cose, tanto più accomodanti saranno le banche centrali) portando a rialzi stellari dei mercati azionari (uno dei più importanti degli ultimi 30 anni per l'indice S&P500) e contestuale rialzo di prezzo (ribasso dei rendimenti) dei bond governativi. Il rally ha poi trovato ulteriore carburante in questo ultimo scorcio del 2019 con la risoluzione di alcune questioni fondamentali: 1) il raggiungimento di una tregua sul fronte commerciale con la firma della c.d. "fase 1" attesa per l'inizio di gennaio; 2) qualche certezza in più sulla **Brexit** dopo la schiacciante vittoria dei conservatori alle elezioni di metà dicembre. Il combinato disposto di BC accomodanti, della diminuzione di forza dei venti avversi e del rimbalzo ciclico dell'economia anticipato da alcuni indicatori (e.g. PMI), ci porta dunque ad entrare in questo 2020 con un certo ottimismo. Il mercato, come spesso accade, sembra aver già anticipato gran parte delle buone notizie, le valutazioni non sono certo a buon mercato da qualsiasi angolo le si guardi, anzi, ma sembra esserci spazio pe un ulteriore apprezzamento sebbene più contenuto di quanto osservato nel recente passato. D'altro canto, siamo nell'anno delle **elezioni USA** e di certo Trump avrà tutto l'interesse a presentarsi il 3 novembre 2020 con mercati azionari (considerati proxy del tasso di approvazione del suo operato) in rialzo e con un'economia ancora tonica. E' un fatto che gli ultimi due Presidenti USA a non essere rieletti per il secondo mandato siano "inciampati" in una recessione e performance povere dell'azionario. Per gli amanti della statistica, dal dopo guerra ad oggi, negli anni elettorali, l'indice **S&P500** ha consegnato una performance media introno al 6,5% e redimenti negativi in sole 3 delle 18 osservazioni. Anche, nell'eventualità che, come crediamo, la "fase 2" si riveli particolarmente difficile e piena di insidie data la complessità dei temi trattati (proprietà intellettuali, Huawei, etc.), c'è sempre la rete di protezione della Fed con la liquidità che rimarrà ampia e pronta ad aumentare ulteriormente in caso di necessità. Le altre BC, a corto di opzioni, si ritroveranno a fare "fine tuning" dell'esistente. **I tassi decennali**, se nei primi mesi del nuovo anno saliranno in scia alla retorica reflazionistica dominante (il tasso treasury potrebbe spingersi fino anche a 2,34% e quello Bund tornare temporaneamente in positivo) successivamente torneranno a scendere per i segnali di rallentamento di un ciclo (il più lungo della storia) che tornerà a dare segnali di stanchezza. Le **obbligazioni a spread** saranno utili per il "carry" che portano, solo in parte rosicchiato dall'aumento degli spread che ci aspettiamo principalmente nell'ultima parte dell'anno per l'approssimarsi del "*maturity wall*". Sul fronte valutario, l'**eurodollaro** dovrebbe esibire un andamento a "J": dopo un inizio 2020 tendenzialmente ancora favorevole al biglietto verde (per Fed in "stand-by, differenziale di crescita e tasso favorevole, spada di Damocle dazi alle euto, etc.), il cambio dovrebbe tornare progressivamente a salire in scia ad una Fed che, crediamo, passerà dalle TOMO (i.e. *Temporary Open Market Operations*) alle POMO (i.e. *Permanent Open Market Operations*) e sarà percepita come potenzialmente più interventista della BCE. Infine, un'ultima parte del 2020, **i metalli preziosi potrebbero tornare a brillare**, in scia al ritorno in auge dei timori di rallentamento dell'economia.

