



**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472

## **2024: Scenari e Prospettive dei mercati finanziari**

Market Strategy – Banca MPS

Dicembre 2023

# INDICE

1. CONTESTO DI MERCATO
2. AZIONARIO e TASSI
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME
5. PREVISIONI 2024



# Contesto: 2024 anno dei tagli, ma il mercato si è spinto troppo oltre

**Contesto** – Per il 2024 ci aspettiamo che la morsa dell'inasprimento monetario si faccia sentire sull'economia producendo, in un contesto di minore supporto dell'impulso fiscale, un rallentamento che potrebbe sfociare in una lieve recessione negli **Stati Uniti**. In **Eurozona**, lo scenario base è quello di una **stagnazione economica prolungata** con crescita anemica, mentre in **Cina** la crescita dovrebbe consolidarsi, sostenuta dalle misure messe in campo di recente dalle autorità. Il processo disinflazionistico in atto dovrebbe continuare, a meno di nuovi shock esogeni, sebbene ad un ritmo più contenuto rispetto al recente passato, con l'inflazione in Eurozona che ci attendiamo tornare al 2% già per metà 2024.

**Banche Centrali - Il 2024 sarà l'anno dei tagli.** La prima dovrebbe essere la Fed nel secondo trimestre. In Eurozona, la BCE ha concluso il ciclo di rialzi e ha già pianificato la riduzione del bilancio il prossimo anno con l'annuncio a dicembre di un *tapering* sul PEPP da 7,5 Mld€ al mese per la seconda parte del 2024, oltre alla scadenza dei titoli del portafoglio APP (circa 350 Mld€) e di circa 390 Mld€ di TLTRO. Il mercato prezza 150pb di tagli complessivi per il prossimo anno (noi crediamo che saranno meno, intorno ai 75pb, max 100pb).

**Azionario** – Il movimento di rialzo dei mercati registrato in questo ultimo trimestre dell'anno è stato straordinario sia per intensità che per durata. I **mercati azionari stanno ora prezzando uno scenario di *soft landing***, con l'economia che rallenta ma resta positiva e i profitti aziendali continuano a crescere supportata anche dal taglio tassi da parte delle Banche centrali innescato dal rapido declino dell'inflazione verso il 2%. L'inizio dell'anno, il probabile temporaneo rialzo dei rendimenti, potrebbe portare ad una pausa nel movimento, dati i livelli raggiunti. Tuttavia, i listini (specialmente quelli USA) dovrebbero continuare ad essere **ben supportati almeno fino a quando non si osserverà un deciso indebolimento dell'economia USA** (e.g. primi numeri negativi sui nuovi occupati).

**Obbligazionario** – Il forte calo dei rendimenti registrato negli ultimi due mesi sulla parte medio lunga della curva ha cancellato il rialzo registrato nel 2023, culminato con il picco ad ottobre con la conclusione del ciclo dei rialzi. **Il mercato obbligazionario prezza sei tagli dei tassi** da parte delle BC (ad iniziare dalla primavera), uno scenario compatibile con una (seppur lieve) recessione. Al momento **questa attesa, ci sembra eccessiva** e potrebbe portare ad un rimbalzo con l'inizio dell'anno, un periodo caratterizzato dal ritorno alle emissioni da parte dei governi che devono finanziare importanti deficit di bilancio. Successivamente, ci attendiamo una ripresa del trend di ribasso con i rendimenti dovrebbero tornare ai livelli attuali o poco sotto nel corso della restante parte dell'anno.

**Forex** – Lo scenario di una crescita statunitense in rallentamento/contrazione e di una Fed che inizia a tagliare è quello (secondo la teoria del c.d. *dollar smile*) in cui il dollaro si indebolisce maggiormente. Il cambio EurUsd è atteso oscillare all'interno dell'intervallo 1,05-1,12 con valore medio di 1,08/1,09, in linea con il differenziale tassi, stazionando sulla parte alta del *range* se i numeri sull'economia USA dovessero peggiorare e tornare verso la parte bassa nei momenti di *risk-off* in ottica di valuta rifugio.

**Materie prime** - Il 2024 non si prospetta essere un anno facile per le materie prime nel loro complesso a causa della rallentamento/possibile recessione USA e degli effetti ritardati della restrizione monetaria implementata a livello di G3 (in particolare negli USA e in Eurozona). Ci aspettiamo un ritorno sui massimi per l'oro e trading range sul petrolio.

**Rischi** – I principali rischi allo scenario base sono legati essenzialmente all'esacerbazione/estensione dei conflitti in essere o alla possibilità che in Cina la crisi immobiliare sfugga di mano, con ripercussioni negative sulla congiuntura globale.



# 2024: tra recessione, stagnazione e disinflazione



| USA        | 2023 | 2024      |
|------------|------|-----------|
| PIL        | 2,4  | 1,2 (0,8) |
| INFLAZIONE | 4,1  | 2,7 (2,6) |

➤ Nel 2024 sono attesi concretizzarsi gli effetti negativi dei rialzi dei tassi messi in campo dalle principali banche centrali, che con i tagli cercheranno di agevolare un atterraggio morbido.



| EURO       | 2023 | 2024      |
|------------|------|-----------|
| PIL        | 0,5  | 0,6 (0,4) |
| INFLAZIONE | 5,5  | 2,5 (2,3) |

➤ Negli USA, l'inflazione è attesa continuare a rallentare e raggiungere l'obiettivo del 2% a fine anno a meno di nuovi shock esogeni. Sul fronte crescita il nostro scenario base vede un deciso rallentamento, che potrebbe trasformarsi in una lieve recessione, legato principalmente ad una debolezza dei consumi.



| IT         | 2023 | 2024      |
|------------|------|-----------|
| PIL        | 0,7  | 0,4 (0,3) |
| INFLAZIONE | 6,1  | 2,2 (1,9) |

➤ Area euro, l'inflazione sta rallentando a ritmi sostenuti, sia nella componente principale che in quella «core». Quella complessiva dovrebbe raggiungere il target già a primavera. Non escludiamo una discesa anche al di sotto del target qualora i prezzi energetici dovessero rimanere sugli attuali livelli. A livello di crescita il 2024 si presenta come un anno di stagnazione economica.



| EM         | 2023 | 2024 |
|------------|------|------|
| PIL        | 3,9  | 4,1  |
| INFLAZIONE | 6,1  | 6,7  |

➤ In Cina, è atteso un consolidamento della crescita, con consumi che stentano a ripartire in maniera decisa. Nonostante le recenti misure messe in campo, le autorità potrebbero essere costrette ad intervenire nuovamente.

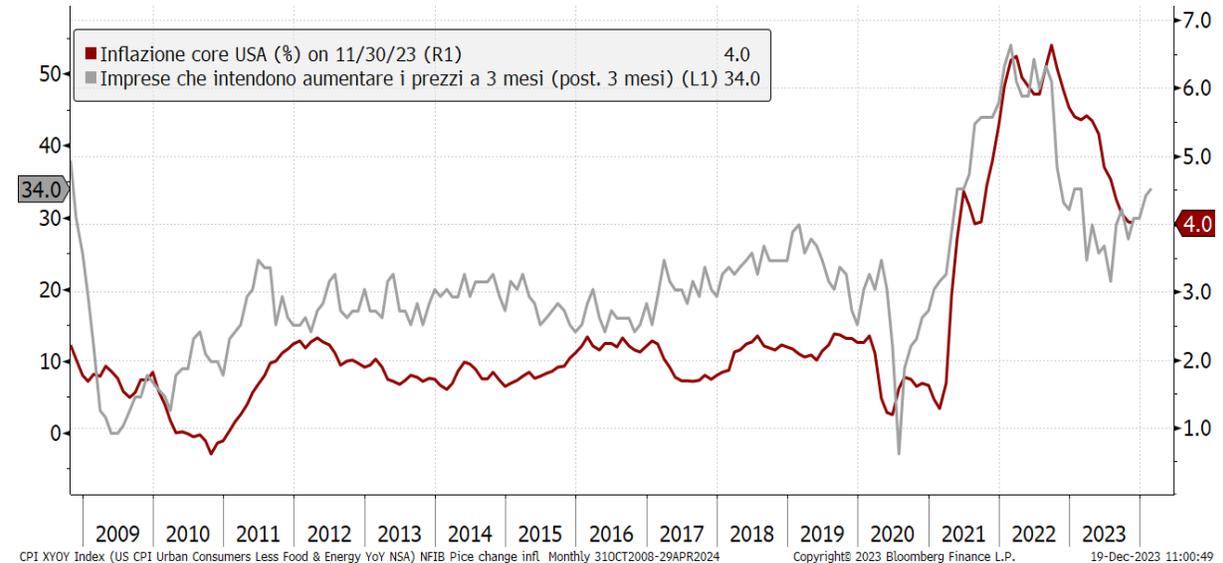
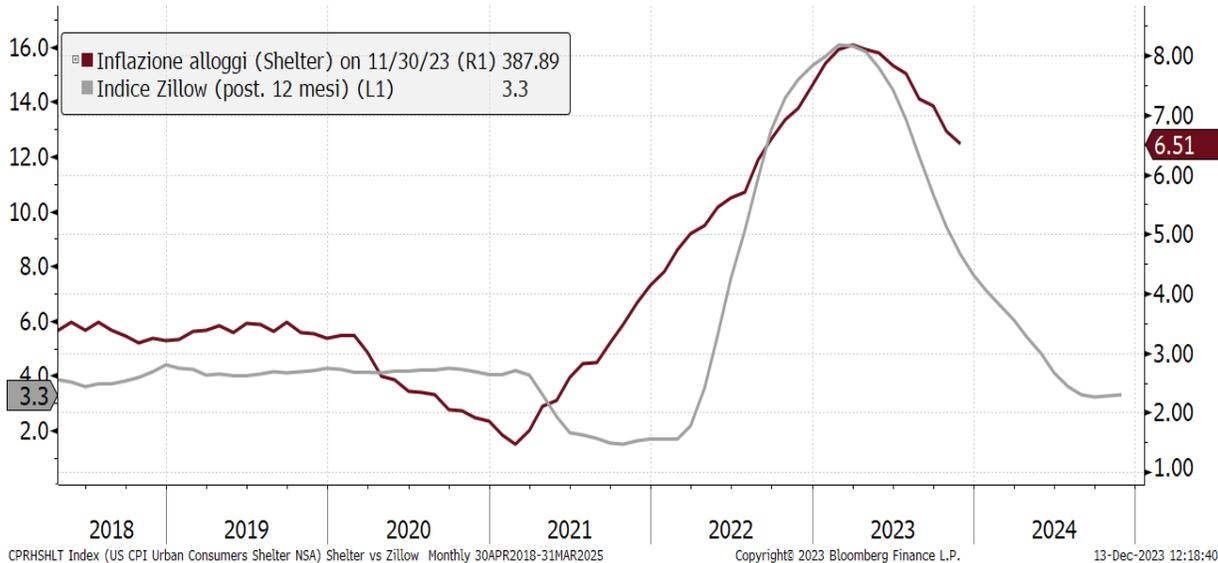
Fonte: Economic Forecast Bloomberg (dati al 19 dicembre 2023, in %); tra parentesi previsioni MPS.



