



CAPITAL SERVICES  
GRUPPOMONTEPASCHI

# Outlook 2021: l'anno che verrà

Ufficio Market Strategy

Dicembre 2020

# INDICE

1. CONTESTO DI MERCATO
2. BANCHE CENTRALI, TASSI E SPREAD
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME
5. TABELLA PREVISIONI 2021



# CONTESTO DI MERCATO



# 2021: Crescita e inflazione in (moderata) ripresa



USA	2020	2021	2022
PIL	-3,5	3,9	3,1
INFLAZIONE	1,2	2	2,1



EURO	2020	2021	2022
PIL	-7,4	4,6	3,7
INFLAZIONE	0,3	0,9	1,2



IT	2020	2021	2022
PIL	-9,0	5,3	3,1
INFLAZIONE	-0,2	0,4	0,9



EM	2020	2021	2022
PIL	-0,8	5,1	5,1
INFLAZIONE	3,4	3,4	3,5

- Il 2021 sarà un anno di forte recupero della crescita a livello globale sulla scia del massiccio stimolo (monetario e fiscale) messo in campo quest'anno e grazie alle prospettive di ritorno ad una (nuova) normalità date dall'avvio delle vaccinazioni.
- Il recupero, tuttavia, potrebbe essere più moderato rispetto alle attese di mercato. Verosimilmente una vaccinazione di massa non si avrà prima del 2°/3° trimestre 2021 e i relativi effetti economici non saranno apprezzabili prima del 4° trimestre 2021. Nel frattempo, da qui alle primavera inoltrata, in molti paesi europei e probabilmente anche per gli Stati Uniti, vedremo ancora il ricorso a misure di contenimento più o meno severe che rappresentano l'unico baluardo per arginare il dilagare della pandemia.
- Sui mercati, entriamo nel nuovo anno con quasi tutti gli operatori che si aspettano mercati azionari rialzisti (con valutazioni sostenibili solo con tassi bassi), *bear steepening* delle curve dei tassi (soprattutto USA) e un deprezzamento del dollaro.
- Questo posizionamento, così come un eccesso di ottimismo, espone i mercati al rischio di delusione laddove dovessero materializzarsi condizioni avverse non prezzate, su tutti, un eventuale ritardo nell'introduzione dei vaccini a causa, ad esempio, dell'insorgere di effetti collaterali inaspettati o per problemi nelle catene di approvvigionamento.

Fonte: Consensus Economic Forecast Bloomberg. Dati al 18 dicembre 2020, in %.



# La vaccinazione avverrà gradualmente

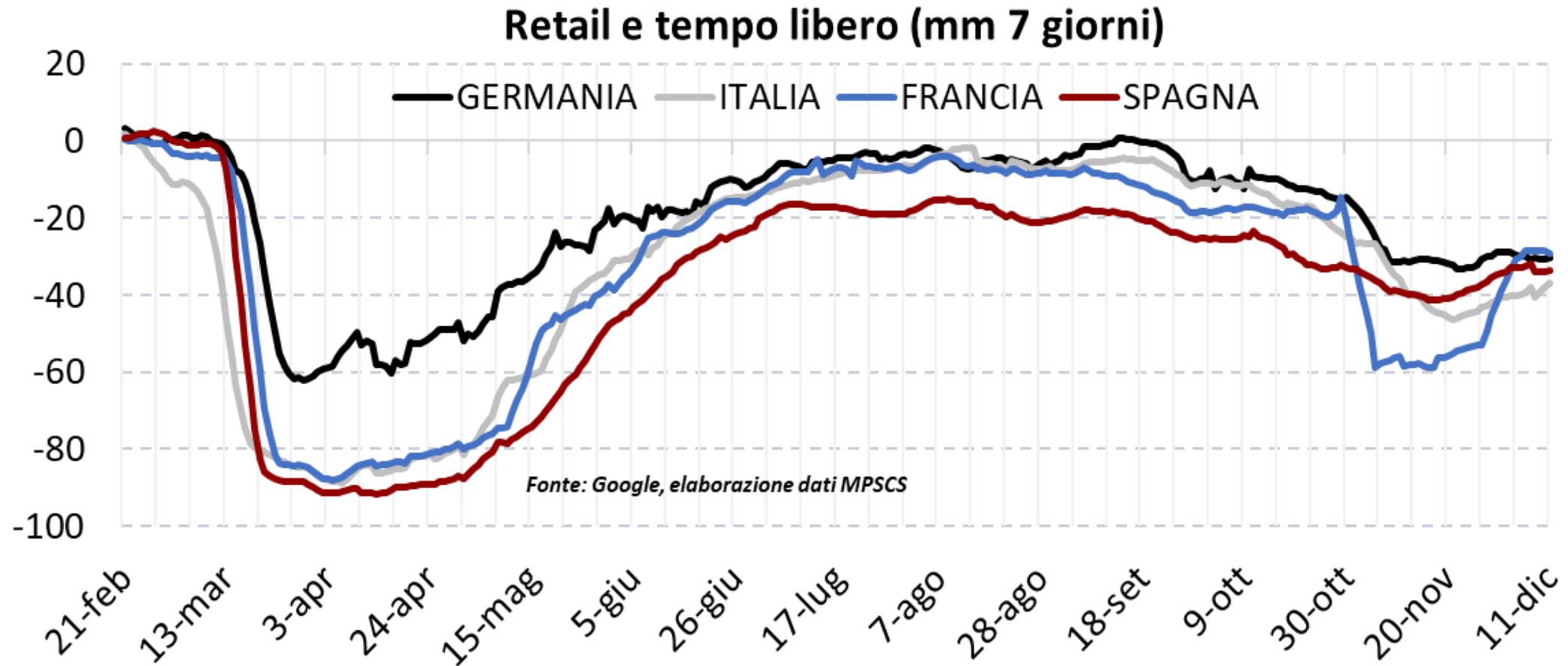
Azienda farmaceutica	Fase	Somministrazione	Efficacia	Conservazione	Capacità produttiva (dosi)	USA	UE	UK	Giappone	Italia	Costo
AstraZeneca/Oxford	3	2 dosi, a 4 settimane di distanza	90% (una dose e mezza a due settimane)	2°-8°	3 Mld entro il 2021	300 mln	300 mln (opzione di 100 mln aggiuntivi)	100 mln	120 mln	40 mln	3-4\$ (3€)
BionTech/Pfizer	3 (ok FDA)	2 dosi, a 3 settimane di distanza	95% a 7 giorni dalla seconda dose	70°-80° sotto zero	fino a 50 mln nel 2020 e fino a 1,3 mld nel 2021	100 mln (in trattativa per ulteriori 100 dosi)	200 mln (opzione di 100 mln aggiuntivi)	30 mln	120 mln	27 mln (8,7 mln entro fine marzo 2021)	19,5 \$ (15€)
Moderna	3 (ok FDA)	2 dosi, a 4 settimane di distanza	94,5% a due settimane dalla seconda dose	2°-8° (per 30 giorni) -20° (per sei mesi)	20 mln nel 2020; da 500 mln ad 1 mld nel 2021	100 mln con opzione di 400 mln aggiuntivi	80 ml (opzione 80 mln)		50 mln	10 mln (1,3 mln entro fine marzo 2021)	32-37\$ (per contratti piccoli) 25\$ per governo USA
Sanofi/GSK	fase I-II (atteso lancio seconda metà 2021)	2 dosi, a 3 settimane di distanza	risposta immunitaria bassa negli adulti sopra i 49 anni	2°-8°	1 Mld entro il 2021	100 mln con opzione di 500 mln aggiuntivi	300 mln	60 mln		40 mln	< 10\$
Johnson & Johnson	3	2 dosi, a 7 settimane di distanza		-20° inizialmente -2°- 8° (per 3 mesi)	1 Mld entro il 2021	100 mln con opzione di 200 mln aggiuntivi	200 mln (opzione di 200 mln aggiuntivi)	30 mln		53,84 mln	10\$
<b>Vaccini (2 dosi) per abitante*</b>						<b>1,06</b>	<b>1,21</b>	<b>1,64</b>	<b>1,14</b>	<b>1,32</b>	

\* Valutando i 6 principi vaccini e ipotizzando una vaccinazione al 100%.

- La CE ha stipulato contratti adeguati al numero di abitanti dell'UE. Tuttavia i principali contratti sono stati fatti con le aziende che, ad oggi, sono più indietro nello sviluppo e distribuzione del vaccino (Astrazeneca/Oxford, J&J e Sanofi/GSK)
- Da qui alla primavera nel migliore dei casi si riuscirà a vaccinare circa un 20% della popolazione e le misure di contenimento più o meno severe saranno ancora una volta l'unica arma per arginare la pandemia, con inevitabili ripercussioni economiche.



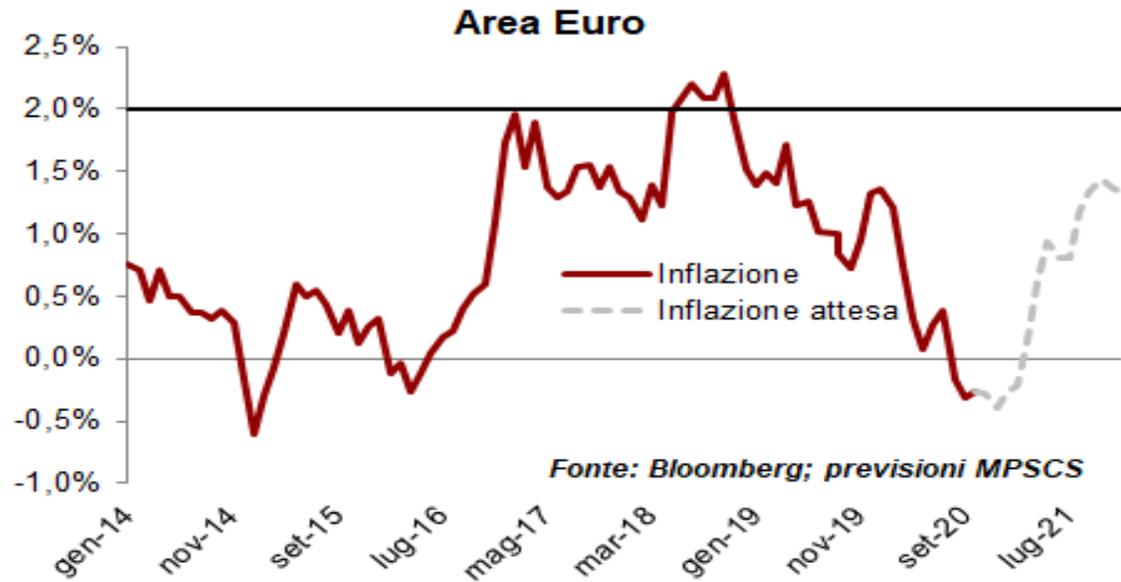
# La mobilità rimarrà ridotta fino alla primavera inoltrata



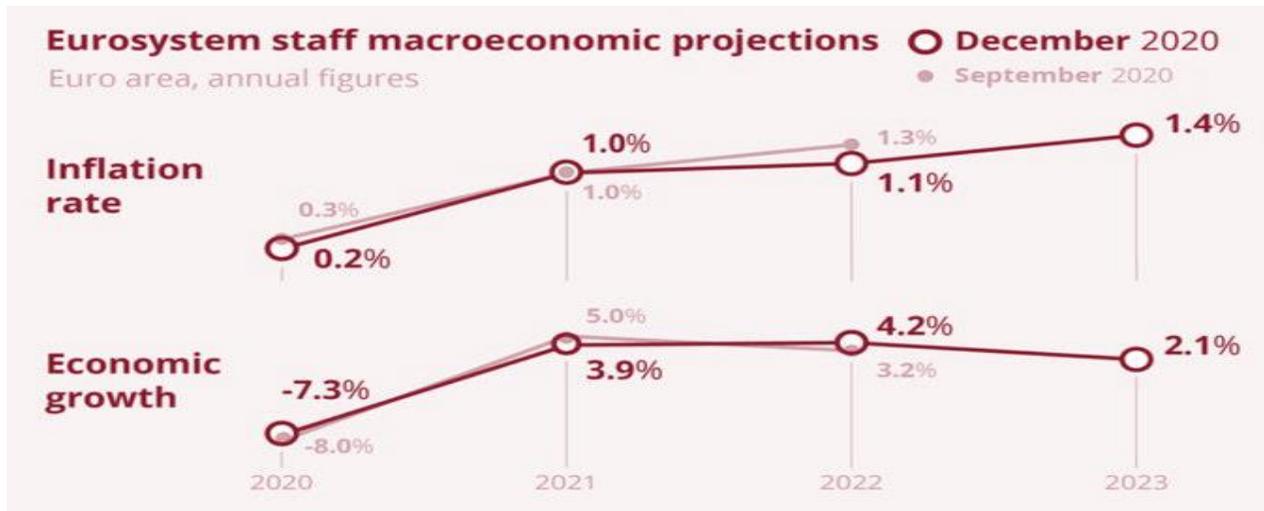
- Le misure restrittive applicate dai diversi Paesi hanno ridotto la mobilità delle persone, anche se l'impatto è stato di molto inferiore rispetto a quanto visto a marzo/aprile.
- Nei primi mesi dell'anno, man mano che inizieranno le campagne vaccinali, ci attendiamo un proseguimento di tale misure di restrizione che dovrebbero portare ad una crescita ancora debole soprattutto nel primo trimestre 2021



# Inflazione UE: in moderato recupero



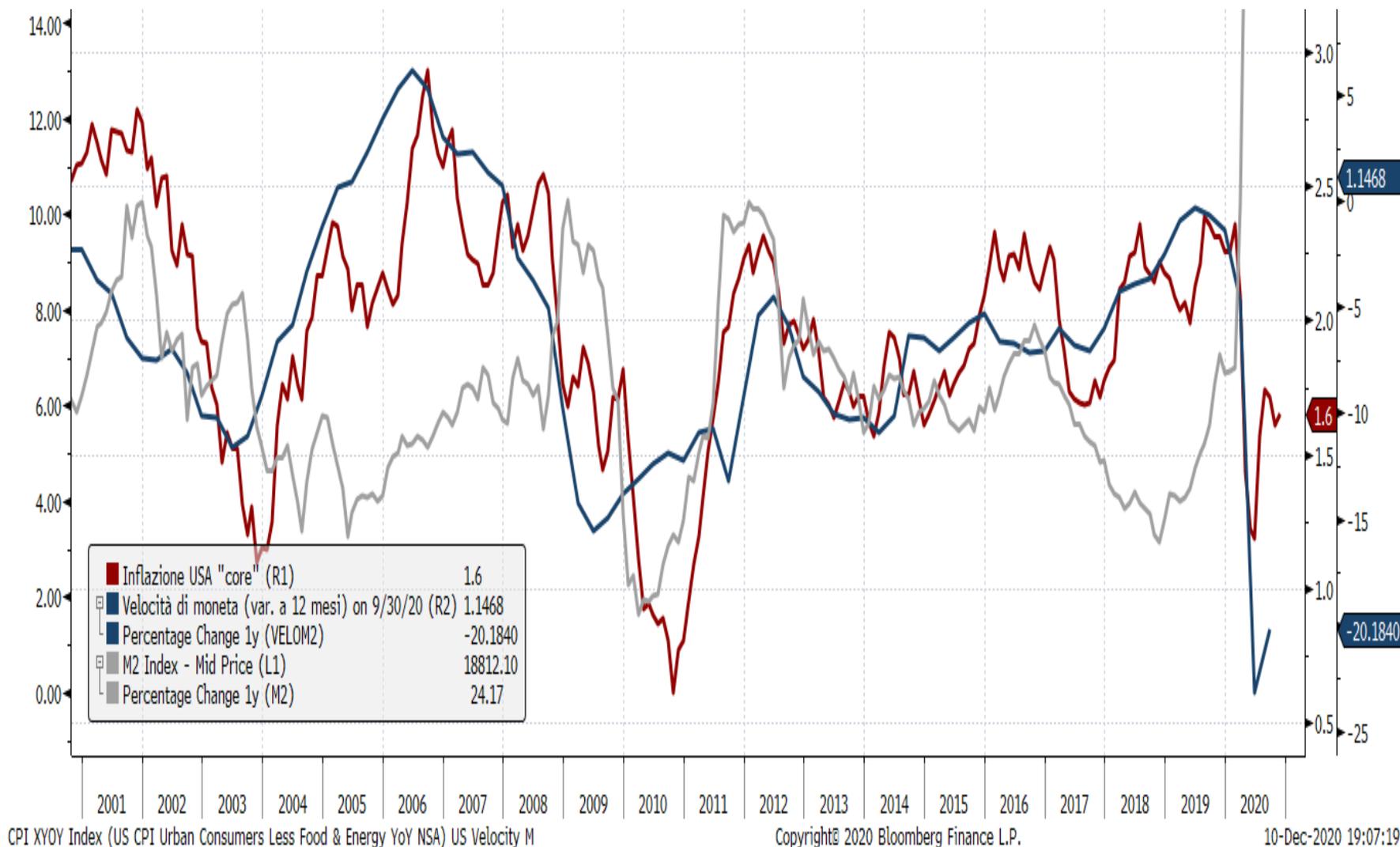
- Dopo il calo del 2020, nel 2021 è atteso un recupero dell'inflazione che tuttavia rimarrà ancora ben al di sotto del target BCE.
- In particolare, ci attendiamo un'inflazione media per l'Eurozona intorno allo 0,8% con il picco (1,4%) che dovrebbe essere raggiunto alla fine del terzo trimestre con il venire meno degli effetti negativi generati dal calo delle tasse in alcuni paesi (in particolare taglio IVA in Germania), e da un effetto confronto positivo dei prezzi petroliferi (convertiti in euro) e del settore servizi.