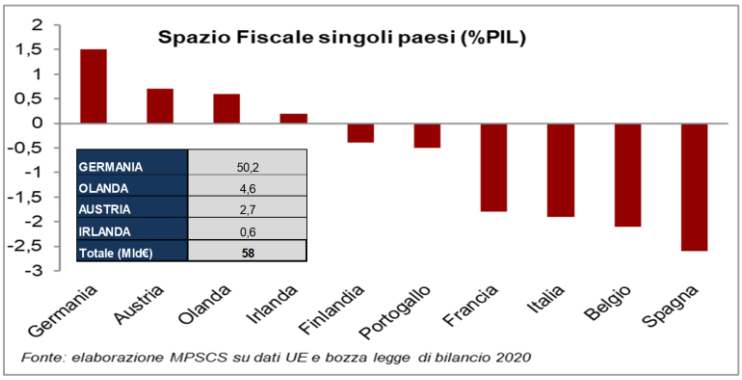


Tassi di mercato

Tassi ancora contenuti

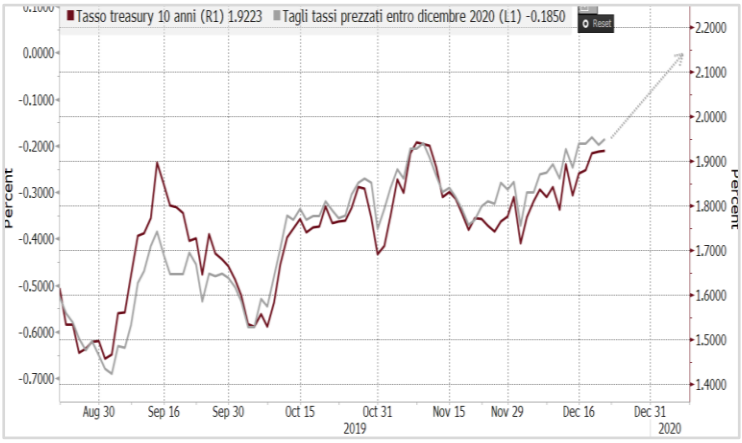
In un contesto di attesa di rallentamento economico (seppur moderato), pressioni inflattive modeste, banche centrali neutro/accomodanti ed incertezze politiche, il nostro scenario base per il 2020 prevede tassi governativi su livelli complessivamente ancora contenuti. In particolare, nei primi mesi del 2020, alla luce della firma dell'accordo della c.d. "fase 1" e di dati macro in stabilizzazione/miglioramento, è possibile assistere ad un recupero dei tassi governativi con quello sul bund decennale che potrebbe spingersi temporaneamente sopra lo zero e quello statunitense stabilmente sopra al 2% (con possibile picco al 2,34%) nel caso in cui il mercato arrivi a rimuovere nelle aspettative l'unico taglio ad oggi prezzato dai *futures* sui fed funds. Successivamente verso l'estate, la possibile ripresa di tensioni tra USA-Cina nella trattativa della c.d. "fase 2" e, più in avanti nella seconda parte del nuovo anno, la percezione di un ritorno al rallentamento sul fronte macro potrebbero tornare a spingere al ribasso i tassi governativi. In particolare:

Area euro: per un rialzo del tasso decennale bund stabilmente sopra lo zero sarebbe necessario il passaggio di testimone dalla politica monetaria a quella fiscale più volte richiesto prima da Draghi e successivamente dalla Lagarde. In particolare, sarebbe necessario un piano di stimolo adeguato (uguale o superiore ai 50 Mld€) da parte dei conservatori fiscali d'Europa, Germania in primis. Quest'ultima, secondo i nostri calcoli, tra surplus e flessibilità che le regole europee le riconoscono, dispone di sufficiente spazio fiscale per finanziare misure di stimolo dell'economia adeguate. Tuttavia, molto dipenderà dalla volontà politica che, solo fino a poche settimane fa sembrava non esserci, ma che è tornata dopo il cambio al vertice dell'SPD (alleato della CDU per il sostegno del governo Merkel) favorevole ad una politica fiscale espansiva. Tutto considerato, il compromesso tra i due partiti di governo potrebbe portare ad un piano di stimolo limitato che non sfrutta tutta la finestra fiscale a disposizione. In questo scenario, il movimento di rialzo dei tassi bund sarebbe limitato nel tempo e nella magnitudine, e tornerebbe ad invertire la rotta al ribasso in scia ad eventuali nuove tensioni sul fronte commerciale (non solo tra USA-Cina, ma anche su quello USA-EU) ed al ritorno, più avanti nell'anno, dei timori di rallentamento. In **Italia**, i BTP potrebbero continuare a beneficiare dei flussi di acquisto derivanti dal QE BCE e dalla ricerca di rendimento almeno nella prima parte dell'anno e fintanto che non ci saranno nuove tensioni sul fronte politico. In questo senso, sarà importante vedere se e fino a quando l'istinto di sopravvivenza dell'attuale compagine di maggioranza avrà la meglio sulle forze centrifughe.