# Inflazione USA: il processo disinflattivo è in atto



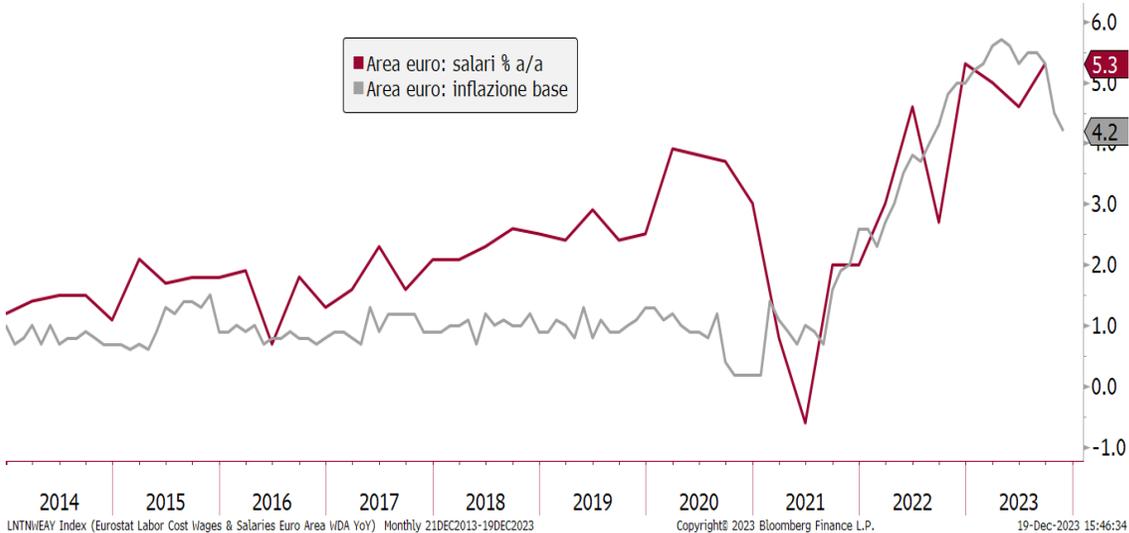
- ✓ Nel 2024 ci attendiamo una prosecuzione del trend di rallentamento con l'inflazione «headline» che negli USA vediamo tornare verso il target entro fine anno, trainata al ribasso oltre che dal settore energetico e dei beni (già in contrazione) anche da quello dei servizi. Tuttavia, nel breve termine non escludiamo una fase di stallo nella discesa/momentanea risalita, alla luce delle indicazioni emerse dagli indici PMI e dal sondaggio delle piccole imprese (NFIB).
- ✓ La componente base («core») rimane più resiliente, sostenuta principalmente dagli **costi legati alle abitazioni (shelter)** che nel 2023 hanno rallentato meno delle attese. Tale trend tuttavia, sulla base di alcuni indicatori anticipatori (e.g. indice Zillow) è atteso proseguire anche nel 2024 contribuendo alla discesa dell'inflazione base, attesa portarsi in prossimità del 3% entro fine anno.



# Inflazione Euro: la direzione è verso il 2% a metà 2024



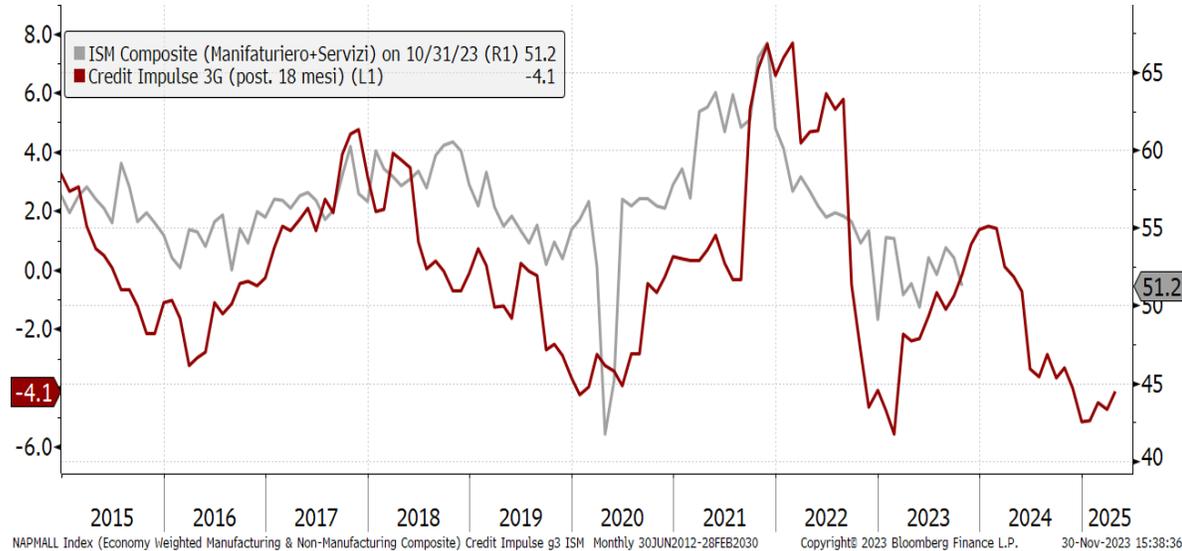
- ✓ Nel 2023 l'inflazione in Eurozona ha registrato una rapida discesa legata principalmente alle minori pressioni energetiche e ad un effetto confronto positivo con il 2022. Nel corso dell'anno si è registrato non solo un deciso calo della componente energetica, ma anche quella alimentare e servizi hanno dato un importante contributo alla discesa. Diversi paesi all'interno dell'Area presentano già un'inflazione inferiore al 2% (e.g. a novembre Belgio allo 0,8% e Olanda 1,4%).
- ✓ Per il 2024 è prevista una continuazione di tale trend, su attese di prezzi energetici che resteranno su livelli contenuti e minore domanda da consumi in un contesto di economia in stagnazione. L'inflazione generale è pertanto attesa tornare verso il 2% intorno a metà 2024. A preoccupare le autorità monetarie sono soprattutto i **salari**, in rapida salita nell'ultimo anno. Questo fattore inciderà sulle decisioni di politica monetaria più di quanto possa fare un ritorno rapido dell'inflazione al 2%, che in ogni caso dovrà essere sostenibile per innescare un ciclo di tagli.



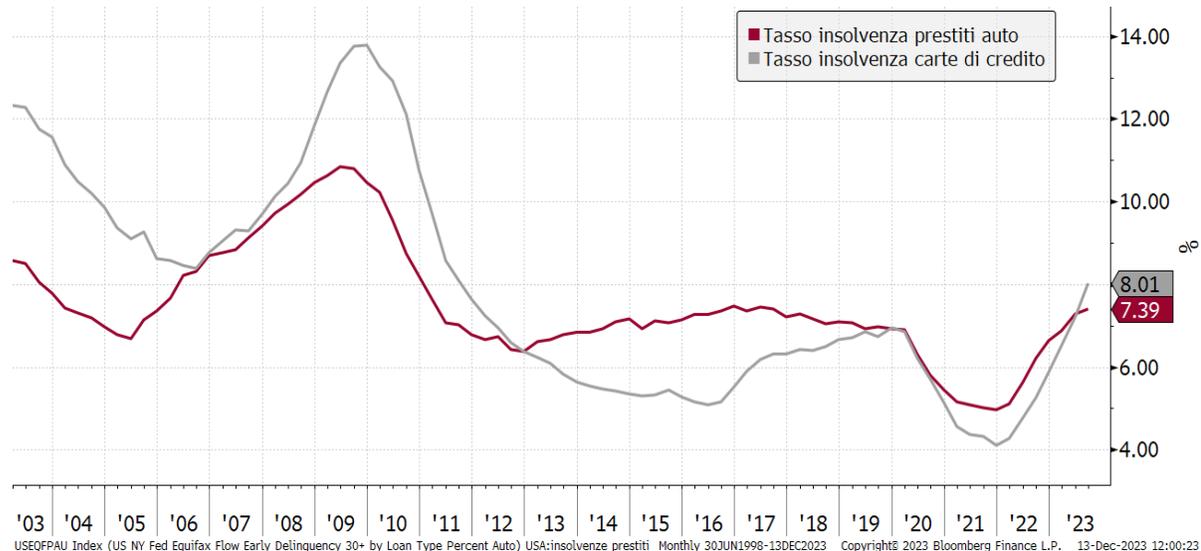
NOTA: Stime Market Strategy MPS



# Crescita USA: per ora tiene, ma aumentano i segnali di stress...



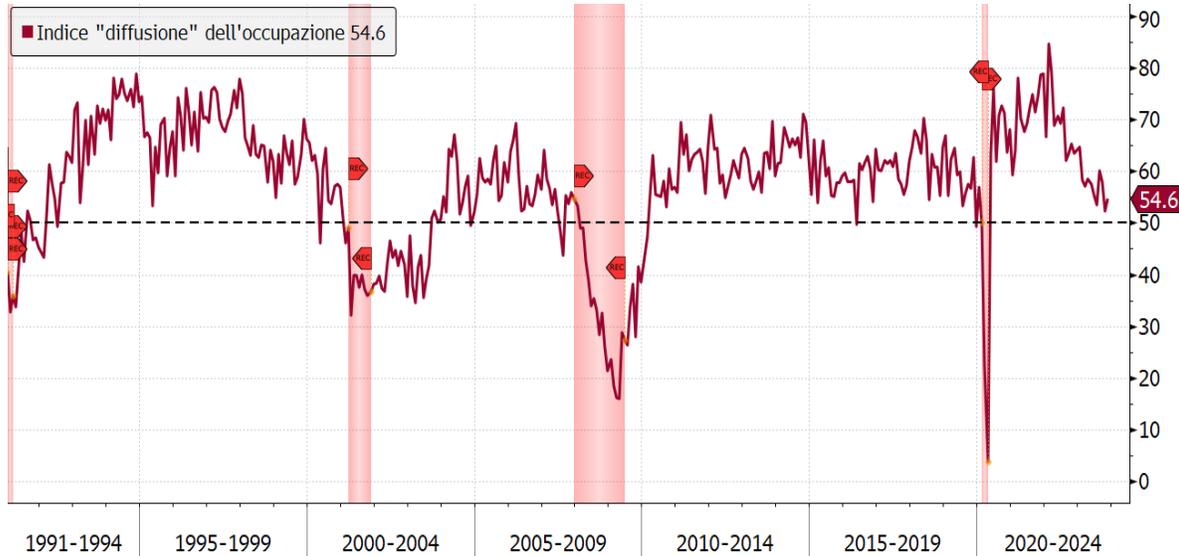
✓ La **crescita USA** ha sorpreso quest'anno per la sua resilienza, con il 2023 che dovrebbe chiudersi con un PIL intorno al 2,4%. Guardando al 2024, tuttavia, dovremmo iniziare a vedere alcuni segnali di indebolimento considerando che la politica monetaria restrittiva delle banche centrali tende a manifestarsi con un certo ritardo sull'economia. Il *credit impulse*, ovvero lo stimolo di credito verso l'economia, anticipa un nuovo calo dell'ISM a partire dalla prossima primavera (cfr. grafico) e quindi un indebolimento a tendere dell'economia. Pertanto siamo dell'idea che gli USA rallenteranno con possibilità di una lieve recessione nella seconda parte del 2024. Per gli amanti delle statistiche, lo scenario di *soft landing*, ovvero di rallentamento della crescita senza il manifestarsi di una recessione, a valle di un ciclo di inasprimento monetario, si è realizzato negli ultimi 50 anni in solo in due occasioni (metà anni '80 e '90).