- Le ultime stime della BCE vedono un'inflazione che, almeno fino al 2023, resterà ben al di sotto del target. Per il 2021 è attesa un'inflazione media all'1% che arriverà all'1,4% nel 2023.



# Inflazione USA: in recupero sopra il 2%



- Nel 2020 nonostante l'importante incremento dell'offerta di moneta (M2), le pressioni inflazionistiche USA sono rimaste deboli in parte per il contestuale crollo della velocità di moneta.
- In ottica 2021, l'attesa è per un recupero progressivo dell'inflazione. In media è attesa attestarsi al 2,1% con il picco (intorno al 2,7%) che dovrebbe essere raggiunto a fine 2° trimestre 2021.



# Politiche fiscali: dalla primavera in poi

TOTALE PIANO "NEXT GENERATION EU" (Mld€)	750
<b>FONDI AI SINGOLI PAESI</b>	
Recovery fund	672,5
<i>Trasferimenti ("grants") del Recovery and Resilience Facility</i>	312,5
<i>Prestiti ("loans") del Recovery and Resilience Facility</i>	360
Just Transition Fund (convertire gli stati europei alla neutralità climatica)	10
Rural Development (incentivazione attività agricola ed aree rurali)	7,5
React-EU (assistenza alla ripresa per la coesione ed i territori d'Europa)	47,5
<b>Totale</b>	<b>737,5</b>
<b>PIANI DI INVESTIMENTO COMUNITARI</b>	
Horizon Europe (programma di ricerca ed innovazione)	5
InvestEU (mobilitare nuovi volumi di investimento soprattutto green)	5,6
RescEU (formare una protezione civile europea e aiutare i territori più colpiti dalla crisi)	1,9
<b>Totale</b>	<b>12,5</b>

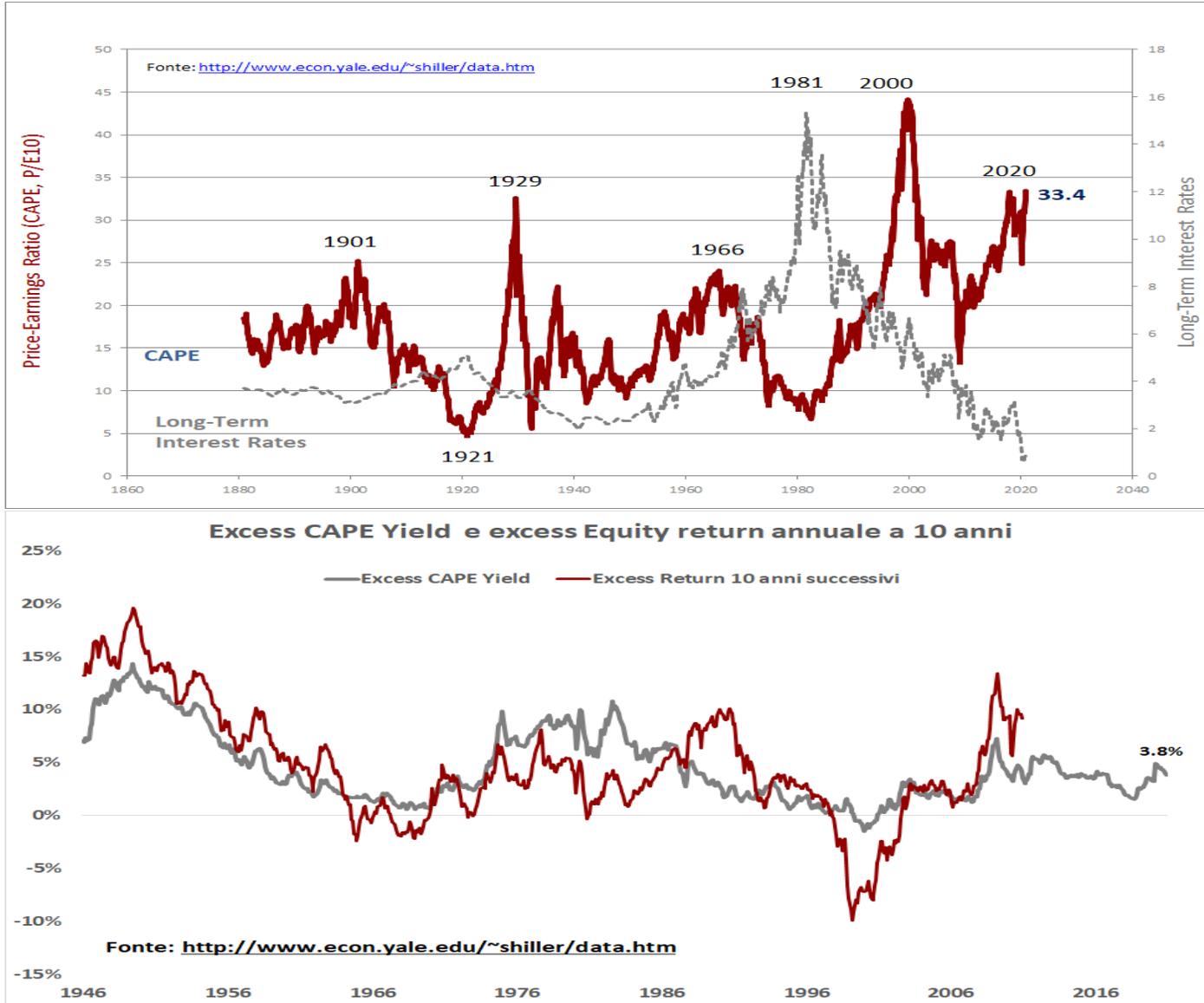
➤ **USA:** Dopo l'approvazione del piano di aiuti da circa 900 Mld\$, nel 2021 il mercato si attende un ulteriore piano fiscale (questa volta centrato su infrastrutture e investimenti) da circa 1.000 Mld\$. Il timing dovrebbe essere intorno a marzo considerato che il neo eletto Presidente entrerà alla Casa Bianca il prossimo 20 gennaio. L'ammontare dipenderà dall'esito delle elezioni (ultimi due posti al senato) in Georgia del prossimo 5 gennaio. Una vittoria repubblicana significherebbe un mini piano nella migliore delle ipotesi e viceversa.

➤ **EU:** all'interno del **bilancio di lungo termine 2021-2027**, da 1824,3 Mld€, un ruolo rilevante sarà rivestito dal **NextGenerationEU**, strumento temporaneo da 750 Mld€ di cui 312,5 di trasferimenti a fondo perduto. **Per l'Italia** sono previsti circa 208 Mld€ (127 Mld€ di prestiti e 81 Mld€ di sovvenzioni). Le risorse potranno essere impegnate fino al 31 dicembre 2023. Verosimilmente tali ammontari dovrebbero iniziare ad arrivare intorno alla metà del 2021.

➤ **CINA:** il 14° piano quinquennale cinese verrà approvato a marzo 2021 dal Congresso del Popolo cinese. Tra i principali obiettivi troviamo: 1) crescita economica di qualità (sostenibilità è la parola d'ordine); 2) rafforzamento dell'economia potenziando le esportazioni e incentivando i consumi interni; 3) apertura del mercato agli investitori stranieri; 4) autarchia tecnologica (intelligenza artificiale, semiconduttori, telecomunicazioni, informatica, smartphone, energie rinnovabili, etc.)



# Azionario: «There is no real alternative» (TINRA)

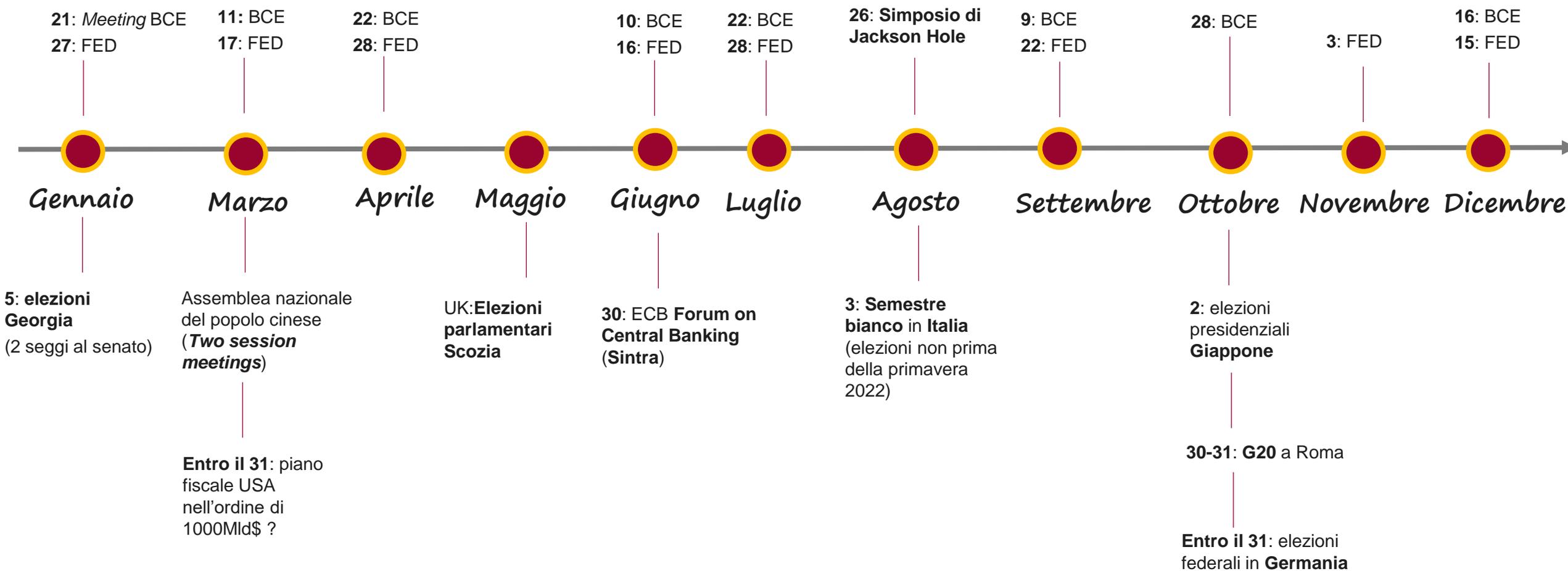


- AZIONARIO: in base al valore assoluto del famoso **Cyclically Adjusted Price Earning di Shiller (CAPE ratio)**, le valutazioni fondamentali dell'equity USA (**S&P500**) sono su livelli molto elevati (oltre 33), inferiori solamente alla bolla del 2000. Un segnale di euforia che ci porterebbe a dire che le probabilità di performance positive in futuro sono basse.
- Tuttavia, lo stesso Shiller ha parlato di euforia razionale guardando all'*Excess CAPE Yield*. In sintesi, i tassi di mercato sono talmente bassi che, in termini relativi, l'equity risulta attraente. *L'equity risk premium* attuale (3,8%) è più elevato di fine 2007 (poco sopra al 2%) e del 2000 (in tale periodo era addirittura negativo di un 1% circa).
- Alla luce di tali considerazioni, la buona performance futura dell'azionario USA è legata al **permanere di tassi su livelli estremamente bassi**. In base ad alcune simulazioni (usando regressioni e modelli DCF), in uno scenario di rialzo del tasso 10Y USA di 100 bps potrebbe dar luogo, ceteris paribus, ad un calo dell'indice al di sotto dei 3000 punti (circa un 20% di correzione dai valori attuali).
- Per questo crediamo che la Fed farà di tutto (in primis allungando la *duration* degli acquisti) per evitare eccessivi rialzi dei tassi a MLT.





# Calendario: principali eventi 2021



# BANCHE CENTRALI, TASSI E SPREAD



# Banche Centrali: con il pilota automatico



1. La BCE dopo la decisione di dicembre non dovrebbe apportare grosse modifiche alla politica monetaria nel 2021.
2. Risultano possibili piccoli aggiustamenti, tra cui un aumento del *tiering* (dall'attuale livello pari a 6 volte le riserve obbligatorie a 8) per compensare l'impatto negativo derivante da un ulteriore aumento dell'*excess liquidity* (attesa crescere nel 2021 di oltre 1.000 Mld€).
3. Non ci aspettiamo, invece, un taglio dei tassi dato che le condizioni di funding a breve rimarranno schiacciate grazie al prolungamento delle condizioni di tasso «agevolato» sulle TLTRO.



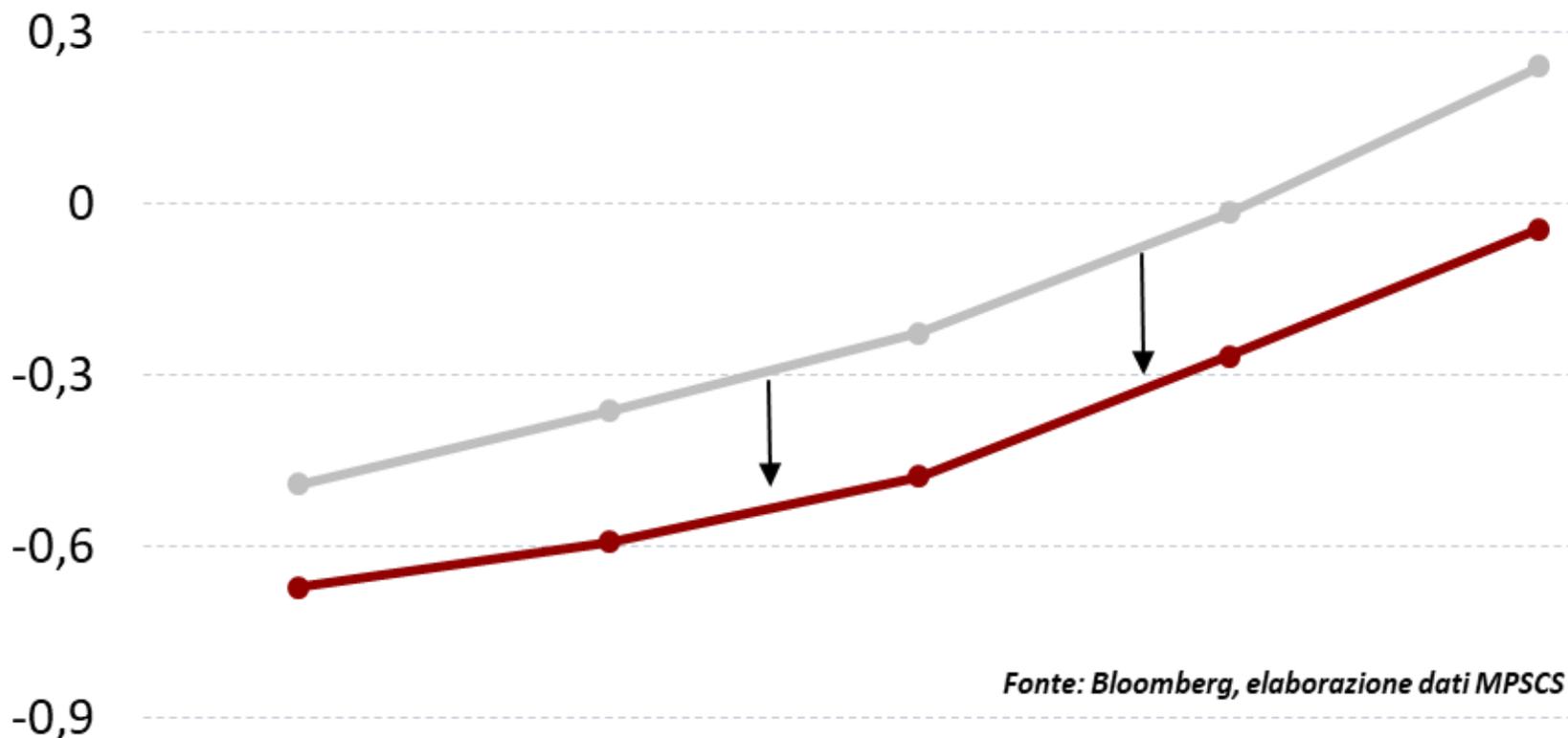
1. QE al ritmo di 120 Mld\$ al mese, con probabile incremento della duration degli acquisti dovessero i tassi a 10 anni salire troppo e troppo rapidamente sopra l'1%.
2. Aumento bilancio verso i 9.000 Mld\$ (dagli attuali 7363 Mld\$) entro fine 2021.
3. Escludiamo l'ipotesi di taglio in negativo dei tassi per 4.300 Mld di buoni motivi (gli AUM dei fondi monetari USA).