Fonte: elaborazione MPSCS su dati UE e bozza legge di bilancio 2020

BCE: entro fine 2020, l'Istituto con sede a Francoforte ultimerà la revisione della propria strategia monetaria, la prima dal 2003. Non sono previste ad oggi novità di particolare rilievo. Con riferimento all'obiettivo di politica monetaria (tasso d'inflazione), con ogni probabilità, si passerà dall'attuale "vicino, ma sotto il 2%" alla formulazione "intorno al 2%". La Lagarde sarà impegnata principalmente a "domare" la fronda dei membri del consiglio (soprattutto dai paesi del nord) che sempre più si mostrano favorevoli ad un "tecnical high", ovvero un rialzo tecnico dei tassi (di deposito) al fine di limitarne le implicazioni negative su risparmio ed investimenti. Attualmente, il mercato ha messo da parte l'ipotesi di un ulteriore taglio ed ha iniziato a prezzare un rialzo dei tassi di 10 pb non prima del marzo 2022. L**a politica monetaria rimarrà accomodante senza cambiamenti di rilievo** se non qualche aggiustamento al QE (allargamento titoli acquistabili dato che alla fine dell'estate 2020 dovrebbero terminare i bund acquistabili) ed al meccanismo del tiering.



USA: analogamente a quanto descritto per i tassi dell'Area euro quelli USA, dopo un iniziale rialzo che potrebbe spingere il tasso decennale ben oltre il 2%, sono attesi tornare a scendere. Il periodo di maggiori tensioni è collocabile verso metà

anno, quando sarà noto l'avversario di Trump alle elezioni presidenziali. Molto dipenderà dalla stretegia elettorale del Presidente USA e dall'intenzione o meno della Cina di "disturbare" la campagna elettorale.

In caso di rinnovo delle tensioni, le relative ricadute sui listini azionari e sull'economia (su cui probabilmente si tornerà a parlare di rischio recessione) potrebbero spingere la **Fed** ad intervenire, effettuando almeno un taglio nella seconda parte dell'anno, e continuando ad immettere liquidità nel sistema. A questo riguardo, ricordiamo che sebbene il piano di acquisto di T-bills sia previsto terminare nel secondo trimestre 2020, la nostra idea è che la Fed sarà costretta a mantenere buona parte di questa liquidità per il corretto funzionamento del motore monetario (i.e. far tornare le riserve in eccesso delle banche a livelli tali da soddisfare la sete di liquidità del mercato) rinnovando le operazioni in essere e passando da operazioni "transitorie" a operazioni "permanenti". Secondo i nostri calcoli, la Fed dovrebbe ampliare il proprio bilancio verso i 4,2-4,3 Trn$ (dagli attuali 4,1 Trn$).

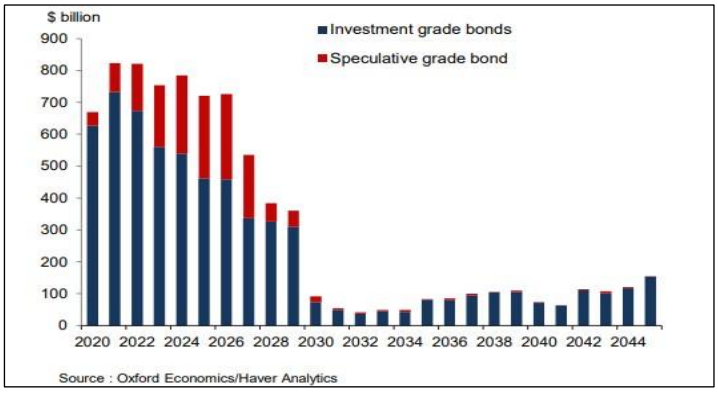
Obbligazioni a spread

Pausa di riflessione dopo un 2019 "stellare"

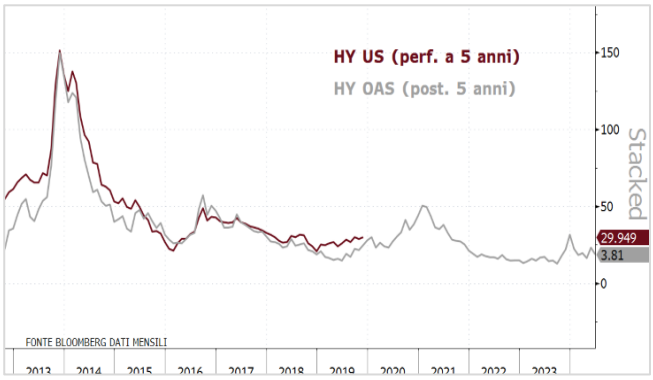
2019. L'anno appena concluso è stato a dir poco strabiliante per il comparto delle obbligazioni corporate, che hanno evidenziato sia un sensibile restringimento degli spread, sia un ottimo ritorno in termini di performance YtD. I guadagni hanno riguardato specialmente le obbligazioni *corporate* statunitensi, grazie soprattutto al ritorno della politica accomodante da parte della FED (del tutto inattesa se solo pensiamo alle previsioni di fine 2018). Le performance sono risultate estremamente interessanti anche nel Vecchio Continente, nonostante la forte offerta sul primario. Le società hanno infatti deciso di sfruttare il basso costo di finanziamento per piazzare un ammontare record nel 2019, grazie anche al contributo dei *reverse Yankee* che hanno emesso oltre 80Mld denominati in euro.