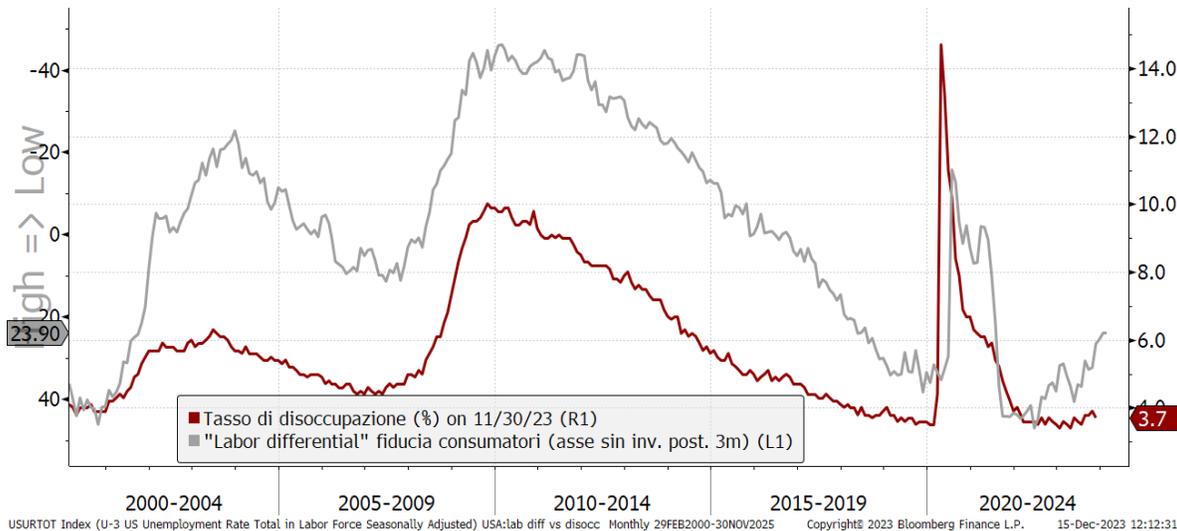
✓ I **consumi negli USA** sono stati il fattore che fino ad ora ha sostenuto la crescita grazie ad un mercato del lavoro tonico e al sostegno fiscale che tuttavia sta venendo meno. Allo stesso tempo i consumatori americani sono tornati ad utilizzare in maniera massiccia carte di credito e credito al consumo. La combinazione di tassi elevati a lungo e di deterioramento del mercato del lavoro dovrebbe avere un crescente impatto **sui tassi di insolvenza** che al momento, sebbene rimangano su livelli storicamente bassi, evidenziano una marcata accelerazione (cfr. grafico).



# ... con il mercato del lavoro che inizia a dare segni di cedimento



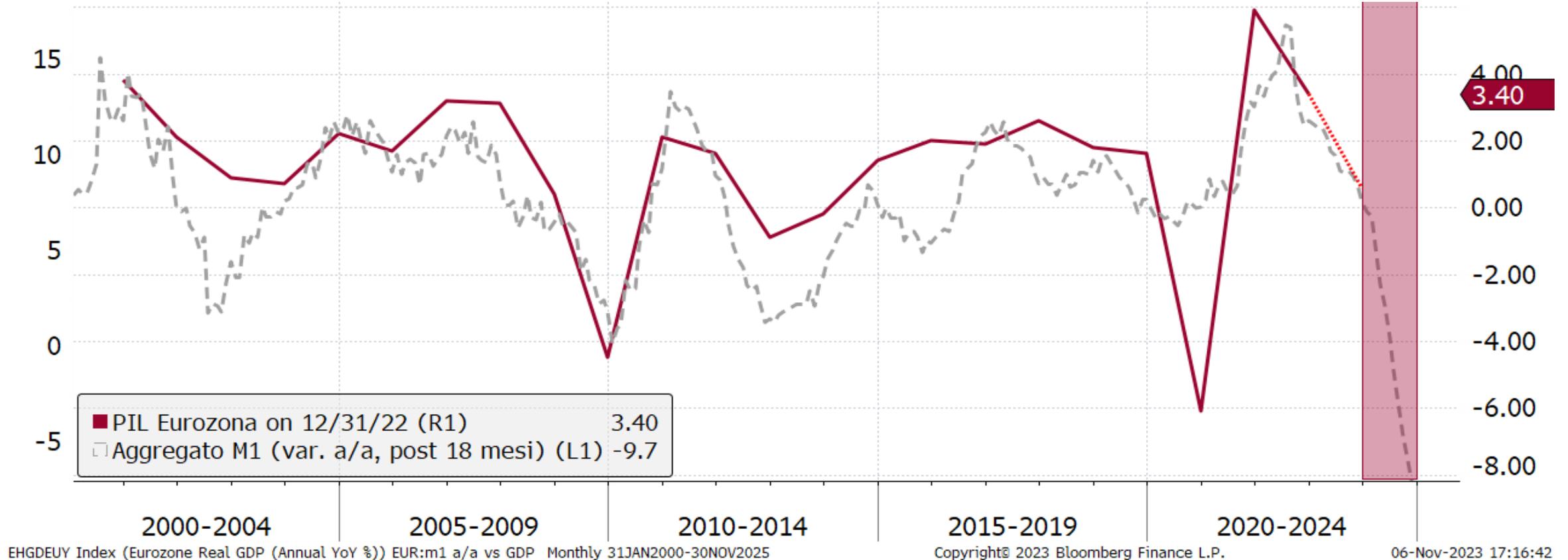
✓ Il mercato del lavoro si è finora dimostrato molto tonico con le nuove buste paga che negli ultimi mesi di quest'anno sono cresciute ad un ritmo medio di 200mila unità. Tuttavia, sullo sfondo iniziano ad emergere segnali di indebolimento. I nuovi posti di lavoro, infatti, iniziano ad essere concentrati in un numero sempre più ristretto di settori, come si evince dall'indice di diffusione dell'occupazione (cfr. grafico) che misura la percentuale di industrie che stanno creando occupati in rapporto a quelle che stanno licenziando. L'indice è ormai prossimo alla soglia 50 al di sotto della quale si registrerebbe un chiaro segnale di debolezza del mercato del lavoro che storicamente ha anticipato il potenziale inizio di una fase recessiva.



✓ Segnali di un peggioramento del mercato del lavoro ci giungono anche dal sondaggio del *Conference Board* sulla fiducia dei consumatori. L'indice *labor differential*, misurato come la differenza tra coloro che vedono ancora abbondanza di posti di lavoro (*jobs plentiful*) e coloro che hanno invece difficoltà a trovare lavoro (*jobs hard to get*) sta scendendo da diversi mesi. Storicamente tale indicatore ha ben anticipato la dinamica del tasso di disoccupazione (cfr. grafico), segnalando come nella parte centrale del 2024 la disoccupazione potrebbe tornare sopra al 4%. Il ritorno del tasso di disoccupazione stabilmente sopra al 4% farebbe tra l'altro scattare la c.d. «*Sahm rule*», ovvero un indicatore sviluppato dall'economista Fed Claudia Sahm, che ha ben anticipato in passato l'inizio di una fase recessiva.



# Eurozona: stagnazione in vista



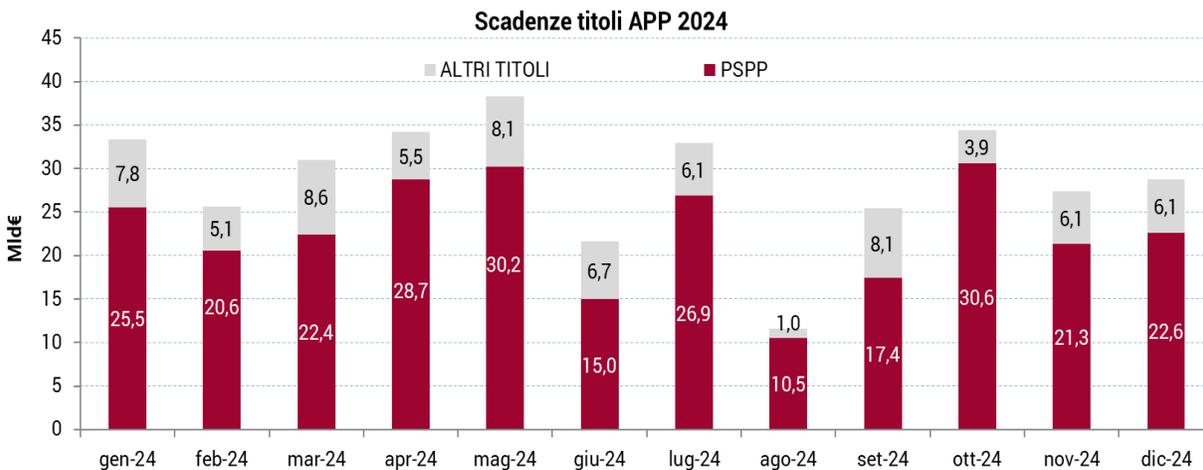
- ✓ Storicamente l'andamento della liquidità in circolazione ha anticipato l'evoluzione della crescita in Eurozona con un orizzonte temporale di circa 18 mesi. Alla luce di ciò, e considerata la riduzione della liquidità in circolazione per effetto del tentativo di normalizzazione della politica monetaria, nel 2024 è lecito attendersi una **crescita prossima allo zero**. Riteniamo che l'effetto fortemente recessivo determinato dalla contrazione dell'aggregato M1, sarà bilanciato da un supporto ai consumi derivante dalla crescita reale dei salari (al netto dell'inflazione) e dalla spesa governativa ancora espansiva.



# BCE: l'attenzione si sposta sui tagli



- ✓ La BCE, terminato il ciclo di rialzi, ha già pianificato una riduzione del bilancio il prossimo anno, con l'annuncio a dicembre di un *tapering* sul PEPP da 7,5 Mld€ al mese per la seconda parte del 2024 e lo stop integrale dei reinvestimenti a fine anno, oltre alla scadenza dei titoli del portafoglio APP (circa 350 Mld€) e 390 Mld€ circa di TLTRO.
- ✓ In ottica 2024, il mercato swap prezza 150pb di tagli complessivi dei tassi. Un ammontare eccessivo a nostro avviso, non tanto per il mix atteso di crescita (debole) e inflazione (ritorno al 2% a fine 2024), quanto per l'attitudine dell'Istituto a muoversi con cautela, considerato che prima di metà anno non si avranno informazioni precise sull'evoluzione delle contrattazioni salariali in corso.
- ✓ Le nostre attese pertanto sono per 75pb (max 100pb) di riduzione complessiva dei tassi nel 2024, con un primo taglio che potrebbe avvenire nella parte centrale dell'anno.



Fonte: elaborazione Market Strategy su dati BCE



ESTR24 U Index (ESTR24) EUR: tagli BCE 2024 Daily 03JAN2023-14DEC2023

Copyright © 2023 Bloomberg Finance L.P.