# BCE sempre pronta ad agire in contropiede

## Curva rendimento Eurozona GDP weighted (%)

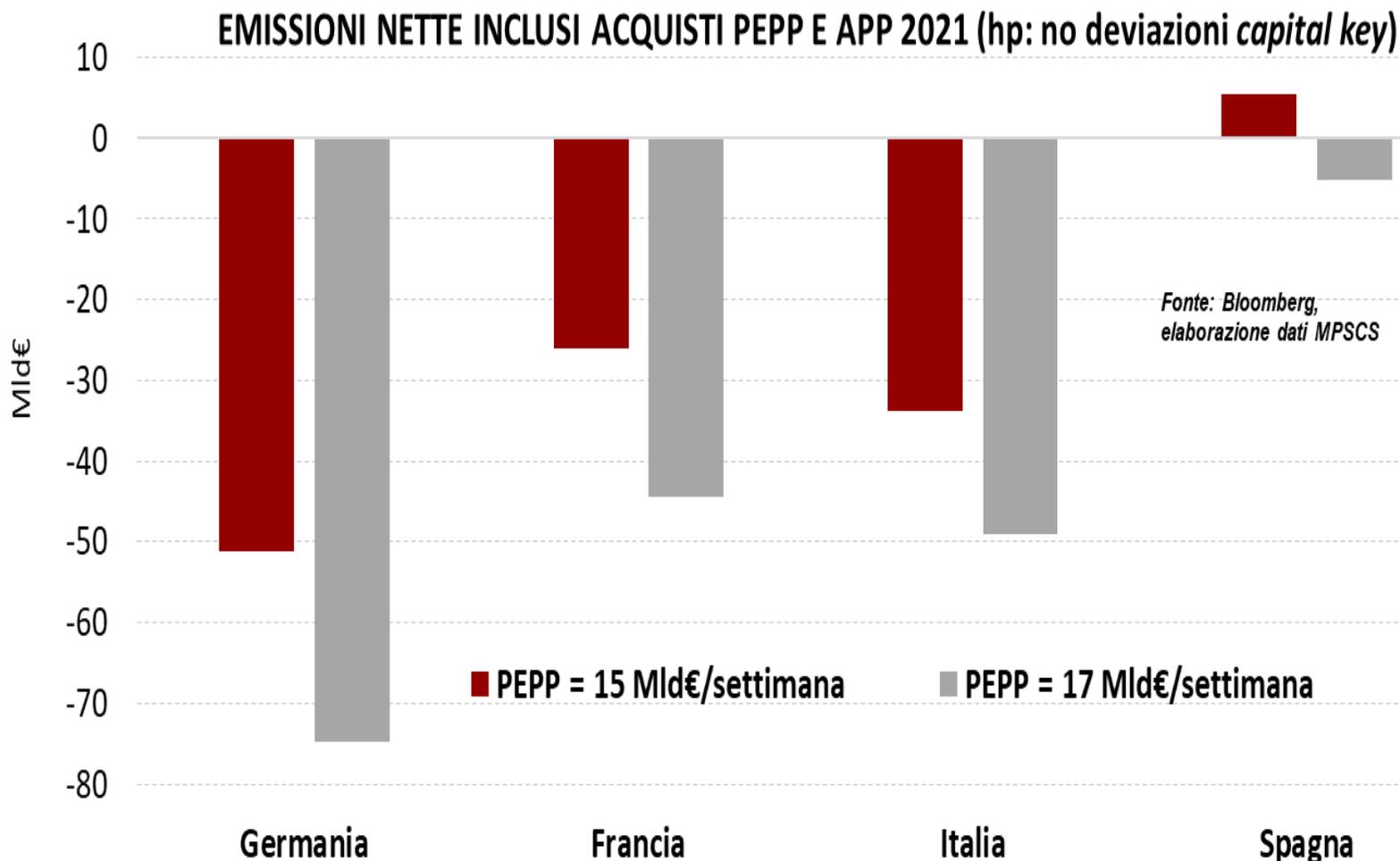
—●— 11 DICEMBRE    —●— PRE-COVID (19 FEBBRAIO)



- Le misure implementate dalla BCE, in particolare il PEPP, sono riuscite nello scopo di comprimere i tassi e creare delle condizioni favorevoli per stimolare la ripresa economica.
- Se guardiamo, infatti, alla curva dei tassi governativi *GDP weighted*, più volte mostrata dal capoeconomista Lane nei suoi interventi quest'anno, **la BCE è riuscita a riportare i tassi di rendimento su tutta la curva sotto i livelli visti prima dello scoppio della crisi legati al Covid.**
- Nel 2021, ci aspettiamo una BCE meno proattiva e più reattiva, con **l'Istituto che dovrebbe limitarsi a modulare gli acquisti sul PEPP in modo tale da evitare rialzi eccessivi dei tassi e mantenere condizioni finanziarie e di finanziamento accomodanti.**
- **Se questa idea si rivelerà corretta, tassi bassi ancora a lungo e soprattutto nei primi mesi dell'anno in cui la situazione economica sarà ancora molto incerta.**



# Governativi: *supply* netta coperta da acquisti BCE



➤ Con il recente ampliamento/estensione del PEPP, la BCE anche nel 2021 riuscirà a coprire abbondantemente l'offerta netta di titoli di stato in Eurozona.

➤ Ipotizzando, infatti, acquisti PEPP al ritmo di 17 Mld€ a settimana (i.e. completamento integrale dei 1850 Mld€ del PEPP a marzo 2022) ed acquisti in linea con le *capital key*, tutti i principali emittenti dovrebbero vedere coperte le proprie emissioni nette per il 2021.

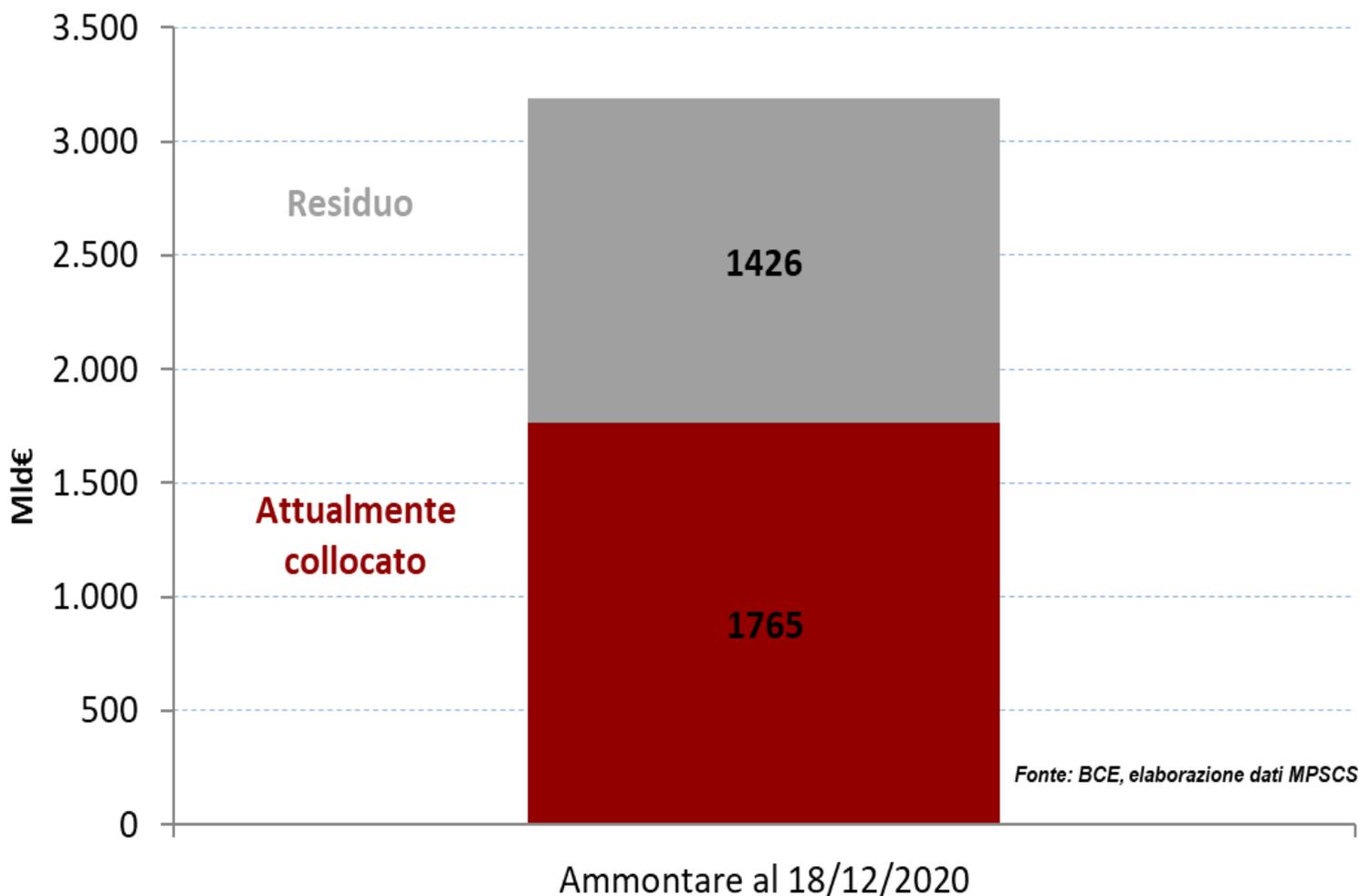
➤ La Spagna è il Paese che, secondo le nostre stime, presenta il rapporto di copertura più basso (addirittura le emissioni nette non verrebbero coperte integralmente nel caso di acquisti al ritmo di 15 Mld€/settimana) ed è anche quello che al momento ha presentato le stime di crescita per il 2021 più ottimistiche (7,2% per il 2021).

➤ Sulla base di quanto detto, in ottica 2021, l'Italia, potrebbe guadagnare, in termini di spread, maggiormente verso la Spagna rispetto alla Germania, che beneficia tra l'altro di un effetto scarsità della carta in circolazione. **Pertanto nel 2021 potremmo assistere un ulteriore restringimento dello spread Italia-Spagna, con target vs i 25pb** (minimo del dicembre 2017).



# BUND: tassi decennale ancora basso a lungo

## TLTRO BANCHE EUROZONA

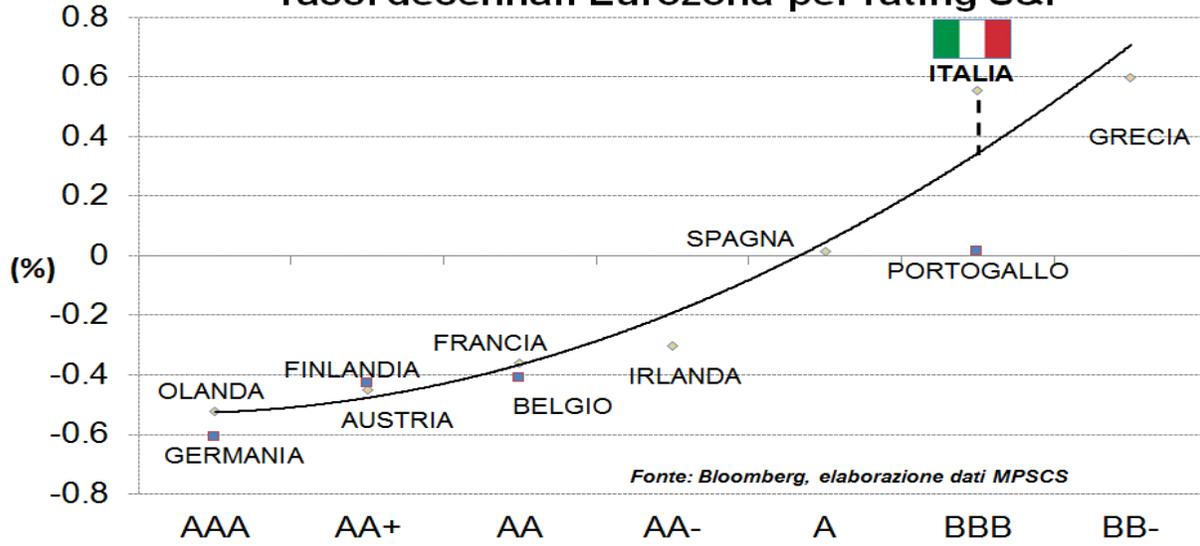


- L'introduzione da parte della BCE di nuove operazioni TLTRO e l'estensione a giugno 2022 delle condizioni favorevoli, oltre agli acquisti tramite i due piani (PEPP e APP), dovrebbero contribuire a favorire abbondante liquidità al sistema e mantenere i tassi su livelli compressi.
- Anche se mancano alcune delucidazioni sulle nuove TLTRO e le condizioni per ottenere i tassi fino a -1% da giugno 2021 a giugno 2022 sono più «impegnativi» (il periodo di riferimento, ad esempio, per superare il *threshold* dello 0% è 1 ottobre 2020 – 31 dicembre 2021) le banche dovrebbero comunque approfittare delle condizioni vantaggiose offerte.
- Grazie all'ampliamento (dal 50% al 55% dello stock di prestiti esclusi i muti immobiliari al 28 febbraio 2019), le banche hanno ancora un tiraggio di liquidità a disposizione di circa 1.400 Mld€.
- Sulla base dell'ampia liquidità in circolazione, ci aspettiamo un tasso decennale Bund su livelli bassi se non più bassi nella prima parte dell'anno. Lo scenario di rischio è che caso di peggioramento della situazione pandemica e ulteriore inasprimento delle misure di contenimento, il movimento possa accelerare al ribasso fino alla chiusura del gap tecnico a -0,71% aperto lo scorso marzo.
- In una prospettiva di medio termine in cui lo scenario di ripresa prende forma e sostanza, dovrebbe portare ad un rialzo che, a nostro avviso dovrebbe rimanere confinato entro il -0,20%.



# Il decennale italiano «relativamente» a buon mercato

Tassi decennali Eurozona per rating S&P



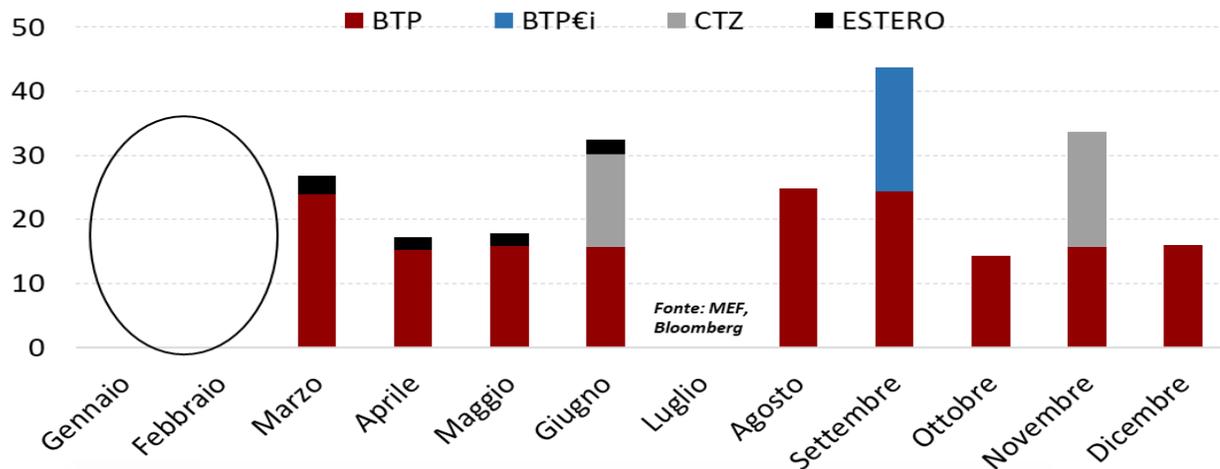
➤ La carta italiana, grazie all'azione della BCE e al minor rischio politico percepito è tornata ad essere un prodotto di tasso più che di «spread».

➤ Se questa idea è corretta, ci aspetta un 2021 all'insegna del sereno, con il comparto che dovrebbe rimanere ben supportato dall'abbondante liquidità e dalla ricerca di rendimento. **Le curve, ormai per buona parte in «territorio negativo», porteranno gli operatori ad allungare ulteriormente la *duration* dei portafogli nei primi mesi dell'anno.**

➤ Guardando, alla curva dei tassi decennali rispetto al *rating*, la carta italiana risulta essere *cheap* rispetto ad esempio a quella portoghese e pertanto quella con maggiori margini di performance.

➤ **Particolare attenzione andrà però posta nei primi due mesi dell'anno,** quando le abbondanti emissioni attese. in un contesto di assenza di titoli in scadenza, verranno coperte solo parzialmente dagli acquisti BCE. Inoltre, sarà importante vedere un'evoluzione positiva delle recenti tensioni in seno alla maggioranza di governo. Solo superate quest'ultime, tornerebbe il sereno con le incertezze rinviate alla primavera 2022 quando terminerà il PEPP e si potrebbe tornare a parlare di elezioni parlamentari dopo il semestre bianco (che inizia ad agosto 2021).