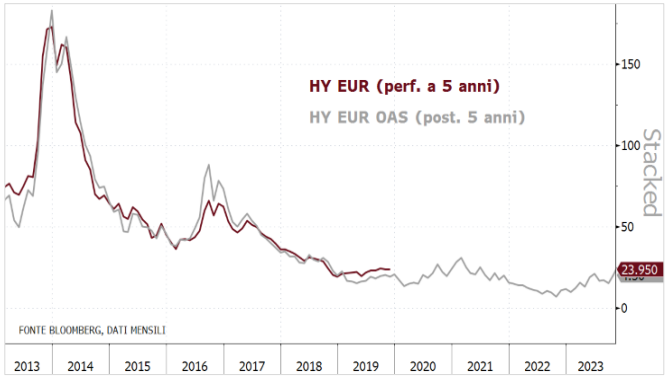
Fonte BofA, al 19 dicembre	PERF. YtD TOTAL RETURN	VAR.NE OAS YtD (PB) YtD
IG EUR	6,6%	-60
HY EUR	11,1%	-188
IG USA	13,9%	-57
HY US	14,2%	-182

2020: il "MATURITY WALL" USA. Nel nuovo anno inizierà la salita verso il c.d. «Maturity Wall», l'enorme mole di debito corporate US in scadenza nei prossimi anni. Il contesto di tassi bassi degli ultimi 10 anni ha, infatti, portato le società statunitensi a piazzare un grande ammontare di emissioni, buona parte delle quali utilizzate per finanziare i *buyback* di azioni proprie. Nei prossimi anni, una gran parte di queste arriverà a scadenza. In particolare, si stima che oltre 4000Mld$ (fonte Oxford Economics) scadranno nei prossimi cinque anni, con ripercussioni potenzialmente esiziali viste anche le criticità legate ai *fallen angels* dato l'ingombrante peso delle BBB (circa 2500Mld$, ovvero circa il 60% di tutto il debito corporate). In questo caso sarà compito anche della FED "alleviare" le pene delle corporate US, facilitando il processo di rifinanziamento, mantenendo condizioni finanziarie accomodanti ed eventualmente tornando ad abbassare il costo del denaro (i.e. taglio dei tassi d'interesse). Il tutto si dovrebbe tradurre, secondo Moody's e S&P, in tassi di *default* in aumento, ma contenuto: sotto al 3% sia per quanto riguarda gli HY EUR che quelli US (rispetto agli attuali livelli intorno al 2%), ben al di sotto della media (oltre il 5%) che ha contraddistinto gli anni del nuovo millennio.



SPREAD IN ALLARGAMENTO … MA RITORNI ANCORA POSITIVI. Come descritto nei paragrafi precedenti, ci affacciamo al nuovo anno con rendimenti in tendenziale salita e possibile rimbalzo ciclico all'orizzonte. Se questo contesto regge, meglio privilegiare la carta ad alto rendimento, in particolare in $ e *short duration* (YTW 5,61% con duration 2,7 anni, al 20 dicembre 2019)**.** Più in avanti, nella seconda parte dell'anno, il possibile ritorno di tensioni sul fronte politico/commerciale assieme agli effetti del *maturity wall* dovrebbero portare a *spread* in allargamento solo in parte compensati dal ribasso dei rendimenti *govies* con un ritorno della preferenza verso la qualità del rendimento piuttosto che sulla quantità. Complessivamente, ci aspettiamo ritorni sull'anno solare in linea con gli YTW (0,5% per IG Eur, 2,90% per gli IG US, 2,40% per gli HY€ e 5,36% per gli HY$) come suggerito dai grafici sotto (livello spread posticipato di 5 anni e performance a 5 anni). A nostro avviso sarà ancora una volta l'azione delle Banche centrali a sostenere il comparto corporate in questa difficile fase di transizione. Complessivamente l'*easing* monetario globale, seppur in misura sostanzialmente inferiore a quello registrato nel 2019, resterà tale da giustificare una performance positiva del debito corporate e rappresenterà ancora un buon tetto alla salita dei rendimenti.