14-Dec-2023 17:15:44

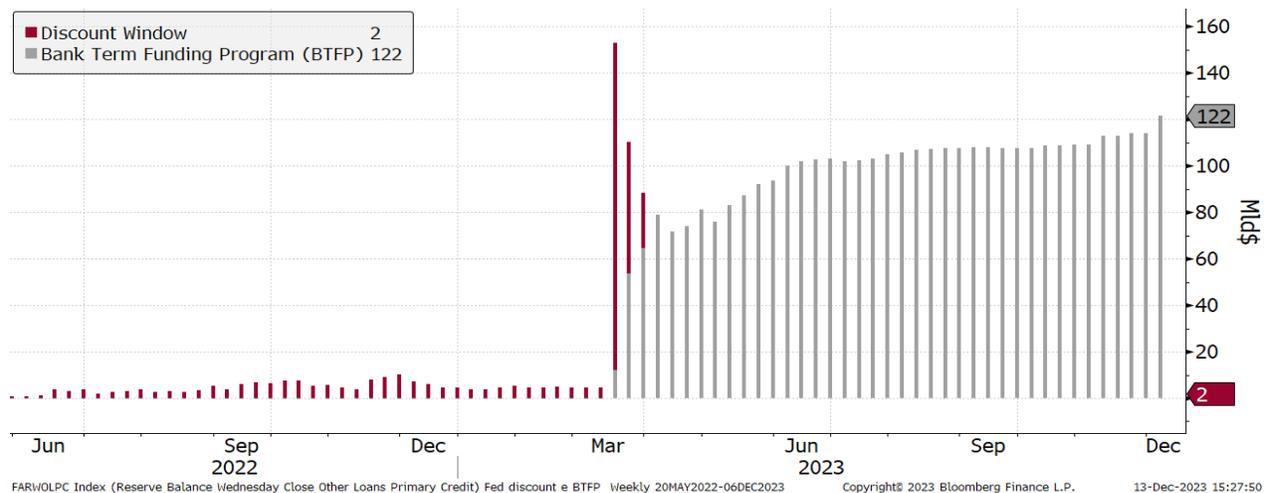


# Fed: quanto a lungo rimarranno elevati i tassi ?

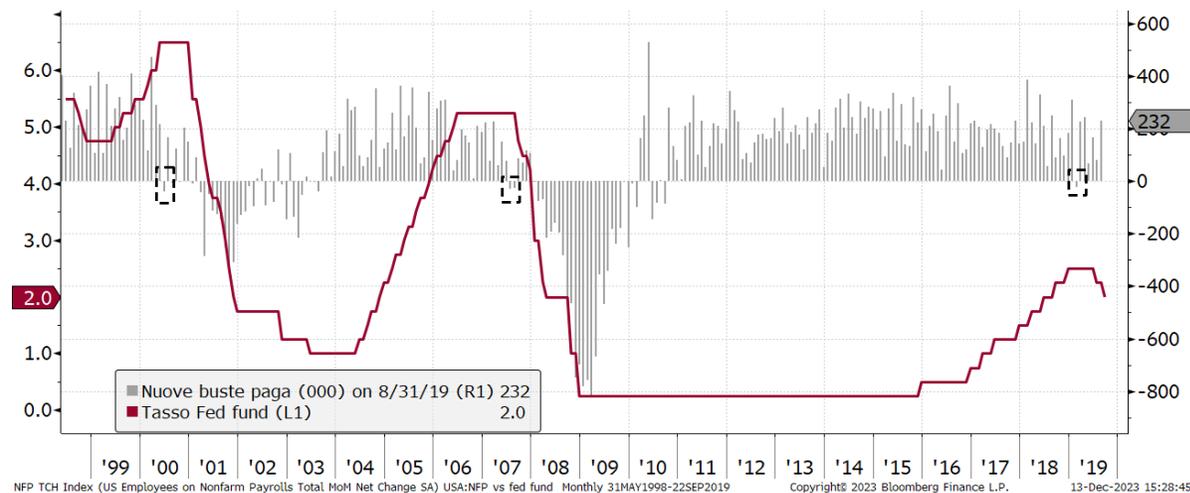


- ✓ Sancita la **conclusione del ciclo di rialzi**, l'attenzione si è spostata sulla tempistica del primo taglio e sull'entità totale dell'allentamento monetario.
- ✓ Crediamo che la **Fed**, nonostante il tono *dovish* emerso nell'ultima riunione di dicembre, **aspetterà probabilmente il 2°T 2024** per implementare il primo taglio. Attualmente il **mercato swap** prezza circa 150pb di tagli complessivi per il prossimo anno, con una prima mossa a marzo. L'inflazione base («core») nei primi mesi dell'anno potrebbe rimanere ancora elevata e questo potrebbe portare ad un rinvio del primo taglio alle riunioni di metà anno. Crediamo, che lo scenario descritto dal mercato di 150pb giungerà solo nel caso di una recessione conclamata, che non costituisce il nostro scenario base.
- ✓ L'istituto, inoltre, dovrebbe proseguire con il piano di **riduzione del bilancio** all'attuale ritmo, fintanto che le riserve bancarie non raggiungeranno livelli considerati critici (2300-2500 Mld\$ secondo la Fed di Richmond). Atteso, inoltre il rinnovo del programma BTFP (in scadenza a marzo 2024) vista l'importanza nel garantire liquidità alle banche regionali.

## Piano BTFP fondamentale per le banche regionali



## La Fed inizia a tagliare quando le nuove buste paga vanno in negativo



# Rischi allo scenario



- **Inflazione perdurante:** il rischio che l'inflazione rimanga elevata più a lungo delle attese a causa di nuovi *shock* esogeni o degli effetti di secondo livello (i.e. aumenti salariali).
- **Rischi Geopolitici:** 1) incidente nucleare sul fronte Ucraina; 2) escalation USA vs Cina su Taiwan/tecnologia; 3) escalation in Medio Oriente
- **View di consenso:** quanto sopra riportato risulta essere uno scenario ampiamente condiviso e quando questo accade spesso la realtà si rivela differente da quanto atteso.



# AZIONARIO E TASSI

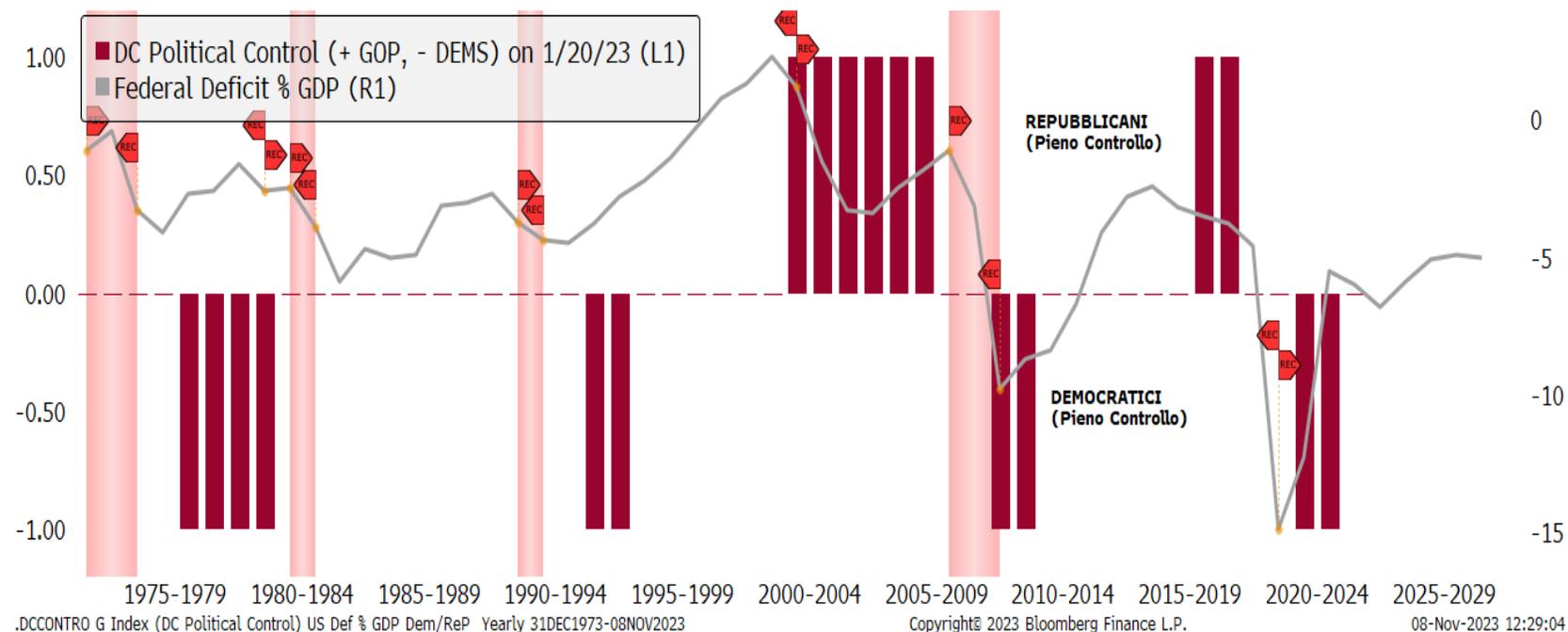


# Azionario: anno elettorale, ma conterà più l'impatto sull'economia

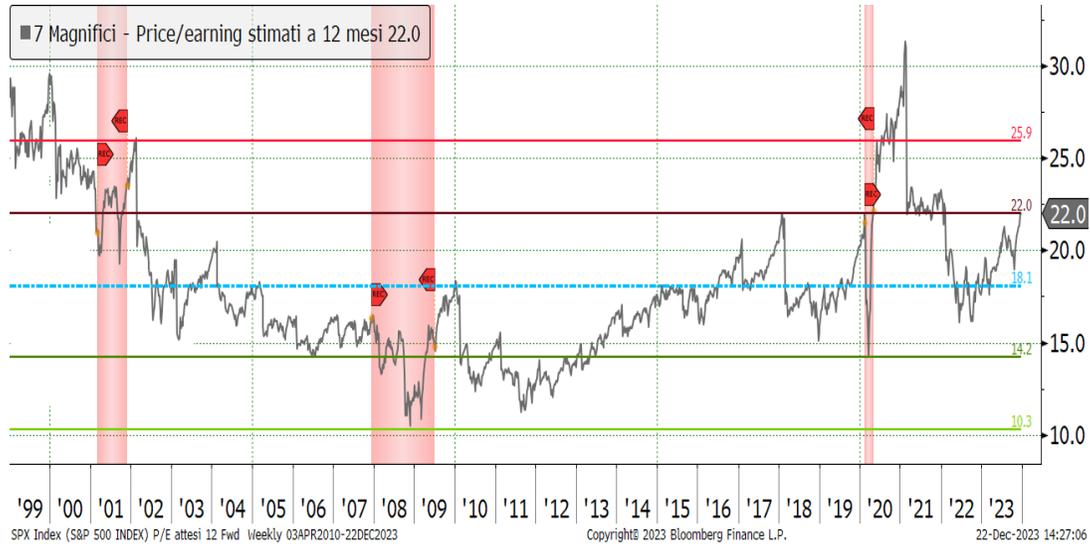
| Anno | Perf. S&P500 | Presidente |
|------|--------------|------------|
| 2020 | 18,4         | Biden      |
| 2016 | 12,0         | Trump      |
| 2012 | 16,0         | Obama      |
| 2008 | -37,0        | Obama      |
| 2004 | 10,9         | Bush W     |
| 2000 | -9,1         | Bush W     |
| 1996 | 23,0         | Clinton    |
| 1992 | 7,6          | Clinton    |
| 1988 | 16,8         | Bush H.W.  |
| 1984 | 6,3          | Reagan     |
| 1980 | 32,4         | Reagan     |
| 1976 | 23,8         | Carter     |
| 1972 | 19,0         | Nixon      |
| 1968 | 11,1         | Nixon      |
| 1964 | 16,5         | Johnson    |
| 1960 | 0,5          | Kennedy    |
| 1956 | 6,6          | Eisenhower |
| 1952 | 18,4         | Eisenhower |
| 1948 | 5,5          | Truman     |
| 1944 | 19,8         | Roosevelt  |
| 1940 | -9,8         | Roosevelt  |
| 1936 | 33,9         | Roosevelt  |
| 1932 | -8,2         | Roosevelt  |
| 1928 | 43,6         | Hoover     |