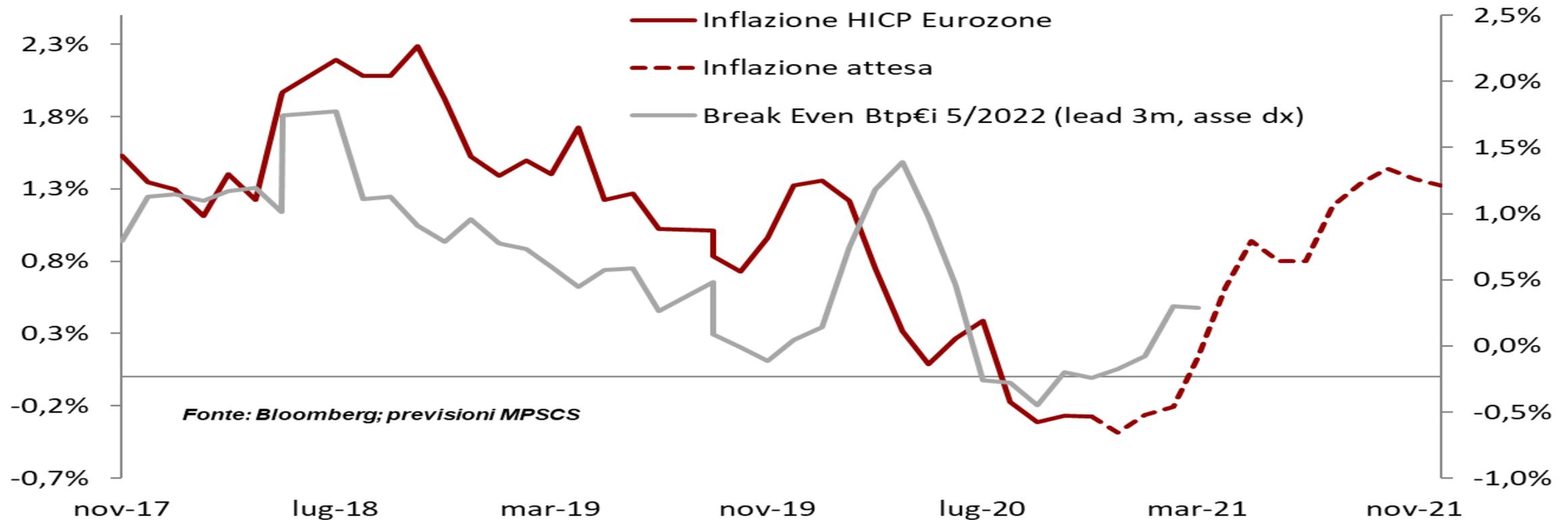
SCADENZE M/L TERMINE ITALIA 2021 (Mld€)



➤ Tutto quanto sopra considerato, ci attendiamo un tasso decennale BTP che dovrebbe variare da un minimo di 0,40%-0,45% nella prima parte del 2021, per poi risalire verso 0,8%-0,9% man mano che vi sarà minore incertezza sulla ripresa economica e segnali di recupero dell'inflazione.



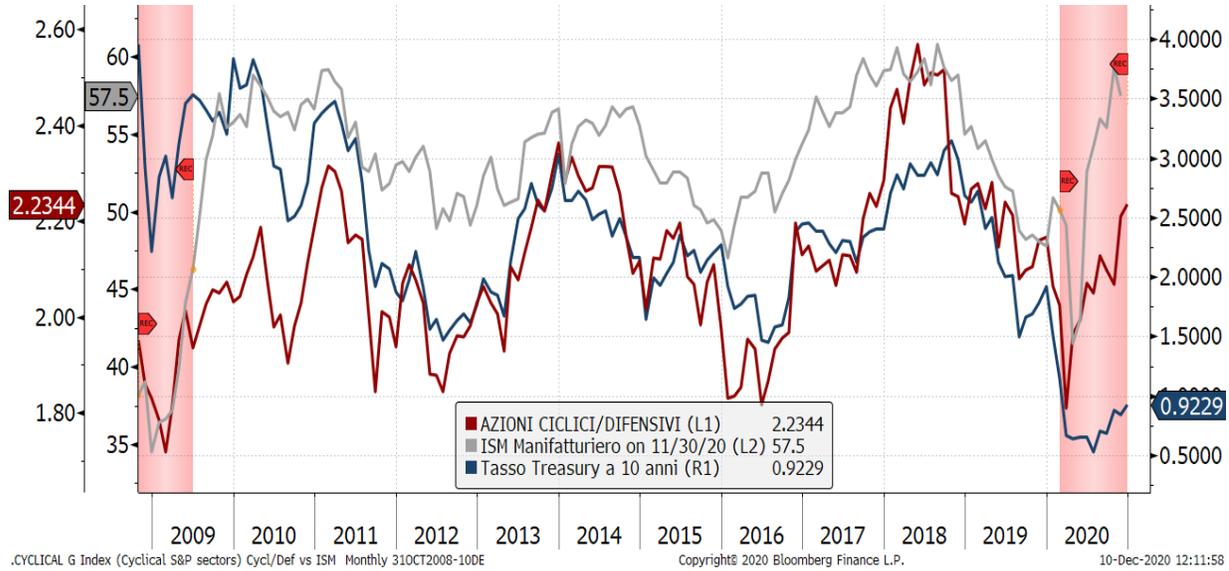
# BTP: interessanti i linker a breve termine



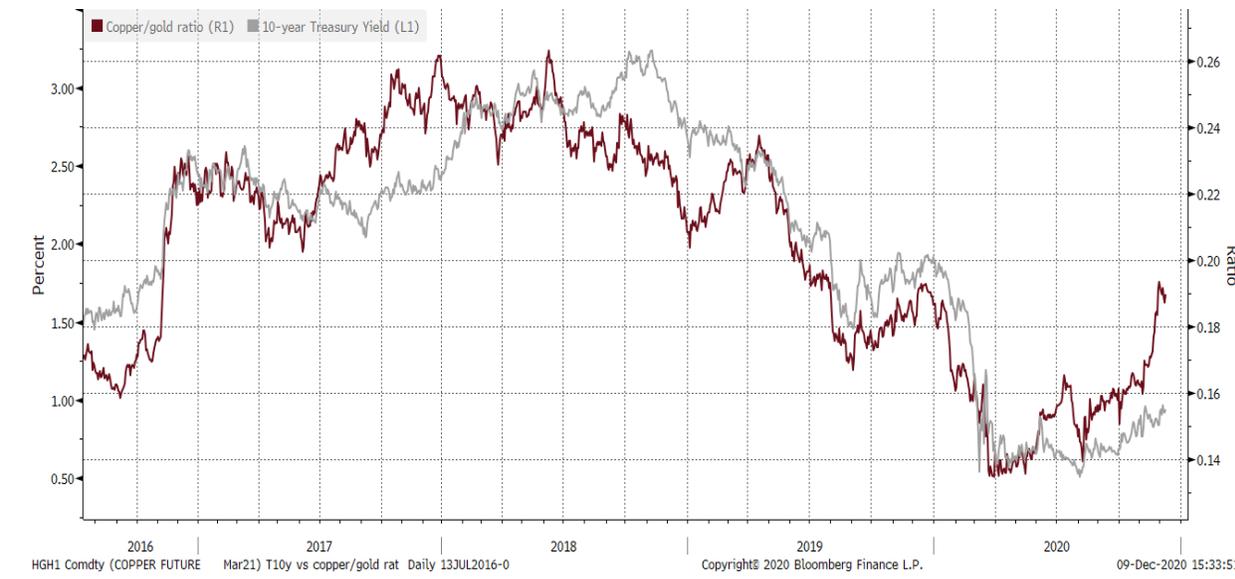
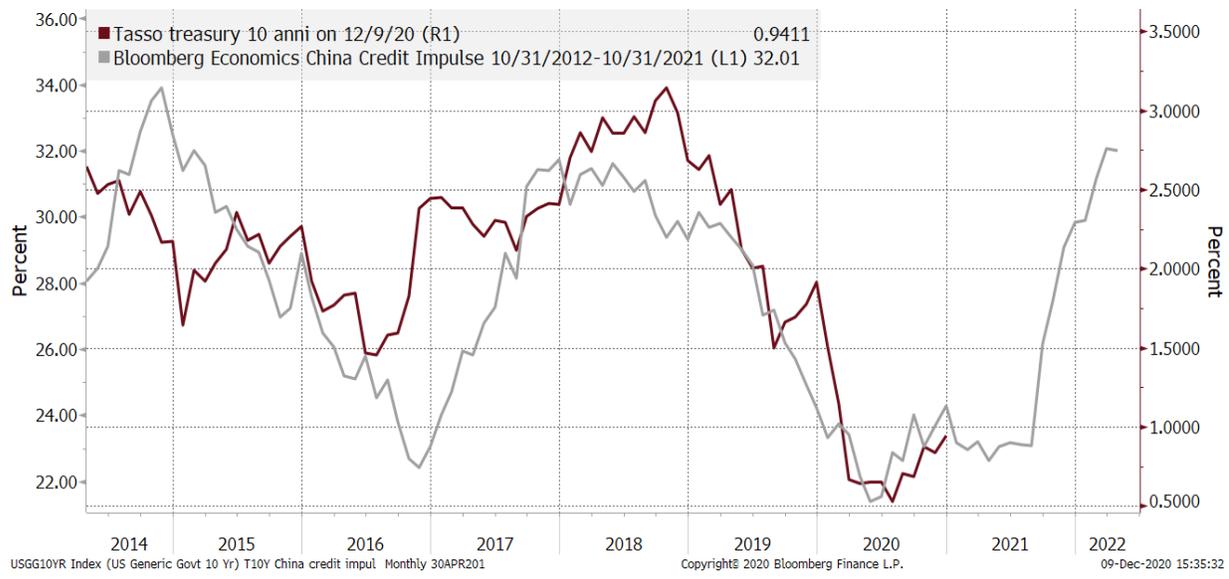
- La parte a breve della curva italiana presenta al momento pochi margini di ulteriore discesa in termini di tasso, essendo ormai a poca distanza dal livello del tasso sui depositi BCE. Solo un taglio dei tassi da parte della BCE potrebbe dare una ulteriore spinta, ma tale ipotesi, come detto in precedenza, non rientra nel nostro scenario base.
- In questo contesto, al fine di controbilanciare una duration più alta in portafoglio, **la componente di linker legata all'inflazione eurozona potrebbe essere uno strumento interessante**, soprattutto sulla parte a breve della curva BTP€i. Al momento infatti, le *breakeven* non sembrano scontare a pieno lo scenario di ripresa dell'inflazione che ci attendiamo da aprile in avanti. I margini di rialzo delle BE sono nell'ordine dei 30-50pb nel corso della prima parte del 2021.



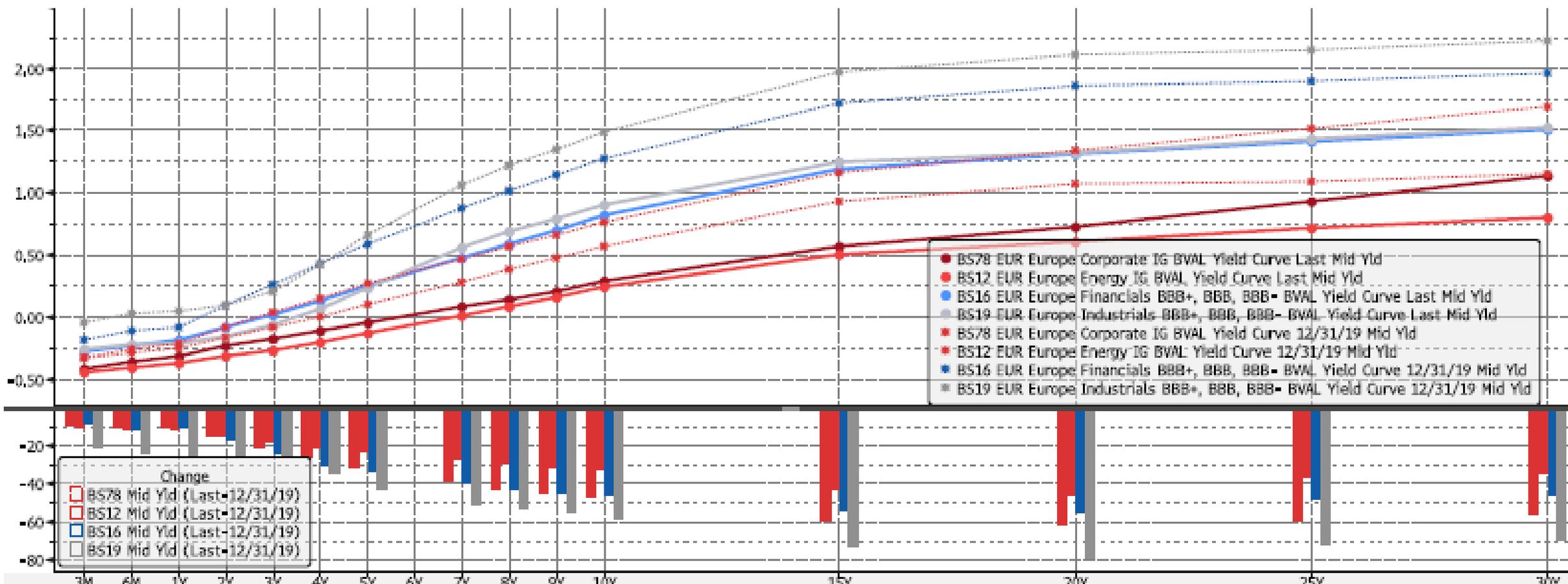
# Diversi i segnali di tassi treasury in rialzo nel 2021



- Indicatori macro (ISM e Credit Impulse cinese) e misure di mercato (Copper/gold ratio e Growth/defensive ratio) indicano e anticipano livelli sensibilmente più elevati per i tassi treasury (finanche al 2% per il decennale)
- In **prospettiva**, tuttavia crediamo che la Fed starà attenta a far si che i tassi treasury non salgano troppo e troppo in fretta (e.g. indirizzando il QE sui titolo a MLT) in quanto questo scenario potrebbe essere esiziale per la ripresa economica e per gli asset rischiosi (e.g. il mercato azionario). Se questa idea è corretta nel corso del 2021 il T10Y è atteso salire all'1,25%, ma rimanere limitato dall'intervento della Fed.



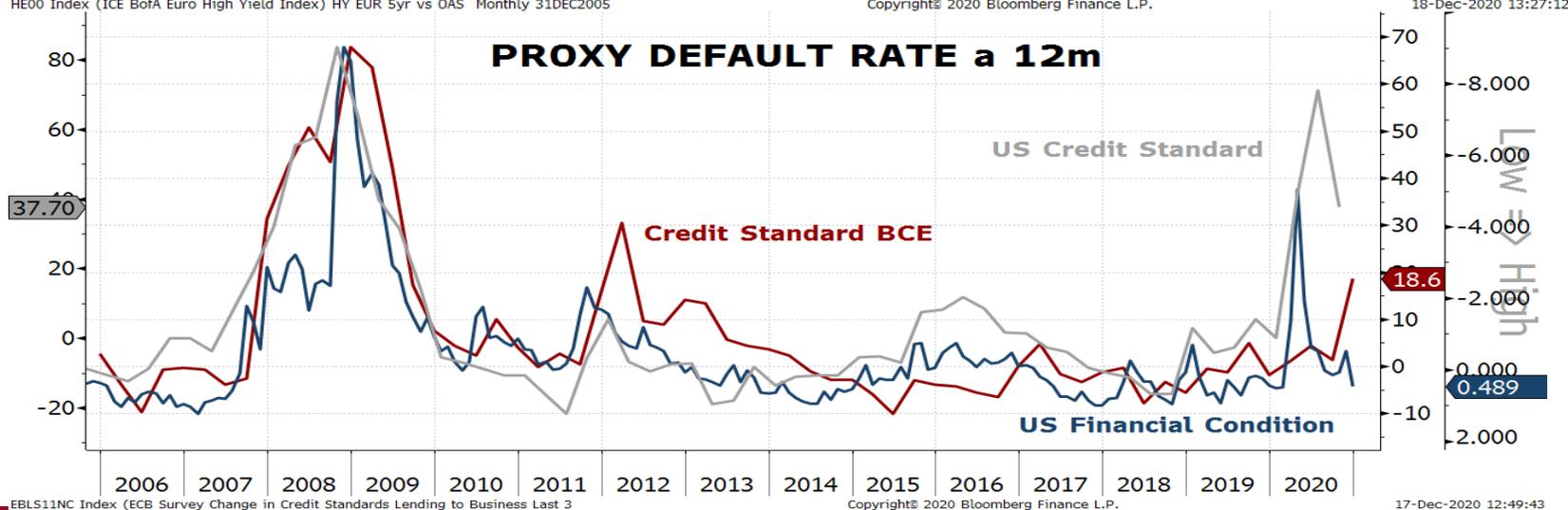
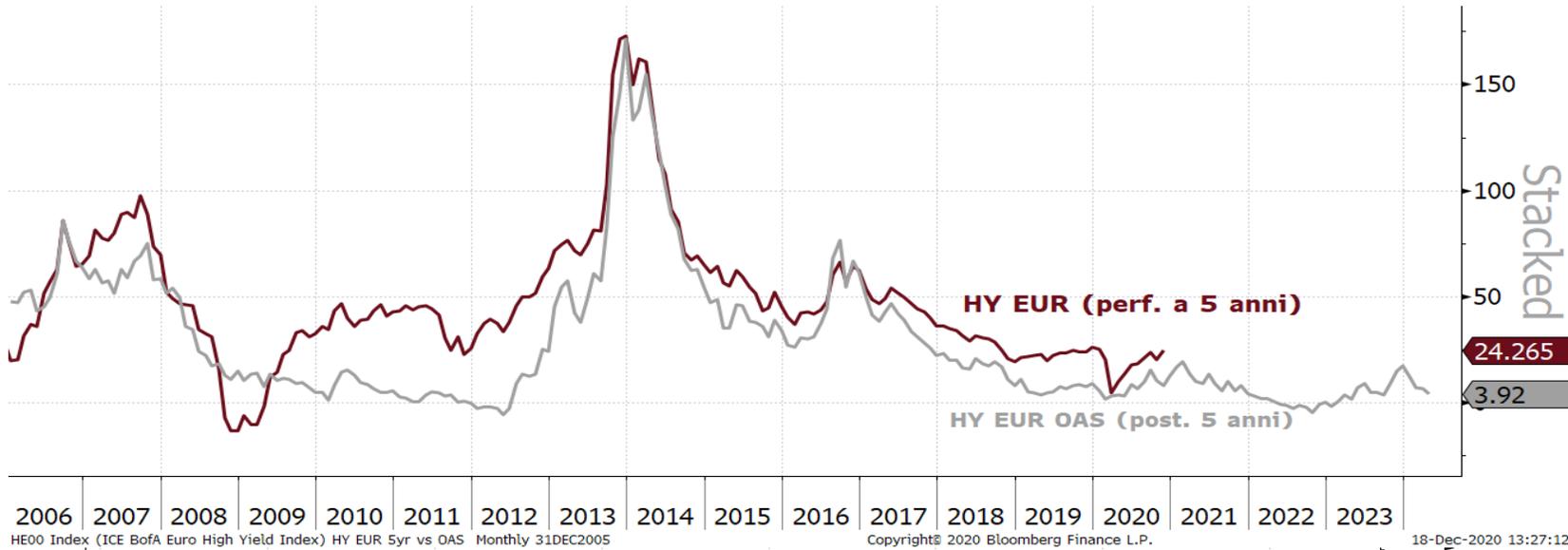
# Euro Investment Grade



- Da inizio anno abbiamo assistito ad un appiattimento delle diverse curve settoriali ed una compressione complessiva dello spread che per il comparto a 91 pb non lontano dai minimi di febbraio (89 pb).
- Il limitato spazio di restringimento (15 pb per tornare ai minimi storici) e le caratteristiche di rischio/rendimento (YTW 0,21% con una *duration* di 5,41 anni per l'indice ICE BofA Euro Large Cap Corporate Index, ERL0) lo rendono un comparto interessante come «boa» del portafoglio non come investimento in termini assoluti.