OBBLIGAZIONI EMERGENTI. Il 2019 è stato caratterizzato da una sensibile riduzione del rendimento del debito emergente, testimoniato anche dal netto calo dell'indice EMBI+ spread, scivolato sotto i 320pb per la prima volta da quasi due anni. Ad innescare il rinnovato appeal verso questa asset class è stata la decisa inversione di politica monetaria delle principali Banche centrali (tra queste anche quelle emergenti) che, nella maggior parte dei casi, sono tornate a tagliare i tassi d'interesse. Stando alle novità emerse dagli ultimi meeting degli Istituti, la riduzione del costo del denaro è attesa proseguire, seppur con intensità inferiore, anche nel 2020. Tali manovre dovrebbero generare un effetto contrastato sull'asset class in oggetto: da una parte aumentare il valore delle obbligazioni con scadenze più elevate, dall'altra ridurre progressivamente l'appeal del comparto. Complessivamente, l'investimento con l'obiettivo di *yield enhancement* appare ancora interessante (rendimento annuo a scadenza di poco superiore al 5%).

Valute

Dollaro in tendenziale deprezzamento dalla primavera in poi

Il **2019** è stato un anno piuttosto anomalo per il mercato valutario. Da un lato, il clima di tensione sul fronte commerciale, visto per buona parte dell'anno, ha portato lo **yen** ad essere una delle migliori valute a livello mondiale tra quelle sviluppate, insieme alla **sterlina** che dalla sua ha beneficiato del venir meno dei timori di una *Hard Brexit*. Dall'altro, le **valute emergenti** hanno comunque retto bene il colpo (offrendo performance *total return* mediamente positive) grazie alle politiche espansive non solo delle rispettive Banche Centrali, ma soprattutto di Fed e BCE. Un caso a parte è stato lo **yuan** che è stata l'arma di difesa che la Cina ha utilizzato per compensare i dazi imposti dagli USA.

Guardando al 2020, per l'**Eurodollaro** ci aspettiamo **un andamento a "J"**, ovvero **discesa nel breve e risalita nel corso dell'anno**. **Nella primissima parte del 2020,** reputiamo, infatti, ancora **possibile un'ultima fase di apprezzamento del dollaro** che concluderebbe così il trend di rafforzamento iniziato nella primavera del 2018. La tregua commerciale, infatti, dovrebbe portare ad un clima di maggiore tranquillità che metterebbe nuovamente in luce la migliore tenuta dell'economia a stelle e strisce rispetto a quella dell'Eurozona e porterebbe gli operatori a prezzare una Fed in sostanziale attesa. Allo stesso tempo rimane ancora latente il rischio legato ai colloqui commerciali con la UE. Il governo USA potrebbe, infatti, sfruttare questo periodo di tregua con la Cina per rivolgere la propria attenzione ai rapporti politici e commerciali con la UE. Solo una volta terminata questa fase, meglio ancora se con un posizionamento speculativo su livelli estremi, saremo confidenti nel chiamare i minimi del cambio. Più in avanti nel corso dell'anno, **il mercato potrebbe iniziare a focalizzarsi sulla Fed** che, a nostro avviso, sarà costretta a mantenere nel sistema buona parte della liquidità in dollari fin qui immessa (vedi grafico). Il mercato, al momento, reputa le misure Fed come temporanee, ma siamo dell'idea che, vista la fragilità del sistema finanziario palesatesi a settembre scorso e dato l'atteso aumento delle emissioni Treasury per finanziare il crescente deficit di bilancio, l'Istituto non possa permettersi di drenare più di tanto questa liquidità, ma sia costretto a mantenere l'"olio motore" su livelli adeguati. Il permanere di tale liquidità in dollari nel sistema dovrebbe portare il cambio **EurUsd progressivamente verso 1,15 entro la fine del 2020,** con il movimento che potrebbe guadagnare ulteriore spinta qualora si manifestasse anche l'idea di nuovi tagli dei tassi da parte della Fed.

MPS CAPITAL SERVICES S.P.A. Sede Legale:Via Pancaldo, 4 - 50127 Firenze - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 Firenze - www.mpscapitalservices.it - Tel. 055.24981 - Fax 055.240826 - Cap. Soc. € 1.669.516.282,10 i.v.- Cod. Fisc.,P.IVA e N. Iscr. Reg. Imp. Di Firenze 00816350482 Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A. - Codice banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario - Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi e al Fondo Nazionale di Garanzia - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n.4770.