**Media 11,6**

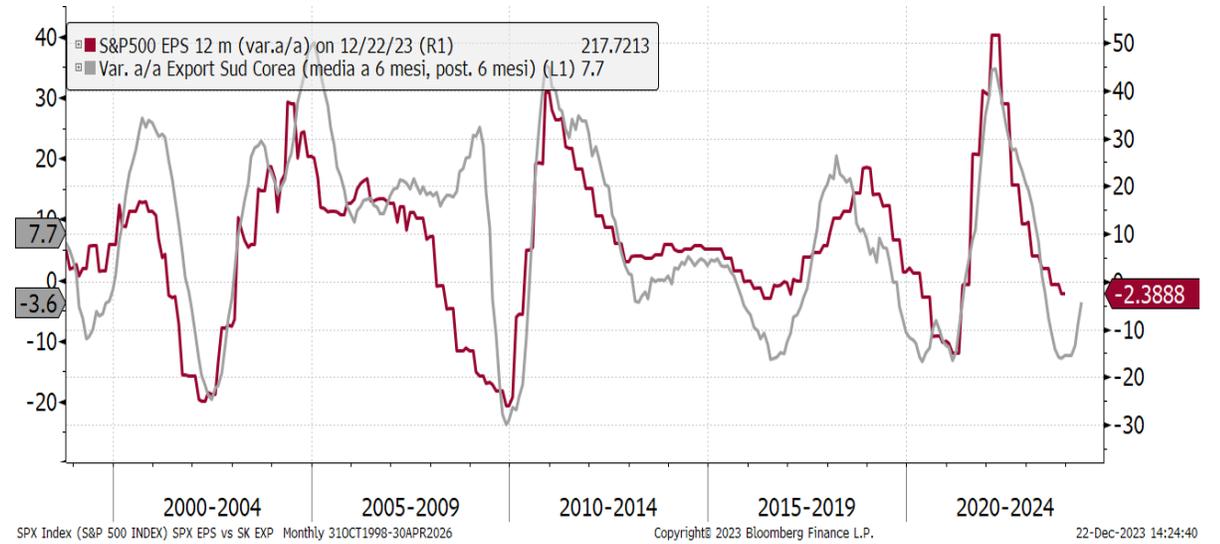
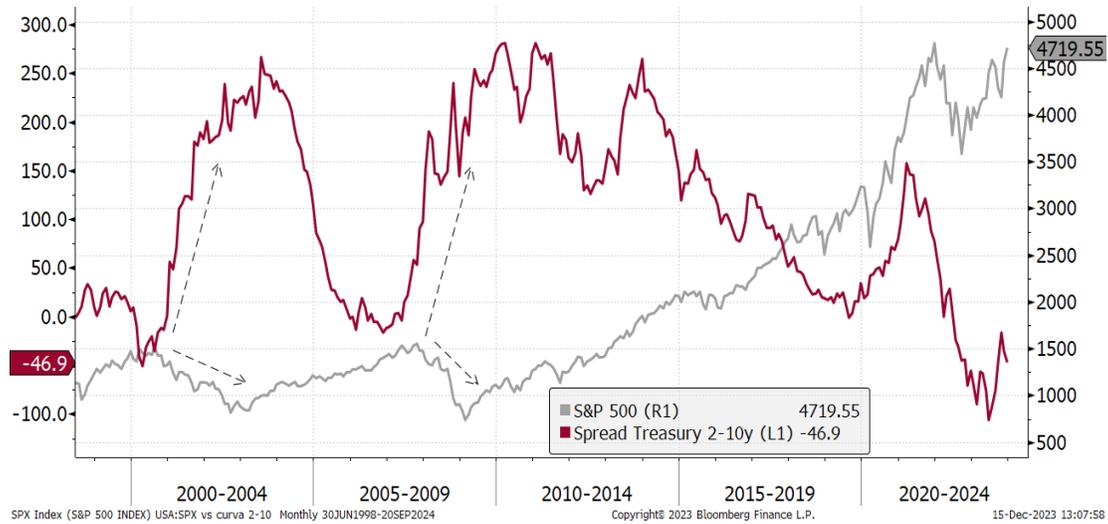
| Performance storica durante anno elettorale (S&P500 T.R.) | Media |
|---|-------|
| Media   | 11,58 |
| Media Repubblicano  | 15,27 |
| Media Democratico   | 8,46  |



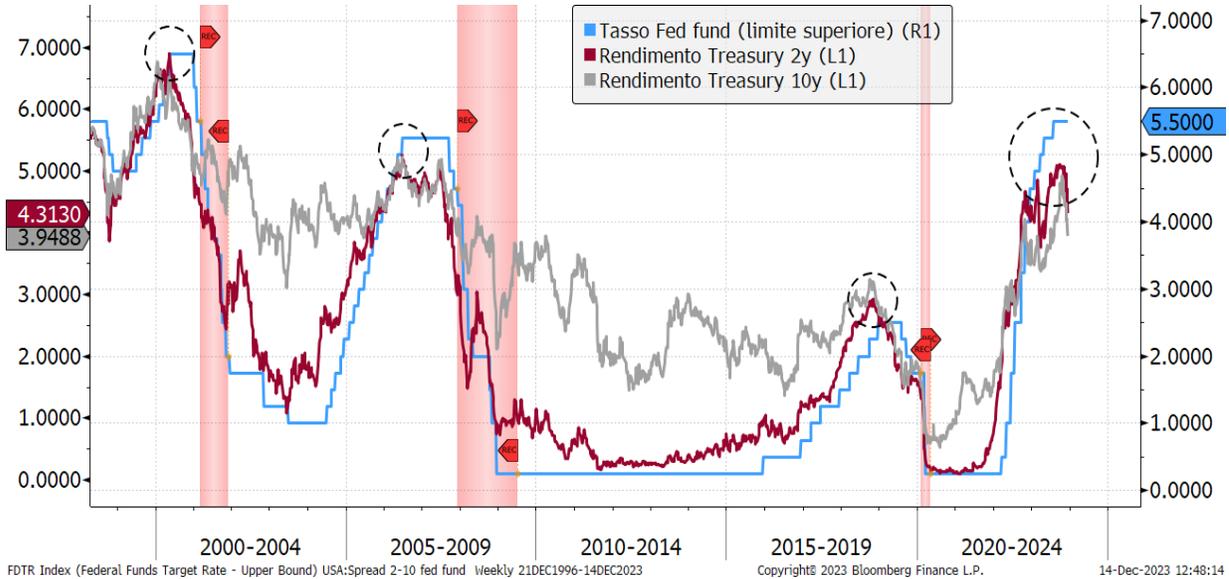
# Azionario: *steepening* della curva storicamente non favorevole



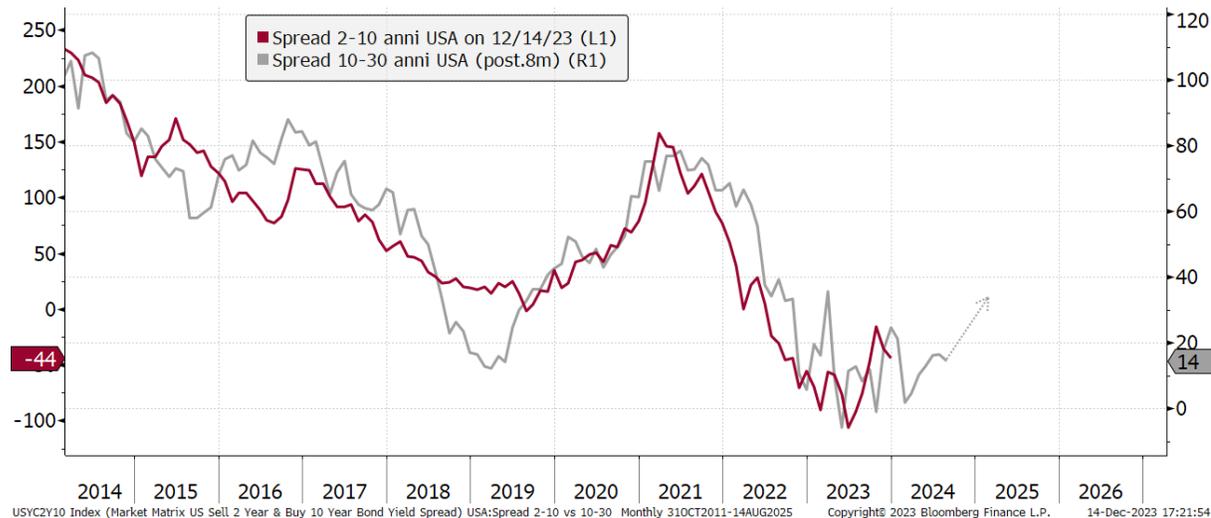
- ✓ L'anno elettorale mediamente tende a registrare una buona performance per i listini USA (oltre l'11% per l'indice S&P500), ad eccezione dei periodi caratterizzati da recessioni e crisi finanziarie come il 2008 ed il 2000 nei casi più recenti.
- ✓ Dopo il recente rally è probabile assistere nella prima parte del 2024 ad un parziale ritracciamento del movimento in linea con un temporaneo rialzo dei rendimenti. Tuttavia, il combinato disposto di valutazioni di una deviazione standard superiori alle medie storiche, dell'attesa per un recupero su base annua degli utili per azione e della fine del ciclo di rialzi dovrebbe contribuire a tenere **ben supportati i mercati azionari** (specialmente quelli USA), almeno fino a quando non ci sarà un indebolimento deciso dell'economia USA (e.g. primi numeri negativi sui nuovi occupati). Storicamente la debolezza dei listini è associata allo *steepening* della curva.



# Treasury: picco raggiunto ma spazi di discesa marginali dai livelli attuali



✓ Ad ottobre i rendimenti Treasury hanno raggiunto il picco del trend di rialzo iniziato nel 2020, in linea con quanto avvenuto già in passato, ovvero in coincidenza della fine del ciclo di rialzi della Fed. In ottica 2024, nei primi mesi dell'anno, un'inflazione base ancora «vischiosa», la tenuta della crescita e la ripartenza di importanti programmi di emissione da parte del Tesoro dovrebbero portare ad un rimbalzo del rendimento decennale di circa 50pb. Successivamente, l'atteso deterioramento del mercato del lavoro dovrebbe portare ad una nuova gamba di ribasso che potrebbe portare il rendimento fin verso il 3,5%. Per fine anno il rendimento decennale potrebbe trovarsi sugli attuali livelli a meno del realizzarsi di una recessione profonda negli Stati Uniti.