# Euro High Yield



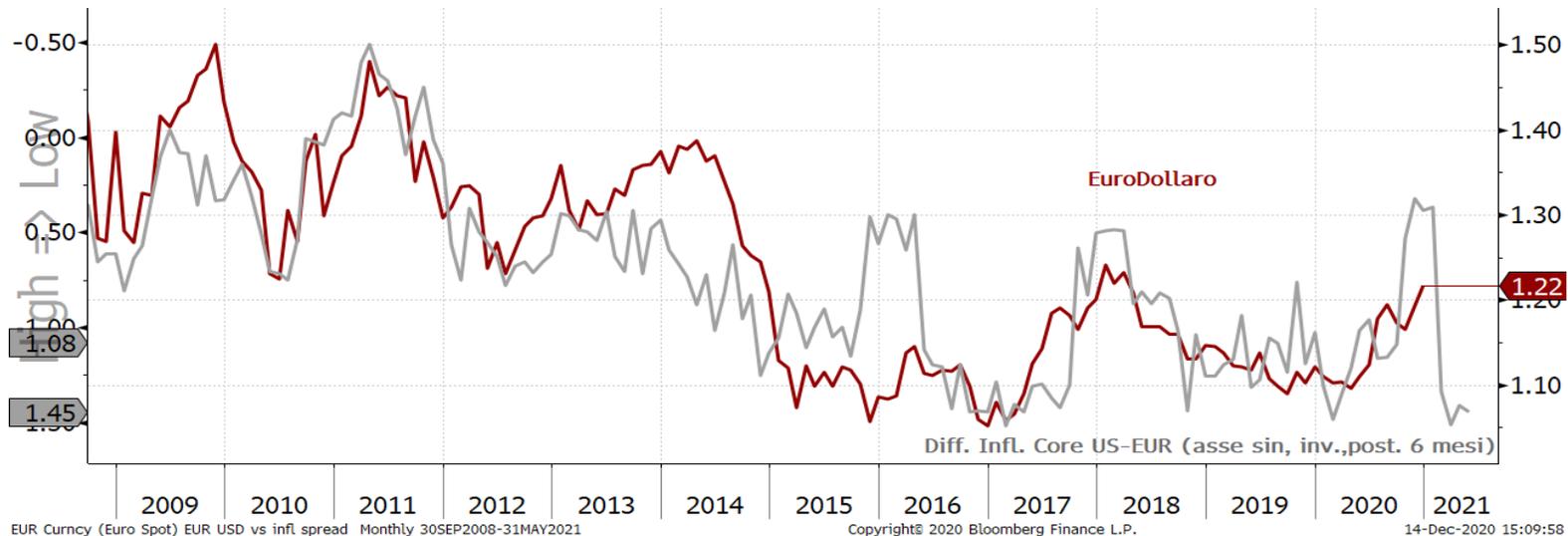
- Le condizioni favorevoli descritte nel contesto, hanno portato il comparto Euro HY ad un potente recupero da marzo in poi con spread (348 pb al 18 dicembre 2020) e YTW (2,81%) che per tornare ai livelli pre-pandemici hanno ancora circa. 40 pb di restringimento. Movimento che potrebbe avvenire nella prima parte dell'anno.
- Tuttavia, proiettandolo lo sguardo in avanti verso la fine dell'anno, il combinato disposto della fine del periodo di moratoria e dell'inasprimento delle condizioni di credito porterà verosimilmente ad un aumento sensibile dei tassi di default.
- Il livello assoluto dello spread, anticipa per l'intero 2021 una performance non particolarmente brillante (solo marginalmente positiva)
- Interessante il comparto dei c.d. *fallen angel* sia per caratteristiche rischio/rendimento (YTW 2% con duration 4 anni) che per la possibilità di estensione degli acquisti BCE.



# VALUTE



# Eurodollaro e Differenziale CESI EUR-US



➤ Il 2020 è stato un anno contraddistinto dal deciso rialzo del **cambio Eurodollaro**. Il movimento partito a maggio come forza dell'euro dopo l'annuncio del Recovery Plan, è proseguito in scia alla debolezza di dollaro. In particolare nell'ultimo mese la ripresa dei colloqui su un nuovo piano di aiuti USA da 900 Mld\$ (con la prospettiva di un piano fiscale dopo l'insediamento del neo presidente Biden), unito alle buone notizie sul fronte vaccini (approvazione e distribuzione delle prime dosi di quello Pfizer/Biontech), ha contribuito all'indebolimento generalizzato del biglietto verde. Ulteriore benzina al rialzo è arrivata poi dalla riunione FED (la quale ha confermato un atteggiamento *dovish*) e da dati macro (e.g. i PMI) dell'Area euro sensibilmente migliori delle attese.



➤ In prospettiva: nel breve termine (prossimi due mesi) c'è spazio per un ulteriore rialzo che potrebbe estendersi fino in area 1,24-1,25, con il movimento che dovrebbe durare fino all'inizio dell'anno nuovo. nel medio termine (da qui a 6-9 mesi) confermiamo la nostra view di un cambio EurUsd che dovrebbe tornare progressivamente verso 1,15.

➤ A sostegno della nostra view ribadiamo: 1) l'attesa di un differenziale di crescita e tassi a favore degli USA rispetto all'Area euro; 2) in un contesto di risk-on torneranno in massa le operazioni carrytrade che dati tassi bassi verrebbero finanziate in euro (con la valuta comune che tenderebbe ad indebolirsi), mentre in un contesto di risk-off il dollaro continuerà ad essere una delle principali valute rifugio e tenderà ad apprezzarsi; 3) a questo ritmo basta poco per ritrovarsi con un posizionamento speculativo su livelli estremi.



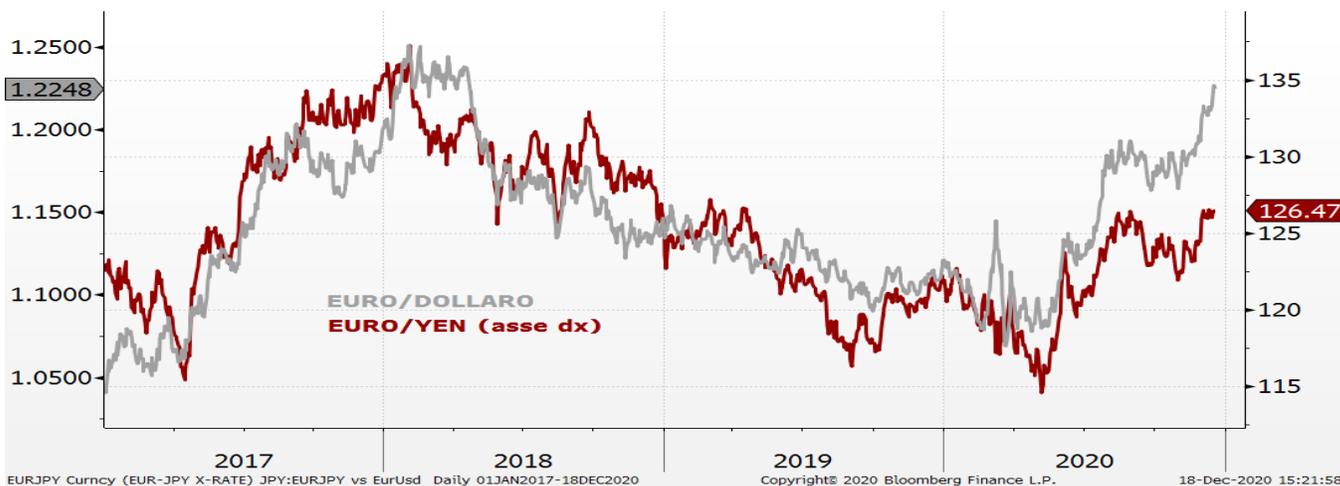
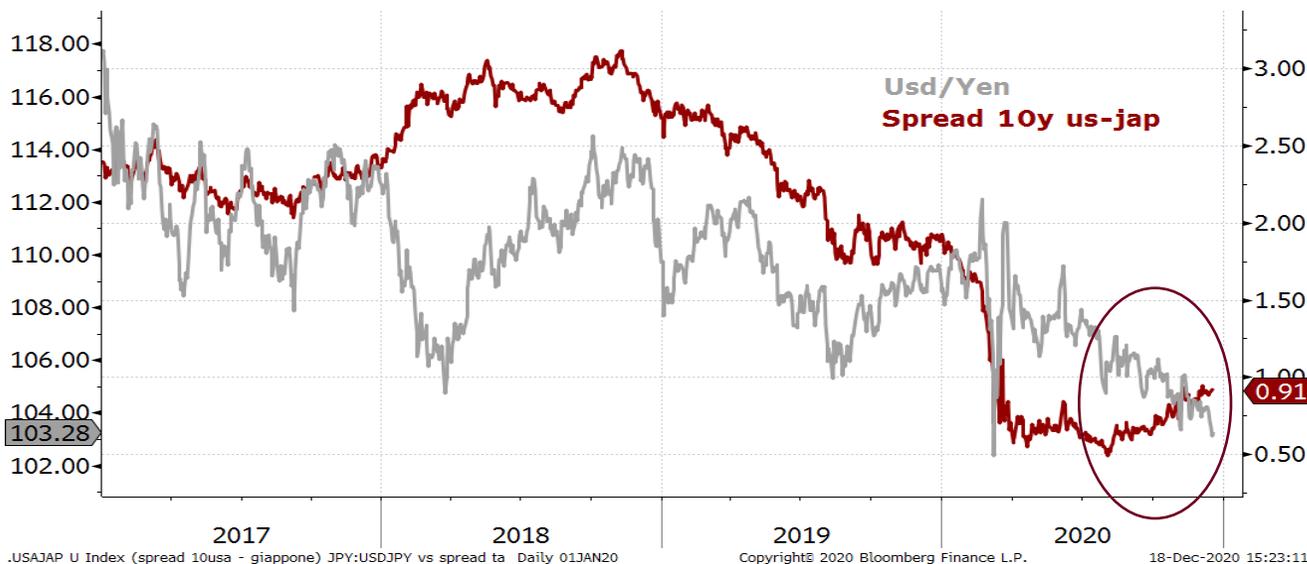
# Sterlina: Brexit ai tempi supplementari



- **La sterlina**, continua a rimanere in balia delle notizie dal fronte Brexit, con la distanza che sembra riguardare principalmente i diritti di pesca.
- Nonostante un accordo sembri a portata di mano, dopo aver bucato varie scadenze, siamo oramai oltre i tempi supplementari.
- Crediamo che considerato il punto a cui siamo arrivati, e l'emergenza sanitaria in atto che ha fiaccato le rispettive economie, una qualche forma di accordo verrà trovata anche solo fosse un accordo su di un rinvio. Se così fosse, il cambio Eur/Gbp è atteso scendere a 0,89 prima e nello scenario migliore a 0,86, ma non oltre. In particolare, l'apprezzamento sarà a nostro avviso limitato per la valuta britannica in considerazione dell'*outlook* economico peggiore di quello dell'Eurozona, di una situazione epidemica critica e dell'attivismo della BOE (la quale sta valutando la possibilità di portare i tassi in negativo). Viceversa, nel caso di "No-deal" o mancato rinvio, considerato che il mercato non è preparato a questa eventualità, al rialzo i livelli da monitorare restano 0,9326 e 0,95. Sopra quest'ultimo, la parità.



# Yen: in recupero verso euro, debole vs dollaro



- Nel corso della fase finale del 2020, caratterizzata da un clima di *risk-on* e quindi potenzialmente negativo per la valuta, lo yen ha tenuto molto meglio rispetto al passato, addirittura proseguendo la fase di apprezzamento verso dollaro, nonostante il **differenziale tassi sfavorevole**. Tra i motivi di tale performance, potrebbe esserci una migliore tenuta dell'economia rispetto ad altre economie (-5,3% calo del PIL atteso nel 2020), con minori contagi rispetto ad altri paesi e la domanda in ottica di *hedge di portafoglio* vista la correlazione storicamente negativa con i risky asset.
- Per il **2021** ci attendiamo che il recupero economico globale possa tornare a far deprezzare lo yen nei confronti del dollaro con un ritorno oltre soglia 105. Nei confronti dell'**euro**, lo yen potrebbe invece apprezzarsi dai valori attuali, tornando verso area 120, in linea con il calo moderato atteso sull'eur/usd. Con la normalizzazione, dovrebbe tornare a rafforzarsi la correlazione con l'equity, in particolare quello locale.
- La **BoJ** continuerà a essere particolarmente accomodante, poiché l'inflazione continuerà a restare ben distante dai target della BC. In effetti, l'ultimo dato di novembre (-0,9%), al minimo da oltre 10 anni, la dice lunga sulle difficoltà dell'istituto. Nel caso di sorprese rialziste globali sul fronte inflazione, il Giappone potrebbe essere il paese dove l'inflazione è attesa restare più contenuta.



# Valute Emergenti: *heatmap*

	RATING	PMI MANIFAT.	CURRENT ACC./ GDP	RISERVE/ GDP	TASSO REALE	PROD. IND.	TASSO DISOC.	CPI < TARGET ?	RISCHIO POL.	PERFORMANCE VALUTA (% VS €, YtD)
BRASILE	4.5	64	-2.6	25.1	-1.9	1.1	14.3	SI	52.8	-26.7
CINA	9.1	54.9	1.5	21.1	3.4	0.8	3.8	SI	55.9	-1.81
MESSICO	5.5	43.7	-0.2	17.7	0.2	-0.1	3.3	NO	57.6	-13.16
RUSSIA	6.8	46.3	2.9	29.5	4.0	0.0	6.3	NO	65.0	-22.22
SUDAFRICA	5.0	52.6	-1.6	11.9	0.2	3.2	30.8	SI	57.3	-13.97
TURCHIA	4.1	51.4	-3.8	6.3	1.0	1.7	13.2	NO	60.1	-30.06

Nota: Il rating è un indice sintetico calcolato internamente di forza/debolezza fondamentale con una scala da 0 a 10. Dati al 14 dicembre 2020.

Rischio politico: indice di GeoQuant estrapolato da Bloomberg.

- In termini di *relative valute*, esprimiamo una preferenza verso **rublo** e **peso messicano**;
- Riteniamo improbabile che la **lira** possa interrompere, se non per pochi mesi, il trend di deprezzamento pluriennale verso la divisa unica (i.e. le eventuali fasi di recupero dalla valuta turca avranno carattere solo temporaneo);
- Il buon livello di riserve in valuta estera del Brasile, ampliano il raggio di azione della Banca centrale che potrebbe intervenire sul forex per placare eventuali ondate svalutative sul **real** (il massimo storico dell'EurBrl vicino a 6,80 rappresenta quindi una fortissima resistenza).