Cambiando valuta, la **sterlina**, dovrebbe consolidare i guadagni visti quest'anno, **intervallando periodi di temporaneo deprezzamento legati principalmente alle trattative che vi saranno nella c.d. fase di transizione della *Brexit***, che durerà fino al 31 dicembre 2020. Diamo ormai per scontato che il Parlamento entro gennaio approvi l'accordo siglato con la UE. Tuttavia, nella fase di transizione, UK e UE dovranno ancora definire i dettagli e le regole del mondo dopo la "fuoriuscita". Tra questi, oltre visti, passaporti etc, le basi delle nuove relazioni commerciali. Con tutta probabilità tali trattative vedranno ancora momenti di tensione dettati non solo dalla strategia negoziale delle parti, ma anche dal fatto che Johnson intende rimuovere qualsiasi possibilità di ulteriore rinvio, rendendo il 31 dicembre 2020 la data dell'uscita con o senza gli accordi. Tali fasi potrebbero spingere **l'EurGbp** temporaneamente al rialzo, ma su livelli più bassi (0,87/0,88) rispetto ai massimi visti quest'anno. Anche al ribasso però i margini di discesa del cambio che vediamo, rispetto agli attuali livelli, sono piuttosto risicati considerato che, tolta l'incognita *Brexit*, l'economia UK rimane comunque una di quelle con le prospettive di crescita più basse nella UE. Da valutare con attenzione, inoltre, sarà l'impronta che darà il neo-governatore della BoE, Andrew Bailey, che sostituirà Carney il prossimo 31 gennaio.

Lo **yen**, dovrebbe continuare il prossimo anno a rimanere una valuta molto sensibile al tema commerciale. L'attuale tregua tra USA e Cina dovrebbe portare, nella prima parte del 2020, un rialzo del cambio **euroyen** verso area 124. Tuttavia, se, come è a nostro avviso verosimile, le tensioni commerciali torneranno a farsi sentire nel corso dell'anno, a partire dal secondo trimestre il cambio dovrebbe tornare a scendere riportandosi temporaneamente sotto quota 120 nella seconda parte del 2020. La BoJ, analogamente alla BCE ha poche armi a disposizione, ed il piano di investimenti lanciato recentemente da Abe dovrebbe temporaneamente evitare un eccessivo rallentamento dell'economia.

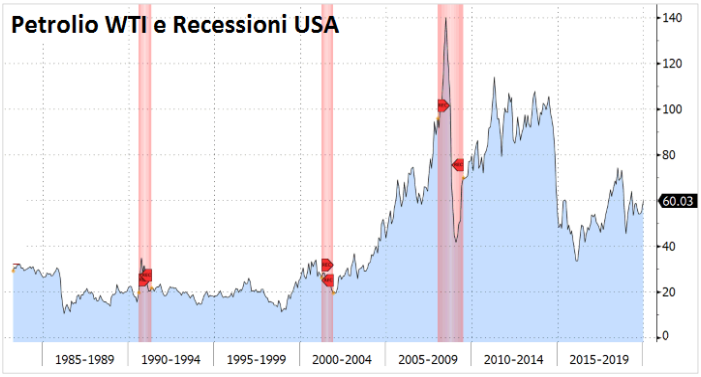
Guardando alle **valute emergenti**, la primissima parte dell'anno, grazie alla tregua tra USA e Cina, potrebbe essere tendenzialmente favorevole a tale comparto, soprattutto nei confronti dell'euro. Lo **yuan**, che continuerà ad essere il termometro della *trade war*, potrebbe pertanto mantenersi in tale periodo su valori al di sotto di soglia 7 vs dollaro, ma non eccessivamente inferiori a tale livello. Come detto già in precedenza, infatti, non riteniamo che il tema commerciale sia risolto definitivamente e quindi qualsiasi tensione che si manifestasse nel corso dell'anno dovrebbe tradursi in una debolezza della valuta cinese. **Particolare attenzione andrà riposta alla seconda parte dell'anno in cui, secondo la nostra *view* dovrebbero manifestarsi maggiori timori legati ad un rallentamento economico globale**. Molti Paesi emergenti hanno, infatti, ridotto i tassi d'interesse nel corso del 2019 erodendo quindi parte del *pick-up* di rendimento che offrivano. Allo stesso tempo le basse prospettive di crescita potrebbero "mettere a nudo" alcuni problemi strutturali che molti di essi presentano. L'osservato numero 1 per il prossimo anno riteniamo sia il **rand sudafricano**, alla luce di un quadro di finanze pubbliche molto fragile, aggravato tra l'altro dalla situazione critica della società elettrica Eskom, che potrebbe portare Moody's a ridurre il rating sovrano, portandolo a livello *junk*. Ricordiamo che Moody's è l'unica agenzia che ancora mantiene il rating del Paese a livello di IG nonostante abbia un *negative outlook*. Anche la **lira turca**, potrebbe tornare sotto pressione, considerati i rischi geopolitici sempre latenti ed il drastico taglio dei tassi effettuato quest'anno, che ne ha notevolmente ridotto l'attrattività in termini di investimento. In caso tornasse a concretizzarsi un clima di volatilità, la nostra preferenza ricadrebbe su valute (come il **rublo)** che hanno alle spalle Banche centrali che, grazie alle consistenti riserve valutarie a disposizione, sono in grado di intervenire con decisione sul mercato per frenarne eventuali deprezzamenti.