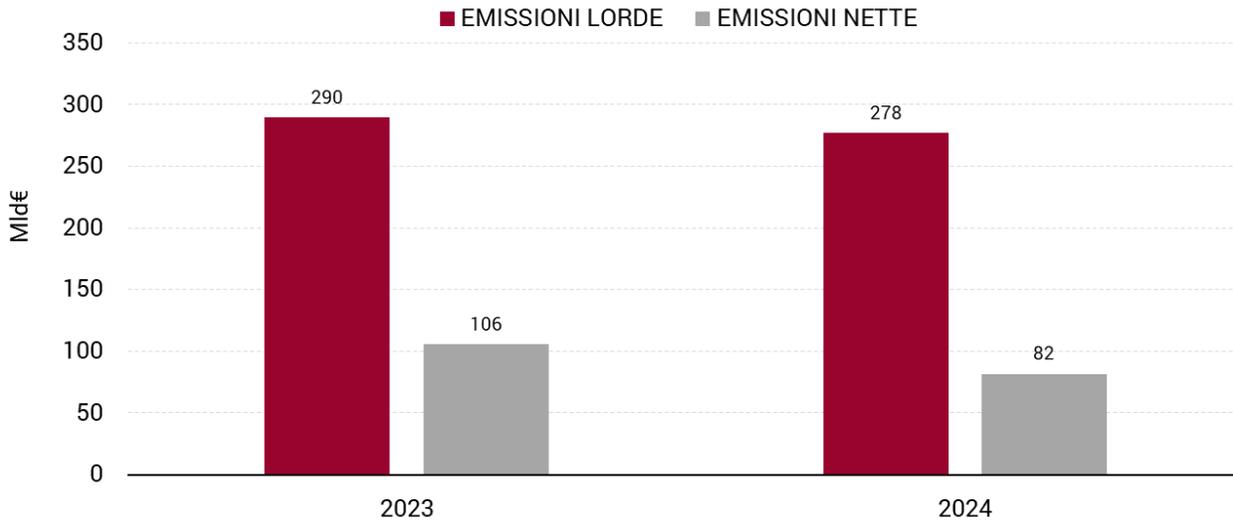


✓ Guardando all'evoluzione della curva, l'andamento dello spread 10-30 anni continua ad essere una valida guida di quello che potrebbe essere l'andamento del 2-10. La nostra idea è che un ritardo nelle tempistiche dei tagli da parte Fed potrebbe portare ad un lieve calo dello spread 2-10 che dovrebbe iniziare la fase di risalita nella seconda parte dell'anno. Il movimento di irripidimento potrebbe tuttavia essere contenuto e riportare solo marginalmente in positivo il differenziale 2-10.

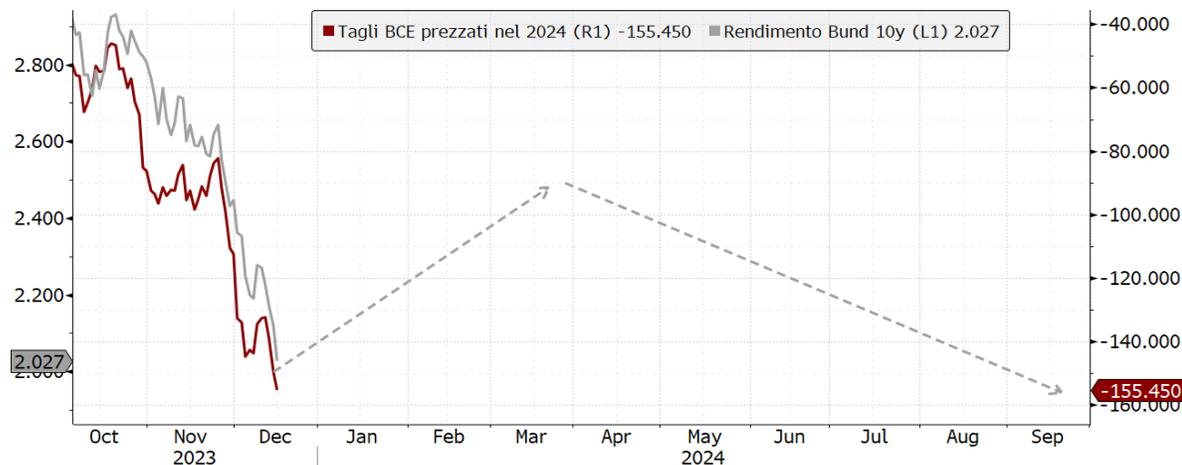


# Bund: gli eccessivi tagli BCE prezzati limitano al ribasso i rendimenti

## GERMANIA



Fonte: Ministero delle finanze



.ESTR24 U Index (ESTR24) EUR:tagli BCE 24 vs bund Daily 03JAN2023-15DEC2023

Copyright© 2023 Bloomberg Finance L.P.

15-Dec-2023 13:30:21

✓ Il **Governo tedesco** si trova ad affrontare il prossimo anno con una mole di emissioni nette in riduzione di circa 25 Mld€ rispetto al 2023 complici, da un lato, la decisione della Corte Costituzionale, dall'altro, una politica di bilancio più prudentiale dopo il forte aumento del deficit visto negli ultimi anni in seguito alla crisi Covid.

✓ Il **rendimento del titolo a 10 anni tedesco**, è a nostro avviso sceso troppo e troppo velocemente. Le attese di 150pb di tagli da parte della BCE per il prossimo anno sono eccessive e l'Istituto probabilmente si limiterà ad effettuare 75pb (max 100pb) di riduzione del costo del denaro. Questo implica che nella prima parte dell'anno e soprattutto **nel primo trimestre potrebbe esserci un deciso repricing delle aspettative**, con conseguente ritorno del rendimento verso area 2,4%. Successivamente, l'inizio del ciclo monetario espansivo da parte delle banche centrali ed il deterioramento del ciclo macroeconomico (soprattutto negli USA) dovrebbe portare ad un **ritorno del rendimento Bund vs area 1,8%/2%**.

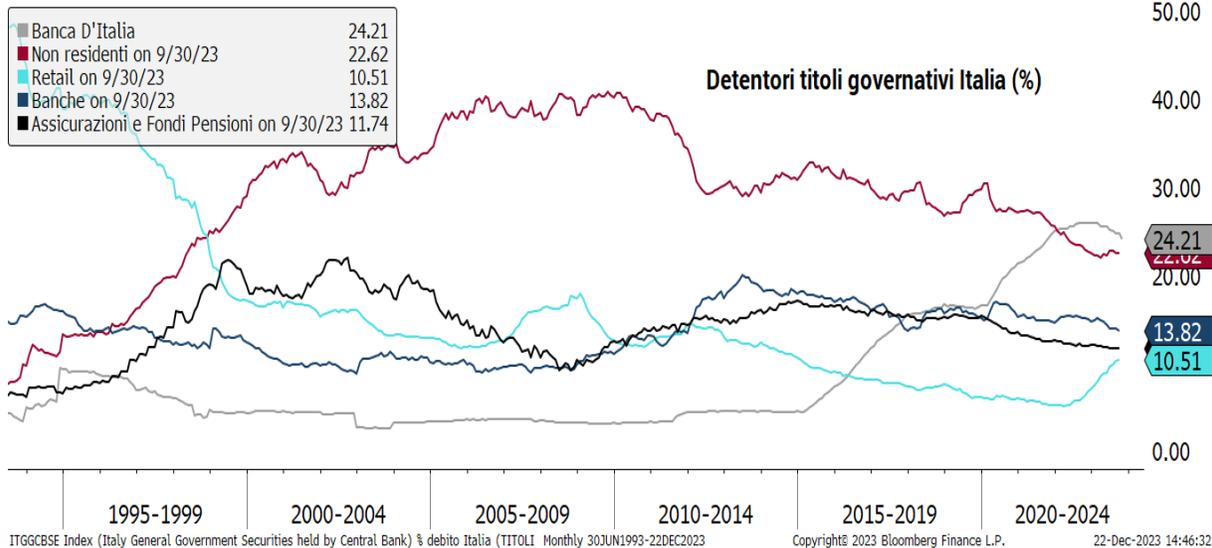


# BTP: spread in marginale allargamento nel 2024

## ITALIA

|             | Emissioni lorde | Scadenze | Emissioni nette | Emissioni nette post QT |
|-------------|-----------------|----------|-----------------|-------------------------|
| <b>2024</b> | 340             | 267,0    | 73,0            | 118,0                   |

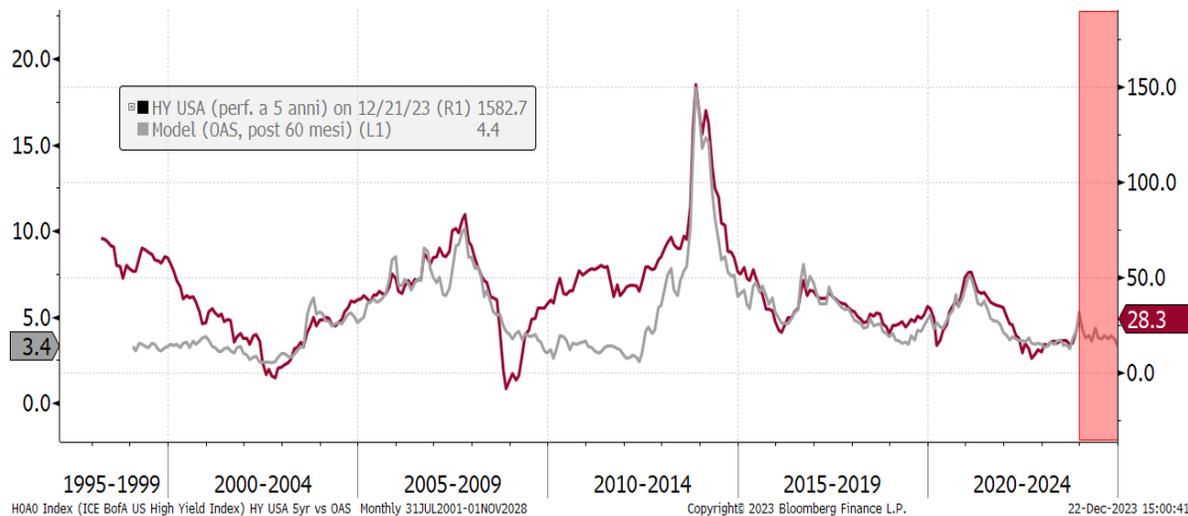
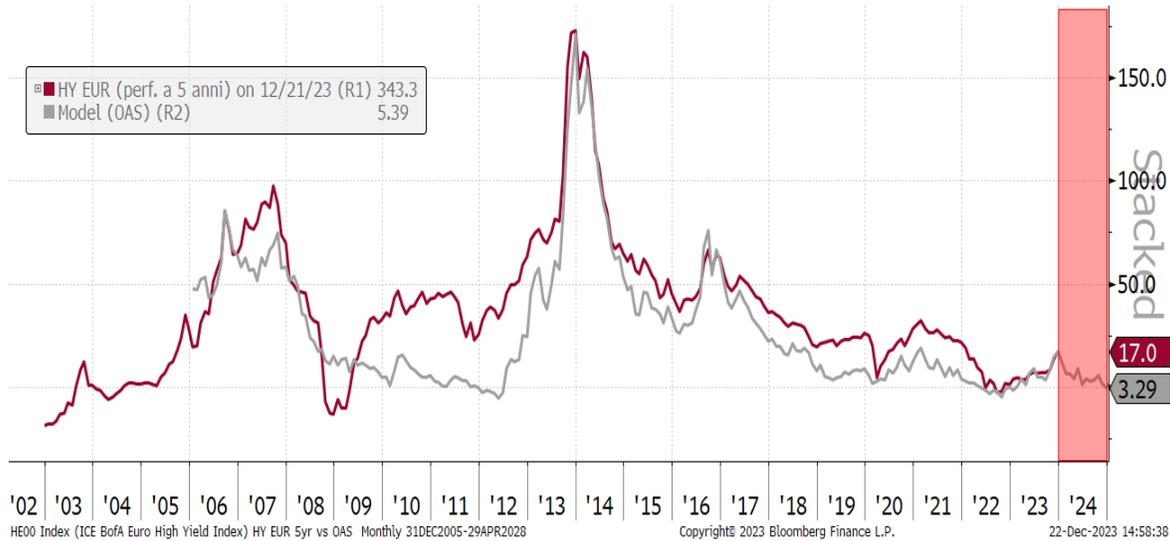
NOTA: stime Market Strategy MPS su emissioni e QT BCE