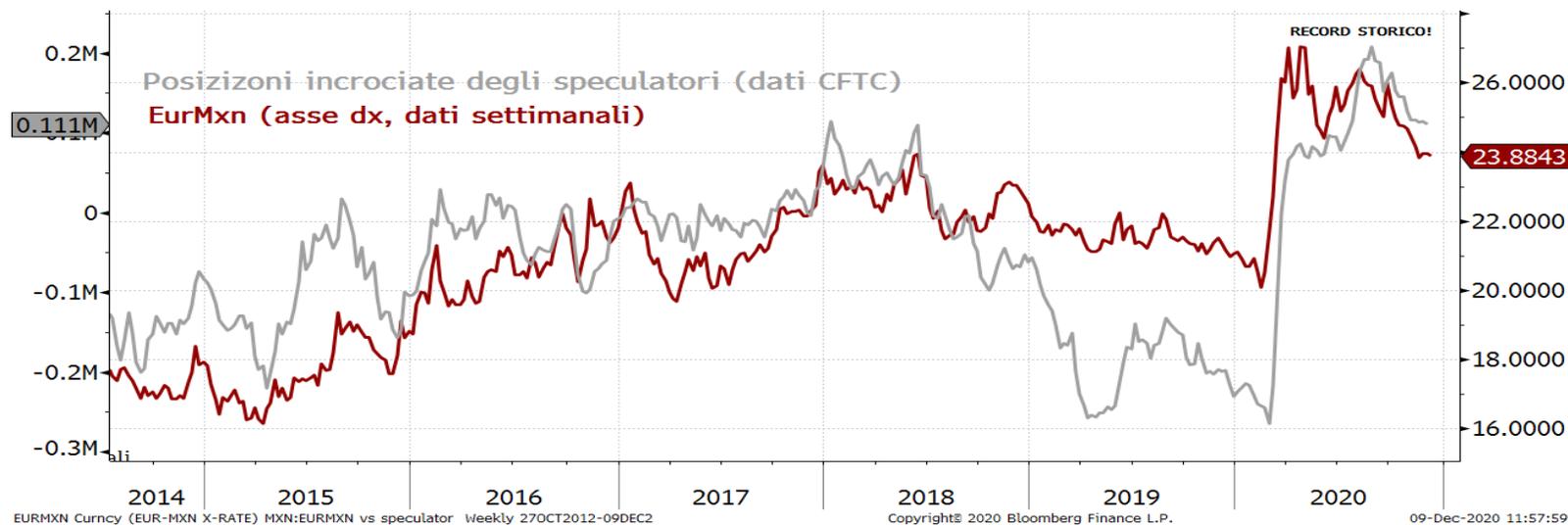
# Rublo: possibile rientro della divergenza



- Il cambio **EurRub** ha evidenziato, nel 2020, una divergenza rispetto all'andamento dei prezzi petroliferi (uno dei *driver* principali):
- Ha pesato l'escalation sul fronte di politica estera (vedi [geopolitica in focus](#));
- Storicamente, le fasi di divergenza dell'EurRub rispetto al petrolio, hanno avuto carattere solo temporaneo;
- Riteniamo momentanea anche la divergenza attuale e, a nostro avviso, esiste uno spazio significativo di recupero del rublo che si potrebbe materializzare dopo il primo trimestre 2020. Tra le motivazioni: 1) attese di quotazioni petrolifere mediamente su prezzi più elevati nel 2021; 2) il recupero della crescita globale dovrebbe diventare più evidente dopo i primi difficili mesi; 3) il ciclo espansivo della politica monetaria russa dovrebbe essere vicino alla sua conclusione; 4) il Paese presenta buoni fondamentali (surplus di parte correnti, alte riserve, ecc.);
- **Segnale di forza su rottura al ribasso di 88 con obiettivo 80.**
- **RISCHIO:** allungamento sanzioni UE (in scadenza il 31 marzo).



# Peso messicano: fondamentali migliori rispetto ai *peer*



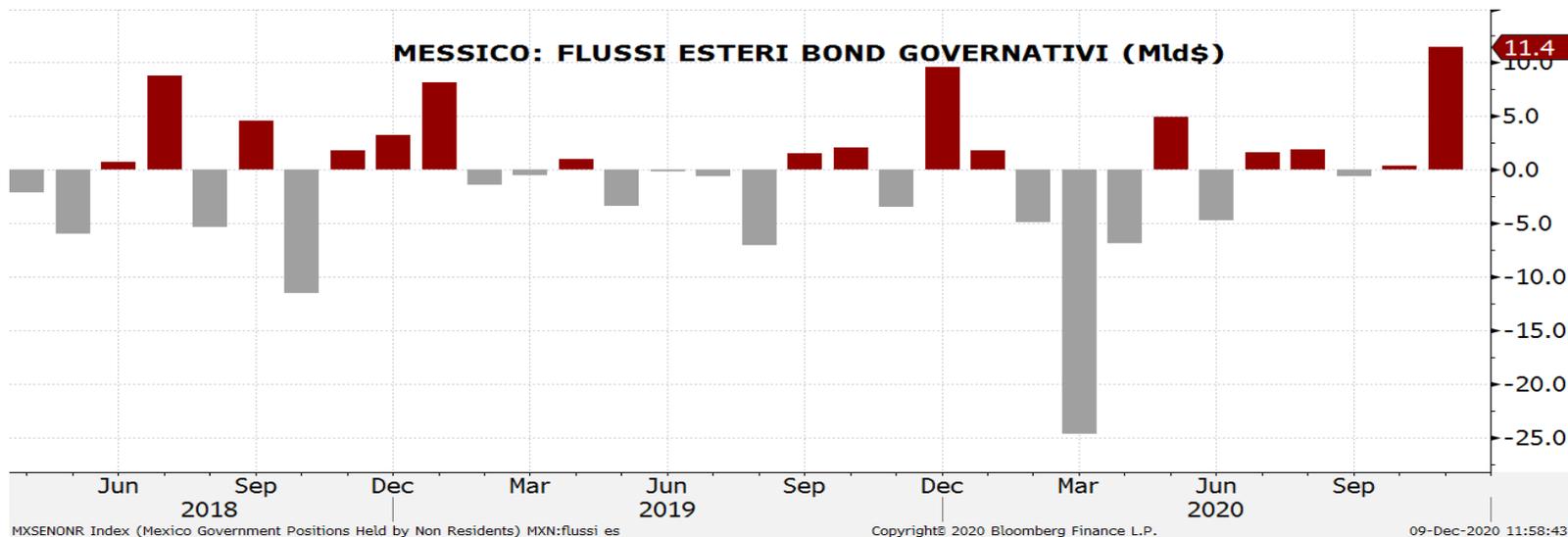
➤ A partire da agosto, il cambio **EurMxn** ha iniziato un trend di recupero grazie all'ottima performance del peso messicano (la migliore valuta in assoluto nel secondo semestre del 2020);

➤ L'appel verso la divisa messicana è testimoniato anche dall'afflusso netto degli investitori esteri verso i bond governativi domestici che, nel mese di novembre, ha registrato un ammontare record;

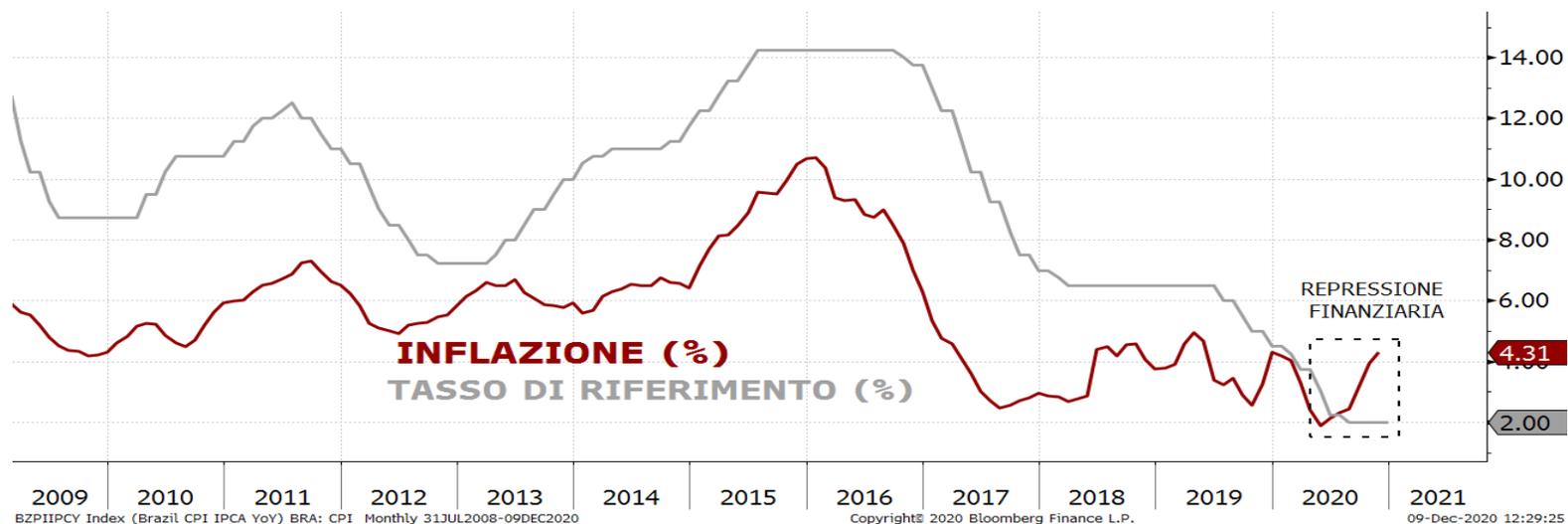
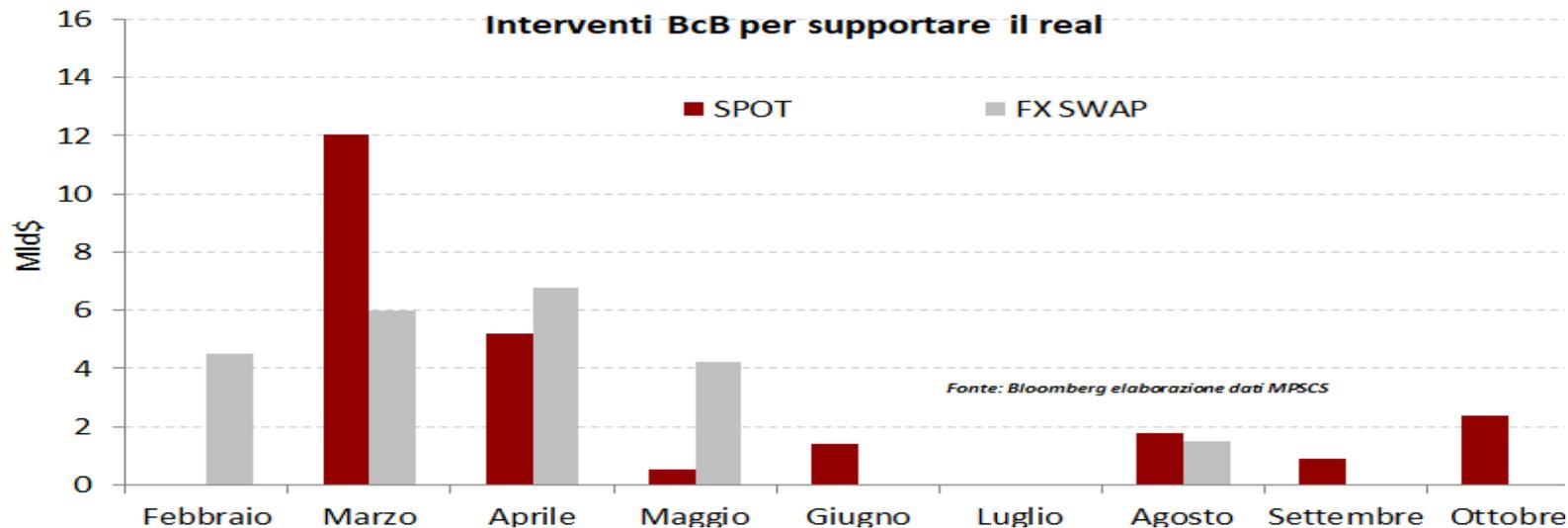
➤ Gli operatori sembrano apprezzare particolarmente la politica fiscale di *austerità* del Governo e gli aspetti fondamentali del Paese (surplus di parte corrente, riserve vicine ai massimi storici, tassi relativamente elevati) che mantiene il rating IG.

➤ A livello di posizionamento, l'ammontare delle posizioni nette lunghe (incrociate) sul cambio EurMxn si mantiene non distante dai massimi storici,

➤ Una congiuntura favorevole che ci aspettiamo permanga anche in ottica 2021. TARGET: 22



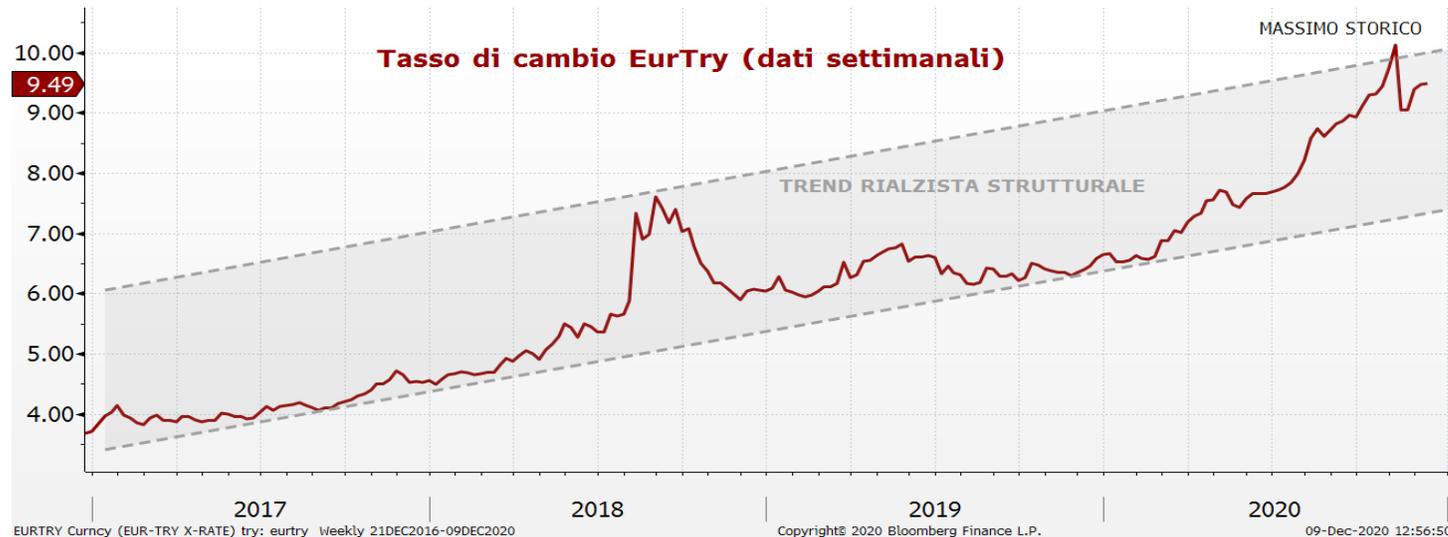
# Real brasiliano: Banca centrale pronta ad intervenire



- Il **real brasiliano** è risultato una delle peggiori valute nel 2020, penalizzata dall'alto numero di contagi da covid (il Brasile è il terzo Paese al mondo per numero di contagi) e per le tensioni politiche riguardanti soprattutto la riforma fiscale;
- Quest'ultima, sebbene ancora in attesa di una sua approvazione definitiva, stando alle recenti parole di Bolsonaro, dovrebbe essere piuttosto *market friendly* (i.e. incline a misure di *austerity*);
- Qualora il *cap* di spesa pubblica dovesse essere confermato, il real potrebbe nel breve recuperare ulteriormente le perdite registrate YtD anche se, successivamente, persistono forze contrastanti:
- Da una parte la criticità che emergono da alcuni aspetti fondamentali (e.g. il Brasile è caduto in una condizione di repressione finanziaria mai sperimentata prima), dall'altra il diretto intervento della Banca centrale sul forex che frena le ondate svalutative;
- TARGET: EurBrl in *trading range* 5,50/6,80



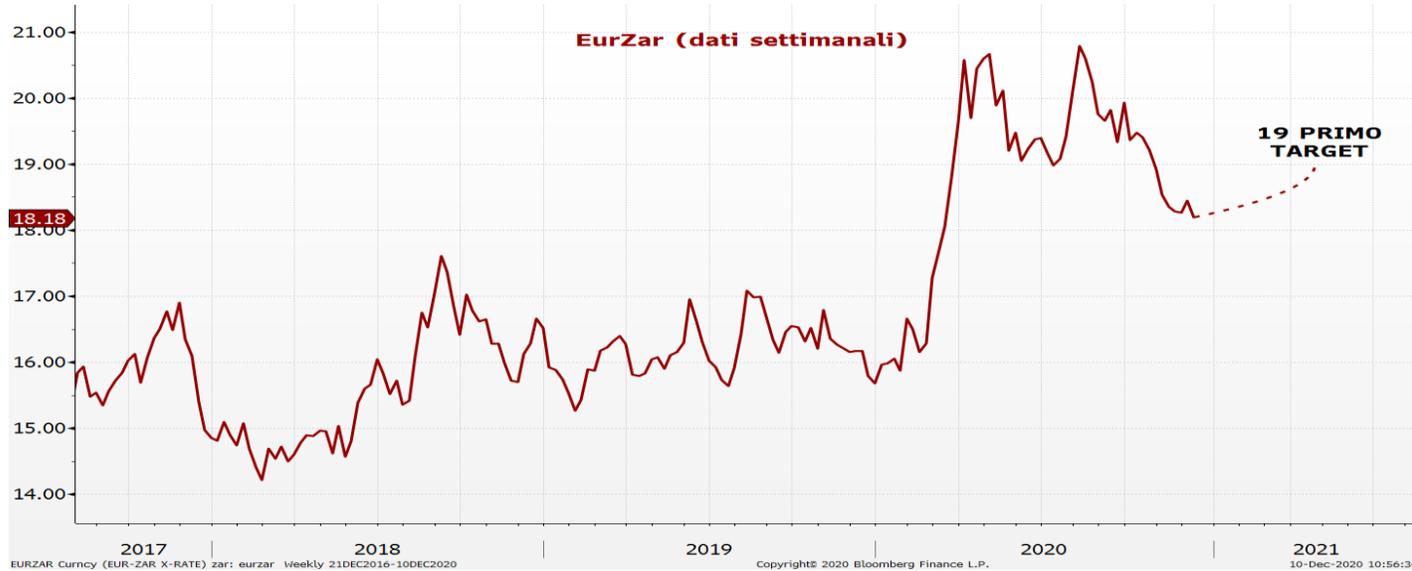
# Lira turca: rialzo tassi manovra necessaria ma non sufficiente



- La **lira turca**, analogamente al 2019, è risultata una delle peggiori valute in assoluto, penalizzata sempre più dalla deriva autoritaria di Erdogan (specialmente in termini di politica estera) e da una situazione fondamentale divenuta ancor più critica con la pandemia.
- In particolare, non possiamo ignorare il deterioramento di alcuni aspetti fondamentali (deficit strutturale di parte corrente ed inflazione galoppante a doppia cifra).
- Di recente abbiamo però assistito ad un recupero anche piuttosto marcato della lira, che ha beneficiato del cambio al vertice della Banca centrale e dell'apertura di Erdogan ad un rialzo dei tassi.
- L'ultimo rialzo dei tassi da 475pb, e la volontà di ricostituire le riserve in valuta estera (scese sui minimi dal 2005), vanno nella direzione di ricostituire una certa credibilità sul mercato per la banca centrale.
- In prospettiva, per tornare a vedere un recupero della lira turca per qualche mese è necessario che la BC continui ad alzare i tassi per frenare l'emorragia di capitali e vengano meno le tensioni geopolitiche. Solo in questo caso potremmo rivedere il cambio EurTry verso 9. Altrimenti 10,50 è il livello target dal trend attuale.