Materie prime

Ottimismo per la prima parte, volatilità nella seconda

Il 2020 dovrebbe essere un anno con performance positive per le materie prime legate al ciclo, almeno nella prima metà dell'anno quando potrebbe esserci un certo ottimismo legato alla ripresa della domanda cinese e ad una stabilizzazione del rallentamento economico globale. Nella seconda metà potrebbe invece manifestarsi un forte aumento della volatilità, ipotizzando che gran parte delle buone notizie siano prezzate ed un possibile ritorno delle tensioni tra USA e Cina. In tale contesto, materie prime che nella prima parte potrebbero essere rimaste indietro (ad esempio l'oro), potrebbero riprendere vigore a scapito di altre che nel frattempo hanno già avuto periodi positivi (petrolio, metalli non ferrosi). Le agricole, come al solito saranno dipendenti dall'evoluzione dei raccolti, con alcune eccezioni come soia e cotone sensibili anche agli sviluppi commerciali.

Brent: la decisione di tagliare ulteriormente la produzione nel primo trimestre da parte dei membri dell'OPEC+, con l'Arabia che ha promesso extra-tagli volontari, dovrebbe limitare i cali del greggio nel breve periodo, nonostante rimangano le attese di surplus globale di produzione nei primi due trimestri dell'anno. E' probabile che i paesi produttori continueranno attivamente a sostenere i prezzi del petrolio anche successivamente al 31 marzo, pertanto dovrebbe continuare a persistere una sorta di "OPEC+ put" nella prima parte del 2020. In questo contesto, con la tregua tra USA e Cina e supporto dell'OPEC+, i prezzi del greggio potrebbero tentare una salita fino ad area 74$ di Brent. Nella seconda parte dell'anno, pur essendo atteso un riequilibrio del mercato globale, le eventuali tensioni tra USA e Cina potrebbero far aumentare fortemente la volatilità sulle quotazioni, rischiando di dar luogo a correzioni violente dei prezzi. Vale la pena puntualizzare che, dalla reazione del greggio a settembre dopo l'attacco in Arabia Saudita, emerge come sia comunque presente un **rischio al rialzo delle quotazioni** legato a shock sull'offerta collegato a fattori imprevedibili, data l'elevata instabilità geopolitica in Medio Oriente. Inoltre, consideriamo che nelle ultime tre recessioni c'è stato o un rally del greggio poco prima di tale evento, oppure coincidente con la recessione. Pertanto la probabilità di prezzi più elevati nel corso del 2020 è abbastanza elevata considerando che le prospettive di una recessione USA per il 2021 sono in aumento. Vale infine ricordare di tenere un occhio agli sviluppi delle elezioni USA, poiché due dei principali candidati democratici (Sanders e Warren) sono contrari alla "fratturazione idraulica", alla base della produzione di shale oil. Una eventuale loro vittoria (ad oggi poco probabile) o percezione in tal senso, potrebbe pertanto avere impatti importanti sulle quotazioni.



Gas TTF: il probabile proseguimento del forte afflusso di import di LNG da Russia ed USA, insieme al contestuale elevato livello di scorte e l'accordo raggiunto tra Ucraina e Russia fino al 2024 per il trasporto del gas in Europa, lasciano aperta la possibilità di quotazioni mediamente più basse rispetto ai valori attuali nella prima parte del 2020. In assenza di un inverno molto più rigido della media, le quotazioni potrebbero tornare verso 10€/Mwh nei primi mesi, dove tipicamente è presente anche una stagionalità dei prezzi sfavorevole. A partire da metà anno invece le quotazioni potrebbero tornare a risalire, poiché prezzi bassi potrebbero incentivare un ulteriore switch da carbone a gas da parte delle centrali europei.