- ✓ Il **Tesoro italiano** nel 2024 avrà ancora una volta scadenze elevate da rifinanziare, che verosimilmente porteranno l'ammontare di emissioni lorde in linea con quelle del 2023. Le **emissioni nette invece dovrebbero diminuire rispetto allo scorso anno** di circa 20 Mld€ per effetto della riduzione del deficit. A tutto ciò vanno aggiunti i minori reinvestimenti BCE sul piano APP (45 Mld€ circa) che portano quindi a circa 120 Mld€ il totale di emissioni nette tenendo in considerazione il minore supporto della Banca centrale.
- ✓ La carta italiana, visti i rendimenti ancora appetibili potrà, tuttavia, continuare a beneficiare del supporto della domanda *retail* che negli ultimi due anni (cfr. grafico) ha aumentato in misura significativa (circa 160 Mld€) la quota di titoli di stato detenuti. Questo elemento dovrebbe fungere da stabilizzatore ed evitare sensibili allargamenti dello spread che potrebbe allargare in misura marginale. Un ritorno verso/sopra i 200 pb potrebbe giungere in autunno quando il mercato inizierà a metabolizzare la fine dei reinvestimenti PEPP.
- ✓ In generale, **nel 2024** il titolo decennale italiano dovrebbe seguire un andamento simile a quando descritto sopra per il Bund, concludendo l'anno con un ritorno vs area 3,8%/3,9%



# High Yield: spread in moderato allargamento



- ✓ Il credito ha partecipato pienamente al rally visto negli ultimi mesi dell'anno, con gli spread sugli indici *high yield* che sono scesi di ben 100 punti base al di sotto dei livelli di inizio anno.
- ✓ Agli attuali livelli, il **cuscinetto rappresentato dagli spread** (394 e 341 pb rispettivamente per HY euro e usa) risulta a nostro avviso essere **modesto** alla luce delle prospettive di deterioramento dell'economia.
- ✓ Un ulteriore elemento di attenzione è costituito dall'attività di emissione. Circa 1/3 del debito HY USA dovrà essere rifinanziato nei prossimi due anni, con il grosso delle scadenze concentrate nel 2025. E' facile immaginare un'accelerazione delle emissioni a partire già dai primi mesi del nuovo anno.
- ✓ Tutto considerato, **i nostri modelli stimano un ritorno positivo ma basso** per i comparti in oggetto, con quelli statunitensi che dovrebbero (in valuta locale) avere una performance migliore.

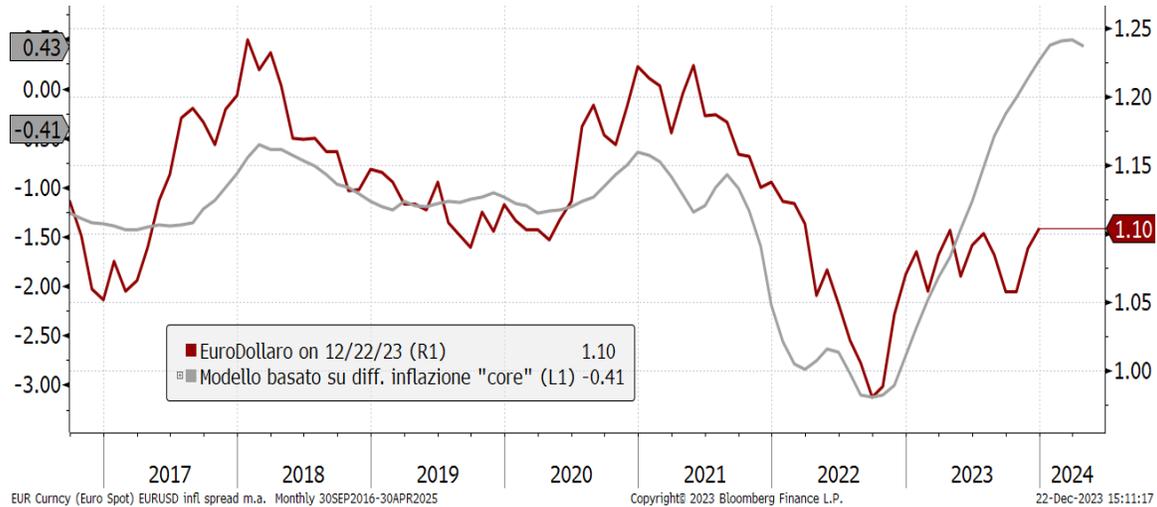
NOTA: Bloomberg, elaborazione Market Strategy MPS



# VALUTE



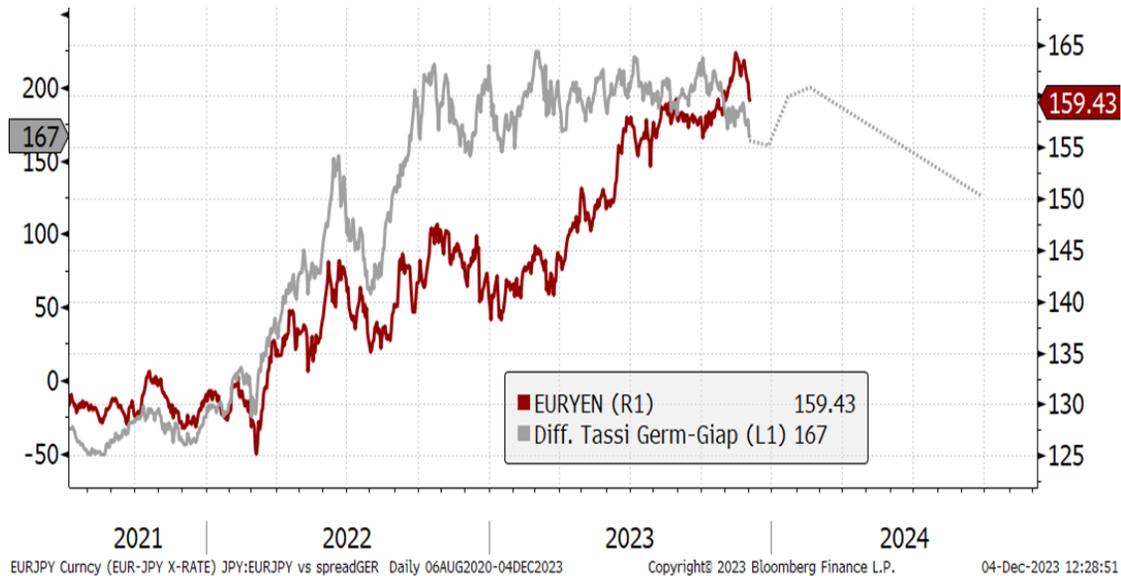
# Eurodollaro: in ampio trading range nel 2024



- ✓ Nel 2024 il cambio **EurUsd** è atteso oscillare all'interno dell'intervallo 1,05-1,12 con valore medio di 1,08/1,09, in linea con il differenziale tassi.
- ✓ A nostro avviso il mercato si è esposto troppo sui tagli delle Banche centrali ed in particolare sulla BCE che potrebbe ridurre i tassi per un ammontare di molto inferiore a quanto prezzato attualmente dal mercato.
- ✓ **Pertanto**, il cambio euro/dollaro potrebbe risalire a cavallo tra primo e secondo trimestre vs area 1,12 (possibile *overshooting* vs 1,1350/1,15), per effetto soprattutto di attese per il primo taglio Fed. Storicamente, infatti, il dollaro è proprio nella fase precedente l'inizio del ciclo monetario espansivo che tende ad indebolirsi maggiormente.
- ✓ Tuttavia, il potenziale di rialzo del cambio dovrebbe essere limitato dall'inizio del ciclo dei tagli da parte della BCE (atteso subito dopo la Fed). Inoltre, un contesto di maggiore avversione al rischio porterebbe ad un ritorno di forza del biglietto verde.



# EuroYen: la BoJ non ha fretta, ma nel 2024 dovrà cambiare strategia



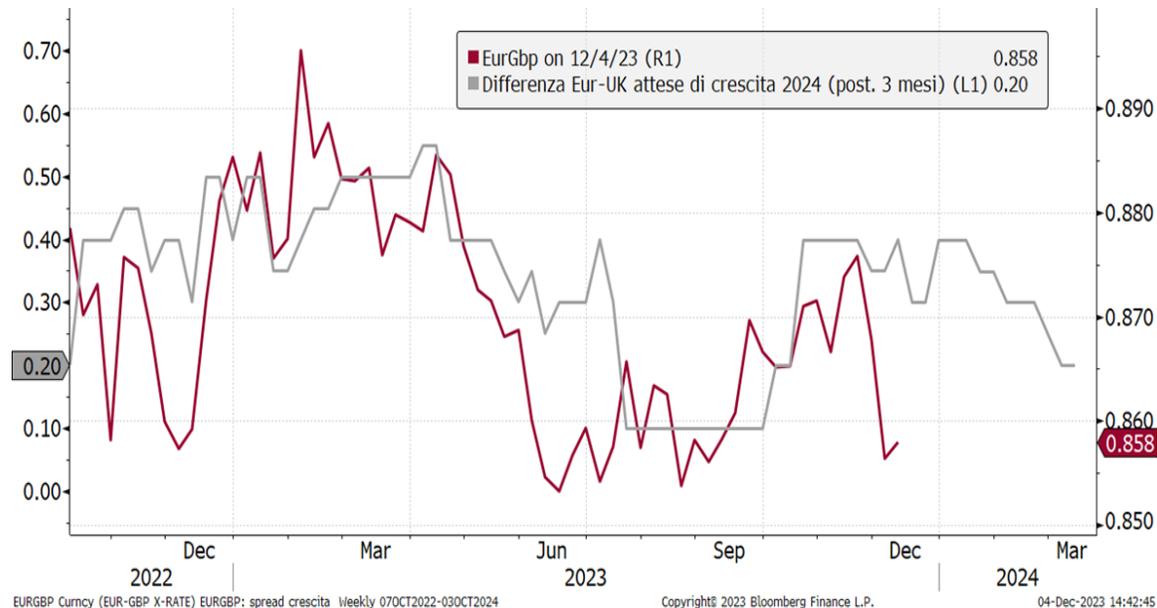
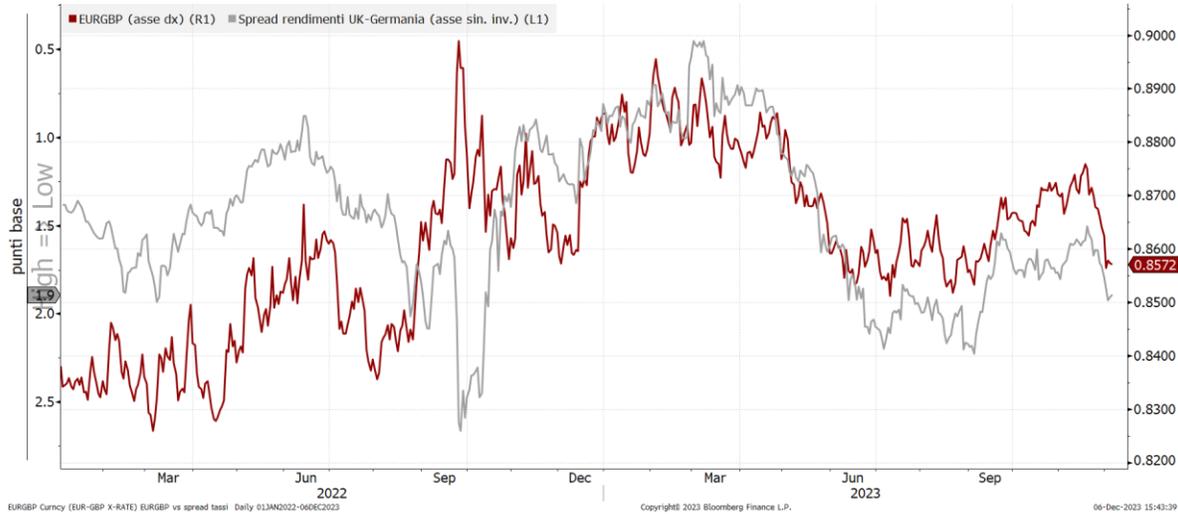
## EUR: rendimento in titoli 2 anni con hedging valutario (%)