# Rand sudafricano: si avvicina la fine della fase di recupero



- Negli ultimi mesi il **rand sudafricano** ha evidenziato un recupero piuttosto marcato, legato in gran parte alla migliore gestione sul fronte coronavirus (il Sudafrica è uno dei pochi Paesi in cui non si è verificata una seconda ondata) ed in parte al *rally* dei metalli (il Sudafrica è il primo produttore al mondo di platino);
- Inoltre la politica monetaria è stata meno espansiva rispetto ad altre banche centrali emergenti. Il tasso (3,5%) seppur dimezzato, si trova ancora su livelli superiori al CPI (3,2%);
- Tuttavia, una volta che il virus andrà più in secondo piano e gli operatori torneranno a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali, emergono alcune criticità. In effetti, un tasso di disoccupazione tra i più alti in assoluto (oltre il 30%), stimolare la ripresa economica richiede uno sforzo fiscale importante. Tuttavia con un deficit/PIL al 15% quest'anno ed atteso sempre in doppia cifra anche 2021 non sarà facile per il governo locale trovare le risorse necessarie. Inoltre le quotazioni dei metalli sembrano aver già scontato una ripresa piuttosto sostenuta.
- Pertanto riteniamo che gran parte del movimento di apprezzamento dovrebbe essere già alle nostre spalle anche se, il buon livello di riserve (poco meno del 50% dell'import complessivo), rende potenzialmente credibile un intervento della Banca centrale nel frenare eventuali ondate svalutative;
- TARGET: EurZar - 19



# Yuan: un 2020 da incorniciare



	1T 2021	2T 2021	3T 2021	4T 2021
USD/CNY	6.55	6.50	6.45	6.45
EUR/CNY	7.86	7.93	7.93	7.93

Fonte Bloomberg

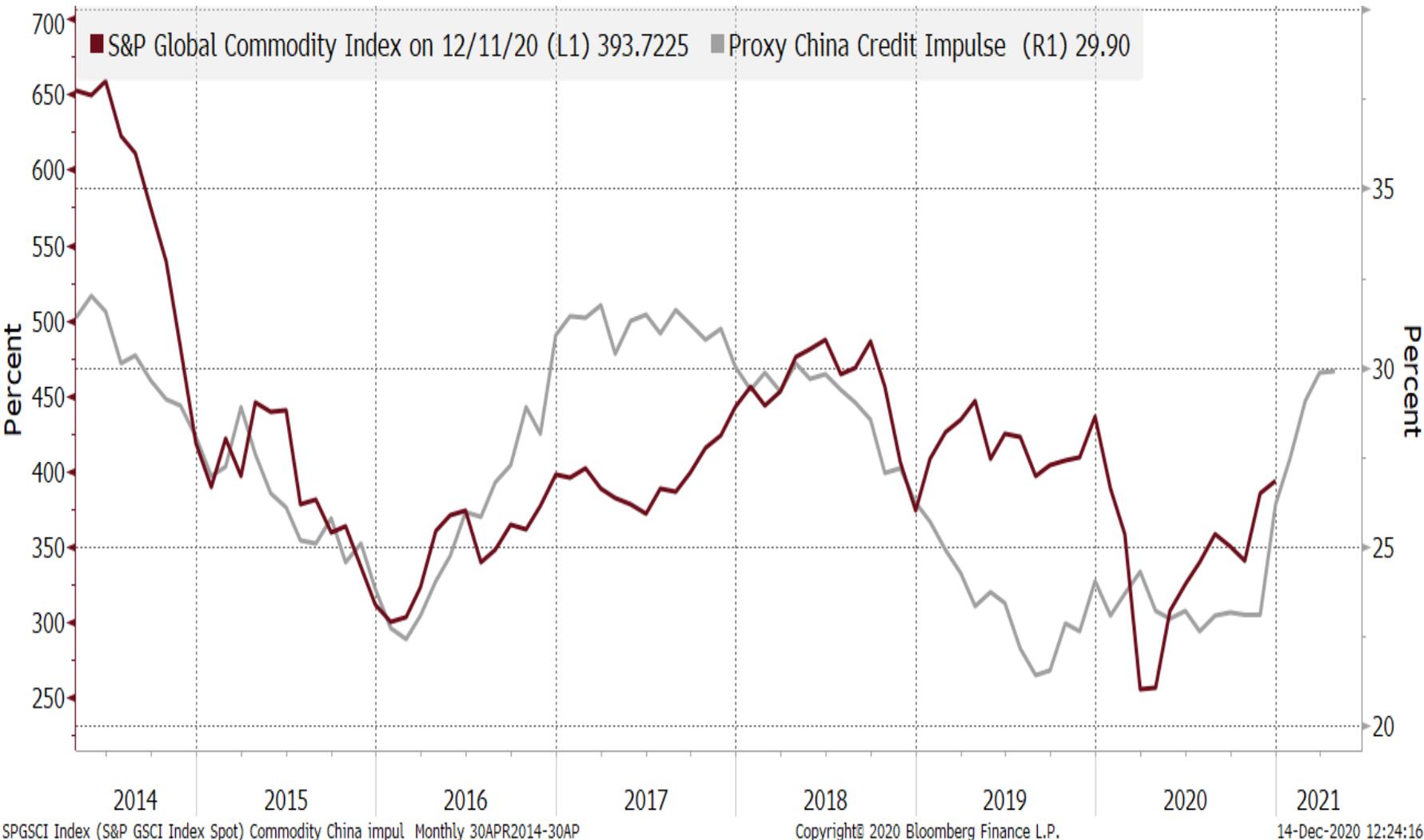
- La migliore gestione sul fronte coronavirus non poteva che riflettersi positivamente sullo **yuan**, non a caso una delle migliori valute YtD;
- Sicuramente ha contribuito anche la forte ripresa economica (uno dei pochi Paesi che non sperimenterà una recessione nell'anno in corso) e la vittoria di Biden visto le ostilità con il presidente Trump;
- Anche il quadro fondamentale risulta assai migliore rispetto agli altri Paesi emergenti: ampie riserve (sopra i 3100Mld\$), bilancia di parte corrente in deciso surplus e tassi reali ancora positivi;
- Tuttavia la divisa cinese sembra aver già scontato questa condizione migliorativa come testimoniato dal «filotto» di mesi consecutivi in apprezzamento vs dollaro (ben sei, non accadeva dal 2014);
- Viste anche le minori tensioni sul fronte commerciale, lo yuan è comunque atteso esibire un andamento meno volatile vs dollaro e, pertanto, almeno in termini direzionali, il cambio EurCny potrebbe essere esibire un andamento simile a quello dell'Eurodollaro;
- Anche dal consenso di Bloomberg, emerge un cambio UsdCny di fatto stabile all'interno del *range* 6,45-6,55 per tutto il 2021.
- TARGET: EurCny in trading range 7,70 (nella prima parte dell'anno) / 8.



# MATERIE PRIME



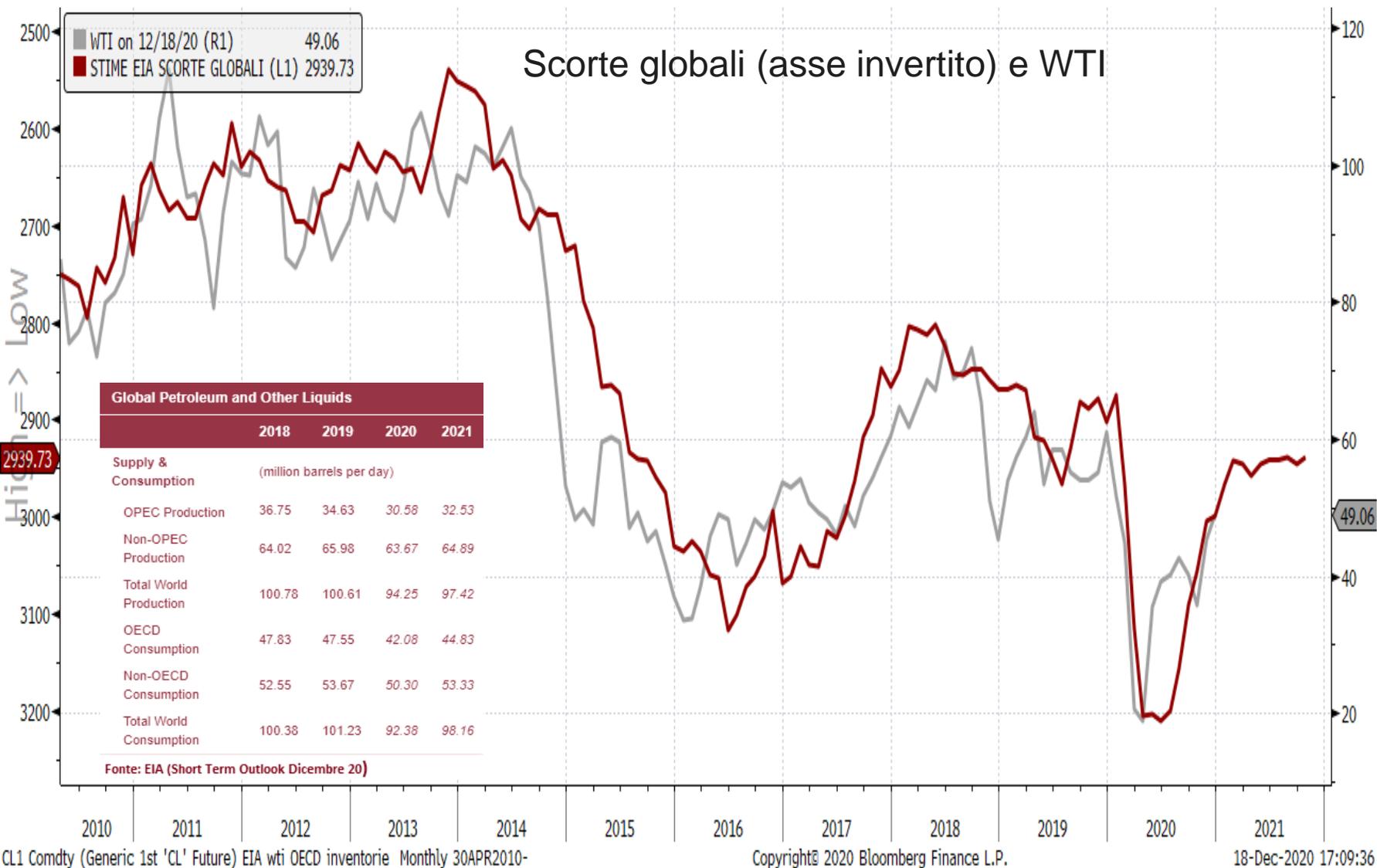
# Acquisti Cina attesi supportare il comparto ad inizio 2021



- 1) La proxy dello stimolo implementato dalle autorità Cinesi (che anticipa di circa 9 mesi l'andamento commodity index);
- 2) Il piano quinquennale Cinese che partirà a marzo 2021 con il Congresso Nazionale del Popolo;
- 3) la stagionalità favorevole di inizio anno.
- Tutto considerato, c'è spazio per una continuazione anche nel primo semestre del 2021, con gli acquisti che si dovrebbero bloccare a febbraio per il capodanno cinese e poi riprendere (ovviamente non con il ritmo osservato di recente).



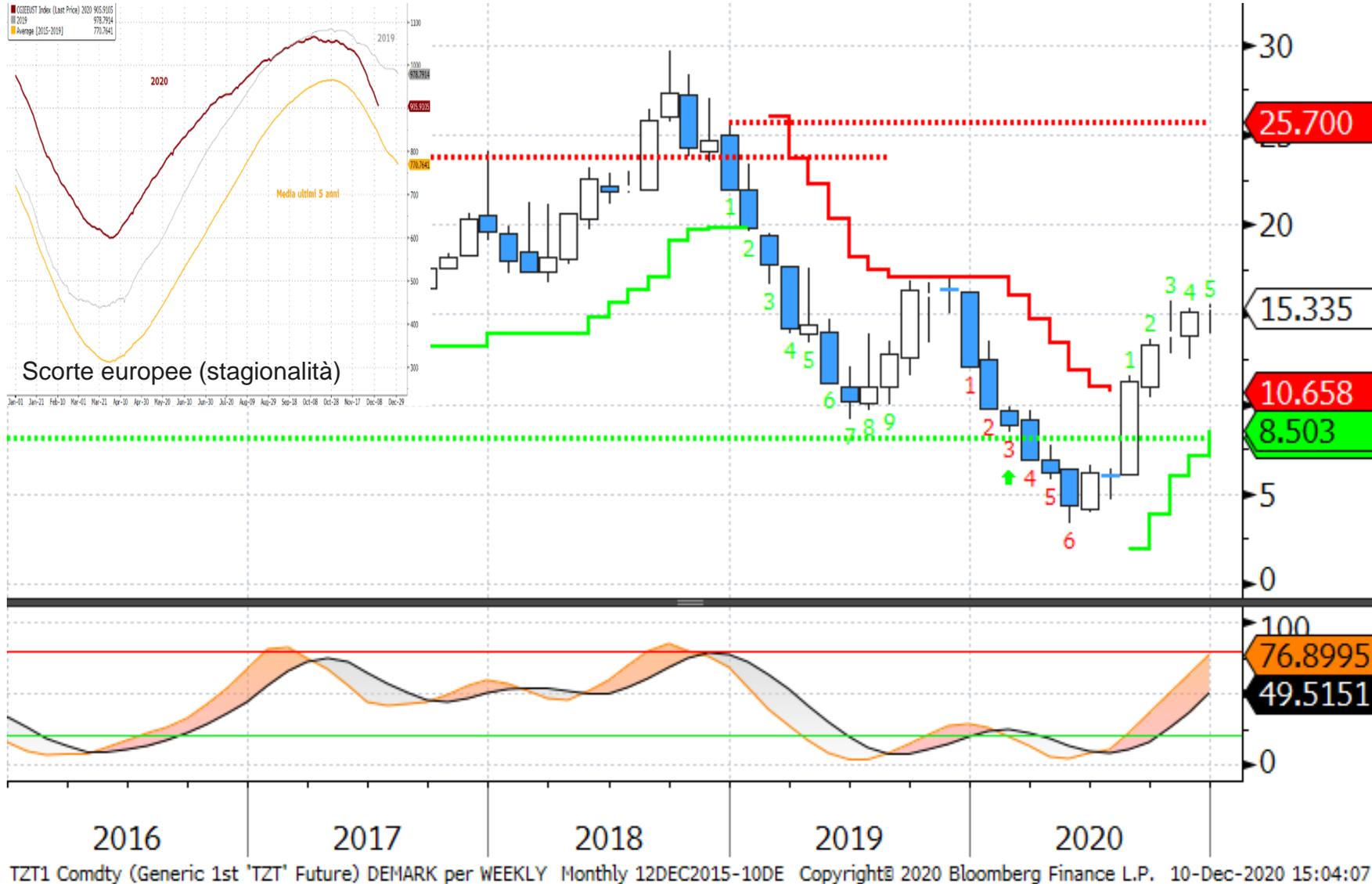
# Petrolio: stabilmente sopra i 50\$



- Il **2021** dovrebbe essere un anno caratterizzato dal **proseguimento del recupero della domanda** dopo il crollo del 2T 2020. Probabilmente sarà presente un deficit di produzione in tutti i trimestri dell'anno e questo contribuirà a ridimensionare le scorte (soprattutto a fine anno). La domanda asiatica è attesa rimanere forte e dovrebbe rafforzarsi anche quella europea e nordamericana grazie agli effetti positivi del vaccino (più evidenti dal secondo semestre)
- **L'interventismo dell'OPEC e dei suoi alleati** sul fronte produzione (di fatto la Banca centrale del petrolio) dovrebbe evitare cali duraturi delle quotazioni, intervenendo rapidamente sulla produzione nel caso di necessità.
- Ci aspettiamo prezzi del Brent stabilmente oltre i 50\$/b (media 54\$/B) nel corso del prossimo anno, con la possibilità di un temporaneo *overshooting* verso i 60\$ nel secondo semestre. Anche il WTI è atteso salire oltre 50\$, poiché se è vero che la produzione USA beneficerà di prezzi più elevati, lo shock avvenuto nel 2020 limiterà l'output a poco più di 11 mln b/g nella prima parte dell'anno (un ammontare di poco superiore ai valori attuali)