Metalli non ferrosi: l'accordo parziale USA-Cina, la percezione del miglioramento (sebbene temporaneo) a livello macro e la ricostituzione delle scorte cinesi nella prima parte dell'anno, potrebbe dar luogo ad una salita dei prezzi dei metalli. Tali asset resteranno però sensibili all'evoluzione delle negoziazioni commerciali USA-Cina, pertanto è presente il forte rischio di volatilità durante metà 2020. A livello di singoli nomi, il **nichel** potrebbe tentare una risalita in prossimità dei massimi del 2019, anche se soglia 18.000$ non dovrebbe essere superato a meno di shock sull'offerta e domanda in accelerazione. Il **rame** è quello con le prospettive più interessanti, poiché le problematiche in Cile potrebbero avere una ripercussione sul mercato globale, dando luogo anche ad un deficit il prossimo anno (ad ottobre l'ICSG si aspettava il passaggio in surplus). Le quotazioni del rame potrebbero portarsi verso i 6400/6500$ già nei prossimi mesi, con possibilità di salita oltre tali valori nel caso di problematiche impreviste sull'offerta. Lo **zinco** è su livelli piuttosto depressi alla luce delle attese di surplus di produzione previsto dall'ILZSG. Le scorte al LME sono però su livelli storicamente molto bassi, pertanto il metallo è esposto al rischio di spike rialzisti qualora il pessimismo presente attualmente sul mercato si attenuasse. Le quotazioni potrebbero toccare nel corso dell'anno i 2600$, alla luce anche del basso posizionamento rialzista al LME degli speculatori. Infine, **l'alluminio** potrebbe muoversi al rialzo in linea con gli altri metalli nella prima parte del 2020, anche se potrebbe essere frenato dall'elevato livello di produzione cinese che, avendo molta capacità produttiva in eccesso, potrebbe portare il mercato in surplus globale. Una salita oltre 2000$ viene ritenuta difficile a meno di importanti modifiche sul lato offerta. In sintesi il 2020 sarà un anno dove i metalli potrebbero risplendere nella prima parte (il primo trimestre potrebbe essere buono, se dovesse reggere la tregua USA-Cina, grazie al ristoccaggio cinese), con volatilità in aumento nella seconda parte dell'anno.

Preziosi: nella prima parte dell'anno l'argento ha il potenziale per fare meglio (in termini relativi) rispetto all'oro, alla luce della sua caratteristica di ibrido prezioso-industriale e del ratio Gold/Silver su livelli storicamente ancora elevati. L'**oro** è atteso chiudere l'anno su livelli più elevati rispetto a quelli attuali beneficiando dell'eventuale ritorno delle tensioni commerciali e dei timori recessivi in ottica 2021, con i tassi di mercato che potrebbero scendere su livelli più bassi rispetto a quelli attuali. Tuttavia, nella prima parte dell'anno, il contesto di *risk-on* sui mercati e la possibilità di tassi più elevati

potrebbero penalizzarlo o comunque frenarne il rialzo, visto che la componente speculativa netta lunga resta ancora su livelli importanti. Non si può escludere un calo verso i 1400$ che rappresenterebbe un buon livello in logica costruttiva.

Agricoli: tranne alcune materie prime che sono sensibili alla vicenda USA-Cina (ad esempio la soia), nel complesso l'andamento dipende più dai fondamentali che da componenti finanziarie (che tendono però ad amplificare i movimenti legati ai fondamentali). Qualora la promessa cinese di maggiori acquisti di soia USA venga mantenuta nella prima parte dell'anno (storicamente gli acquisti si concentrano nei primi tre mesi e poi in quelli finali dell'anno), il mix di scorte globali e produzione in calo, potrebbe favorire un ritorno delle quotazioni oltre i 10$/bushel. Come per le altre principali commodity agricole (grano, mais, ecc.) resterà fondamentale l'evoluzione meteo durante il periodo dei raccolti. Negli ultimi anni è stato mediamente favorevole, pertanto, per la legge dei grandi numeri, la probabilità che si presenti un anno con meteo "avverso" aumenta.

Avvertenze

Attenzione: questo è un pezzo di strategia tematico/esplorativa dell'ufficio di Market Strategy di MPS Capital Services, non necessariamente coerente con le view ufficiali del Gruppo MPS.

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