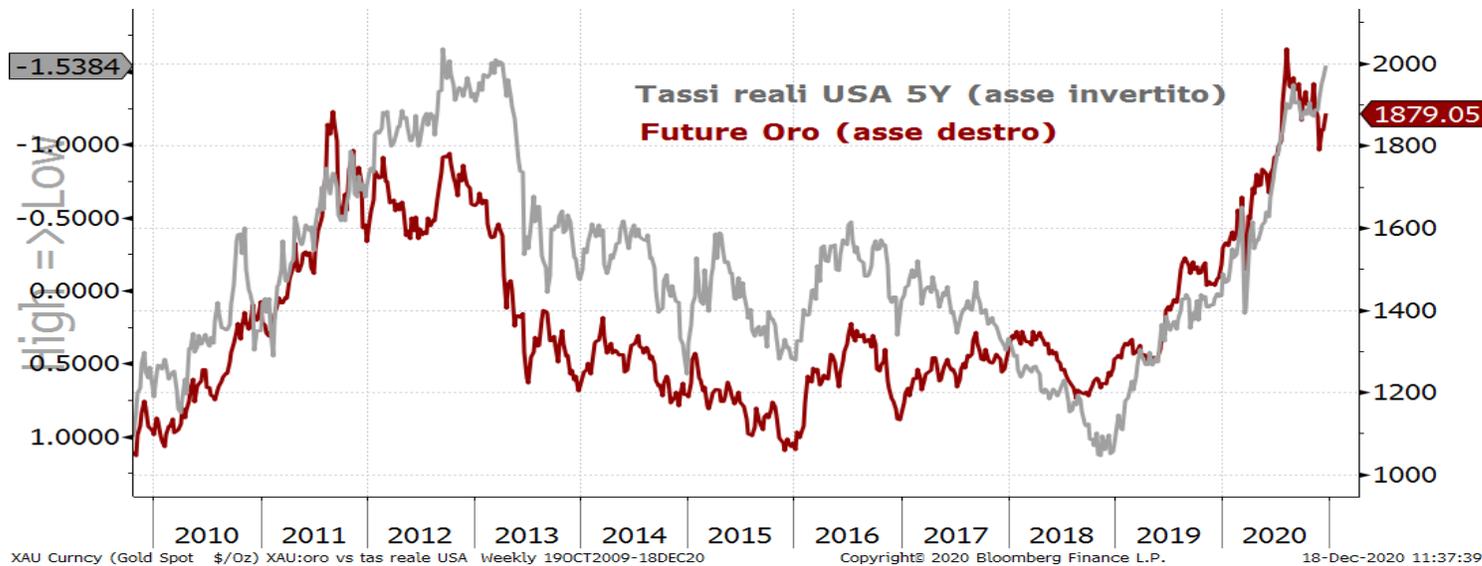
# Gas TTF: atteso 2021 migliore del 2020



- Nel 2020 i future sul TTF hanno toccato i minimi storici nel momento più acuto della crisi pandemica, per poi recuperare nel corso del secondo semestre e ritornare ai livelli pre-pandemici.
- Come si può vedere dal grafico a fianco, per gran parte del 2020 le **scorte europee** sono state su livelli particolarmente elevati e solo nell'ultimo trimestre c'è stato un brusco calo (anche se restano ancora superiori alla media a 5 anni, ma non di molto)
- Alla luce dello scenario economico atteso per il 2021 che vede un recupero, riteniamo che il prossimo anno le **quotazioni mediamente saranno su valori più elevati rispetto al 2020**. In linea con la stagionalità potrebbe esserci una fase di debolezza nei primi mesi dell'anno che potrebbe riportare i prezzi verso area 10€, seguita da un recupero nel 2H con possibilità di arrivare verso i 20€. La policy delle autorità europee improntata verso progetti «*environment friendly*» nei prossimi anni, potrebbe strutturalmente aumentare la domanda di gas a scapito di altri combustibili fossili (almeno per i primi anni).



# Oro: in rialzo nella prima parte dell'anno



➤ La recente correzione dell'oro, guidata dai **deflussi dagli ETF mondiali** grazie al clima di ottimismo sui mercati indotto dagli sviluppi sul vaccino, ha portato ad una divergenza di breve periodo con i tassi reali USA.

➤ Riteniamo che la correzione sia **temporanea** e nel 2021 l'oro **aggiungerà i massimi storici** grazie a:

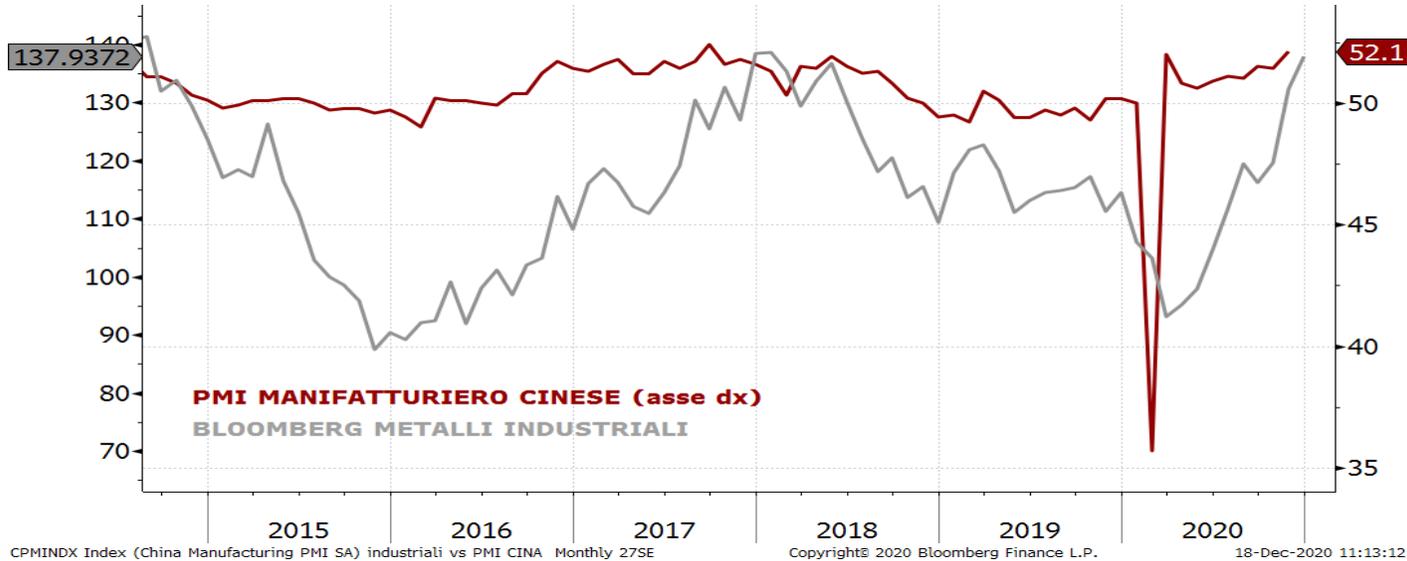
- 1) **tassi reali** che resteranno su livelli contenuti pur in un contesto di graduale rialzo dei nominali, grazie a Banche centrali ancora accomodanti
- 2) proseguimento dell'inserimento del metallo nei **portafogli istituzionali** in ottica di *asset allocation* alla luce del contesto di tassi bassi/negativi a livello globale
- 3) crescita importante dell'**indebitamento dei governi** a causa delle misure di sostegno implementate per contrastare gli effetti collaterali legati al virus

➤ Dal 1995, quando un anno si è chiuso con una **performance superiore al 20%** (adesso +23% ytd), anche **l'anno successivo è stato mediamente molto positivo** (tale evento si è verificato 5 volte con una performance media pari al +19% sullo spot).

➤ Pertanto, crediamo che l'oro **possa tornare nel corso dell'anno a rivedere i recenti massimi storici in \$ prima e eventualmente nuovi massimi storici in area 2.200, poi.**



# Metalli industriali: acquistare sulla debolezza

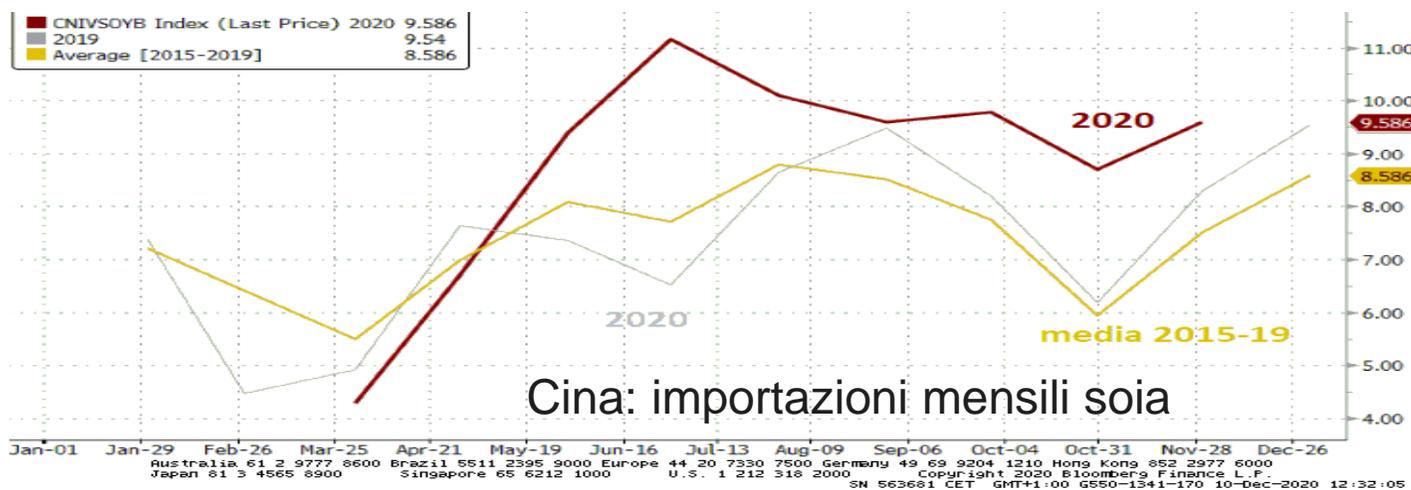


- Il rally dai minimi del 2020 è stato troppo rapido ed è possibile un **incremento della volatilità** nella fase iniziale del 2021, qualora la Cina riducesse il ritmo dei consumi durante l'inverno.
- L'andamento dell'**attività manifatturiera/edilizia cinese** è stata la variabile chiave in questo 2020, portando l'indice Bloomberg Metalli Industriali al massimo dal 2018. La forte domanda cinese legata al piano in infrastrutture ha spinto al ribasso le scorte locali (in particolare su rame).
- Nel **2021 è atteso un proseguimento del recupero della domanda globale**, grazie anche al rafforzamento delle economie globali ex-Cina ed alla maggiore richiesta dal settore energie rinnovabili.
- Ci aspettiamo che saranno toccati prezzi più elevati rispetto agli attuali su tutti i principali metalli non ferrosi, anche se visto il **forte ipercomprato tecnico** suggeriamo di aspettare fasi di correzione anche marcata (che probabilmente potrebbero esserci già nel primo semestre) per effettuare coperture rialziste.
- Vediamo il 2021 come un anno di ampio trading range con la parte superiore delimitata dai seguenti target rialzisti 2021: rame 8400/8800, alluminio 2200-2400, nichel 19000/20000\$, zinco oltre 3000\$ potenzialmente 3600\$.





# Soia: possibile salita verso i 1400/1600c\$



- La soia è ai massimi da sei anni su domanda cinese sostenuta, in un contesto di clima sfavorevole ai raccolti in Brasile (primo esportatore mondiale) e tensioni salariali in Argentina (principale esportatore di farina e olio di soia).
- Le **importazioni cinesi** sono aumentate nel corso dell'anno (+18% nei primi 11 mesi dell'anno), grazie all'accordo commerciale che ha riportato gli acquisti sulla soia USA, di fatto bloccati nella fase più acuta della guerra commerciale.
- Nel **breve** le quotazioni potrebbero non riuscire a stabilizzarsi la resistenza 1200c\$/bushel, visto anche il posizionamento speculativo netto lungo a livelli quasi record che, pertanto, potrebbe dar luogo a **marcate prese di profitto**.
- Riteniamo che la presenza de La Niña aumenti di molto la probabilità di una **salita dei prezzi verso 1400/1600 nel corso del 2021**, livelli che però potrebbero essere toccati solo in via temporanea visto che il rapporto scorte/consumi mondiali in questo momento è su livelli più elevati rispetto al 2010/12 (ultimo periodo di forte intensità de La Niña). In caso di correzione, area 1000/950 rappresenta un buon livello di supporto



# Caffè Arabica: sulla debolezza da comprare

Table 3: World Supply/Demand Balance

Coffee year commencing	2015	2016	2017	2018	2019*	2018/19	% change
<b>PRODUCTION</b>	<b>157 160</b>	<b>160 713</b>	<b>166 476</b>	<b>171 378</b>	<b>168 553</b>		<b>-1.6%</b>
Arabica	91 083	100 686	97 478	100 827	95 732		-5.1%
Robusta	66 077	60 027	68 998	70 551	72 822		3.2%
Africa	15 566	16 539	17 307	18 858	18 855		0.0%
Asia & Oceania	51 837	47 930	52 203	48 098	50 074		4.1%
Mexico & Central America	17 106	20 322	21 727	21 739	20 760		-4.5%
South America	72 651	75 921	75 240	82 682	78 865		-4.6%
<b>CONSUMPTION</b>	<b>155 672</b>	<b>158 771</b>	<b>161 608</b>	<b>169 113</b>	<b>167 592</b>		<b>-0.9%</b>
Exporting countries	47 349	48 334	49 686	50 275	50 003		-0.5%
Importing countries (Coffee Years)	108 323	110 437	111 922	118 838	117 589		-1.1%
Africa	10 768	10 702	11 087	11 734	11 671		-0.5%
Asia & Oceania	32 964	35 059	35 124	37 396	37 067		-0.9%
Mexico & Central America	5 309	5 193	5 273	5 433	5 426		-0.1%
Europe	52 398	52 147	53 262	55 614	55 089		-0.9%
North America	28 934	29 559	29 941	31 779	31 434		-1.1%
South America	25 299	26 111	26 922	27 156	26 905		-0.9%
<b>BALANCE</b>	<b>1 488</b>	<b>1 942</b>	<b>4 868</b>	<b>2 265</b>	<b>961</b>		

In thousand 60-kg bags  
\*preliminary estimates  
Fonte: International Coffee Organization (Monthly report novembre)



- Il 2020 è stato un anno di trading range ampio, con le quotazioni che hanno inizialmente risentito del calo della domanda globale legato al Covid, per poi beneficiare del suo recupero. Nell'ultimo mese i prezzi sono saliti su ritardi produttivi in Vietnam e problematiche meteo in Brasile e centroamerica.
- L'ICO questo mese ha rivisto al ribasso le stime sul surplus globale 19/20 (stagione terminata a settembre) a 961.000 sacchi da 126 mln precedentemente stimati.
- Per il 2021 sarà importante l'evoluzione del clima nelle prossime settimane in Sud America, poiché esiste il rischio che i raccolti possano danneggiarsi.
- In un contesto di andamento climatico nella media, riteniamo che prezzi in area 90/100c\$/libbra potrebbero essere un buon livello di copertura al rialzo visto che non ci attendiamo neppure un forte deprezzamento del real (a parità di altri fattori, il deprezzamento comporta prezzi del caffè arabica più bassi).
- In caso di danni importanti ai raccolti è possibile una salita verso i 150c\$, causa combinazione minore offerta e consumi in recupero.

KC1 Comdty (Generic 1st 'KC' Future) TD MANNUX DAILY Weekly 19DEC2018-18DEC2020 Copyright© 2020 Bloomberg Finance L.P. 18-Dec-2020 11:06:59



# Il 2021 in numeri

		2020	2021
PIL REALE (% a/a)	USA	-3,5%	3,9%
	EUROZONA	-7,4%	3,8%
CPI (% a/a)	USA	1,2%	2,1%
	EUROZONA	0,3%	0,8%
TASSI D'INTERESSE f.p.	Fed Funds	0%-0,25%	0%-0,25%
	BCE Deposit Rate	- 0,5%	- 0,5%
	US TREASURY 10 Y	0,95%	1%
	Bund 10Y	-0,55%	-0,30%
TASSI DI CAMBIO f.p.	EURUSD	1,22	1,18
	EURJPY	126	123
	EURGBP	0,91	0,88
MATERIE PRIME f.p.	BRENT (\$/barile)	51	56
	ORO (\$/oncia)	1900	1850

Nota: Dati Bloomberg aggiornati al 18 dicembre 2020.





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.