- ✓ Lo yen si appresta a chiudere il 2023 con la peggiore performance tra le valute G10, penalizzato soprattutto dalla politica monetaria ancora accomodante da parte della BoJ contro banche centrali occidentali (Fed, BCE e BoE) restrittive.
- ✓ La valuta nipponica si è mossa in linea con il differenziale tassi (grafico in alto), fatto salvo temporanei scostamenti legati a fattori tecnici esogeni. Come si vede dal grafico in basso, per gli investitori europei (così come per quelli USA) l'acquisto di un JGB a 2 anni a cambio coperto permette di ottenere un rendimento molto superiore rispetto a quello di un bond domestico di analoga scadenza.
- ✓ A nostro avviso, nel 2024 il cambio EurJpy continuerà a muoversi con il differenziale tassi. Se nel breve termine non escludiamo una nuova risalita del cambio, legata principalmente ad attese di rialzo dei rendimenti (vedi sopra), nel corso del 2024 riteniamo che la BoJ sarà costretta a rivedere la sua politica ultra-accomodante (verosimilmente in primavera con la chiusura dell'anno fiscale) in scia anche ad attese di inflazione che si stabilizzano sopra il target del 2%.
- ✓ L'atteso ridimensionamento del differenziale tassi potrebbe spingere il cambio Eurjpy in area 150 a fine 2024, con possibilità di overshooting verso area 145



# EuroSterlina: tendenziale debolezza della sterlina. 0,87 valore di equilibrio



- ✓ **La sterlina**, dopo il franco svizzero, è stata la migliore valuta G10 nel 2023, supportata da una politica monetaria aggressiva. Il cambio EurGbp si è mosso seguendo il differenziale tassi e dopo una prima parte di anno in rialzo quando si è spinto in prossimità di 0,90 è sceso stabilizzandosi nel range 0,85-0,87 man mano che sono aumentate le attese di rialzi BoE. Al momento gli OIS prezzano entro fine 2024 un taglio complessivo dei tassi BoE di circa 140pb, a fronte di tagli BCE per circa 150 pb.
- ✓ L'inflazione continua a rallentare (3,9% a novembre) ed il ritmo del calo dovrebbe accelerare nei primi mesi del 2024. A preoccupare le autorità monetarie sono, però, i **salari** che restano su livelli ancora molto elevati (non molto distanti dai massimi di giugno 2021). Il tutto in un contesto di crescita stagnante (il PIL del terzo trimestre su base trimestrale è 0%).
- ✓ **In prospettiva**, il peggioramento, in termini relativi rispetto all'Eurozona, del quadro macro in UK ed il rallentamento dell'inflazione dovrebbero portare ad un atteggiamento più accomodante da parte della BoE. Questo si tradurrebbe in una risalita del cambio che dovrebbe spingersi nel corso del 2024 vs area 0,88/0,89 per poi stabilizzarsi intorno ad area 0,87.

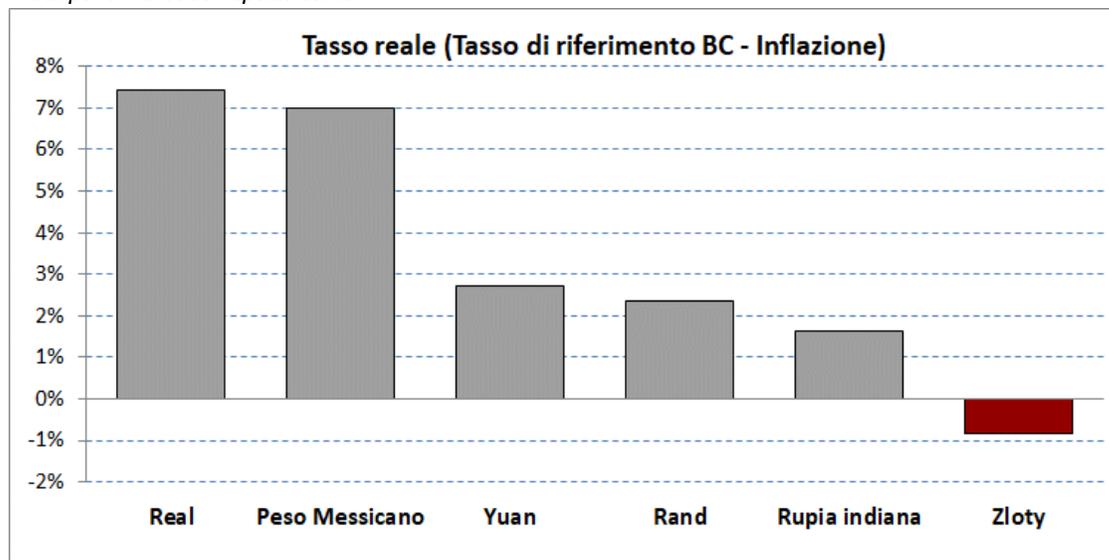


# Valute Emergenti: attesa debolezza nel 2024

MEDIA TAGLI 2001/2007/2019

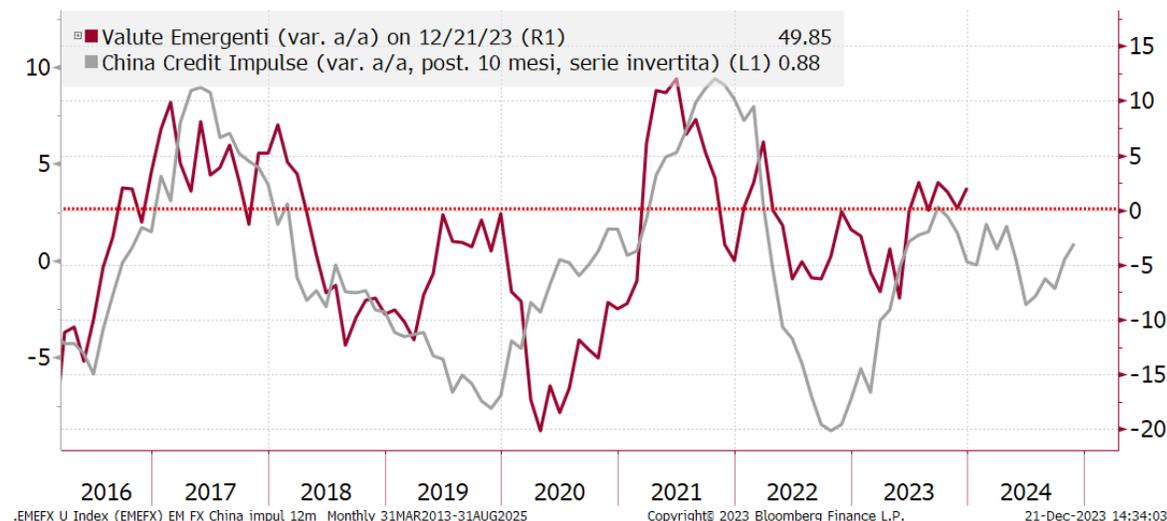
|        | -1 anno | -6 mesi | -3 mesi | + 3 mesi | + 6 mesi | + 1 anno |
|--------|---------|---------|---------|----------|----------|----------|
| EURUSD | -1.53   | -0.94   | 2.99    | 0.16     | 1.10     | 1.94     |
| EURGBP | 1.49    | 1.99    | 4.10    | -0.57    | 0.35     | 4.28     |
| EURJPY | 0.59    | 0.68    | 1.56    | 2.57     | -1.36    | 3.08     |
| EURCHF | -2.22   | -1.72   | -1.60   | 0.46     | -2.49    | -2.76    |
| EURNOK | -0.41   | -0.41   | 0.25    | 1.97     | 1.21     | 4.15     |
| EURMXN | 1.94    | 0.69    | 6.35    | -2.57    | -3.52    | 4.04     |
| EURBRL | -3.89   | -0.10   | 2.97    | 4.98     | 8.38     | 21.55    |
| EURCNY | -3.10   | -0.94   | 3.40    | 0.08     | -1.13    | -0.70    |
| EURINR | -2.17   | -0.52   | 4.19    | -1.29    | 1.24     | 10.39    |
| EURZAR | 7.12    | 5.75    | 4.91    | 3.41     | 8.89     | 34.27    |

Nota: performance dei rispettivi cambi



Fonte: elaborazione Market Strategy su dati Bloomberg

- ✓ Storicamente nei mesi che precedono la partenza del ciclo di taglio tassi Fed, le valute emergenti si apprezzano per poi deprezzarsi nel periodo post tagli.
- ✓ Se la storia si dovesse ripetere il **2024 non sarà un anno positivo per le valute emergenti**. Da monitorare con attenzione il **real brasiliano** che potrebbe essere penalizzato dalla politica monetaria espansiva della Banca centrale che nel 2023 ha ridotto il tasso di riferimento di ben 200 pb (11,75%) e dovrebbe proseguire con tale politica (l'Istituto ha espresso la volontà di continuare nelle prossime riunioni con tagli da 50pb riunioni), con il mercato che attualmente per fine 2024 prezza un tasso di riferimento al 9,3%.
- ✓ Il deprezzamento delle valute emergenti è confermato anche dall'atteso rallentamento del **Credit Impulse** della Cina che anticipa di circa 12 mesi l'andamento delle valute emergenti (grafico in basso)



# EuroYuan: 7,60 valore medio 2024



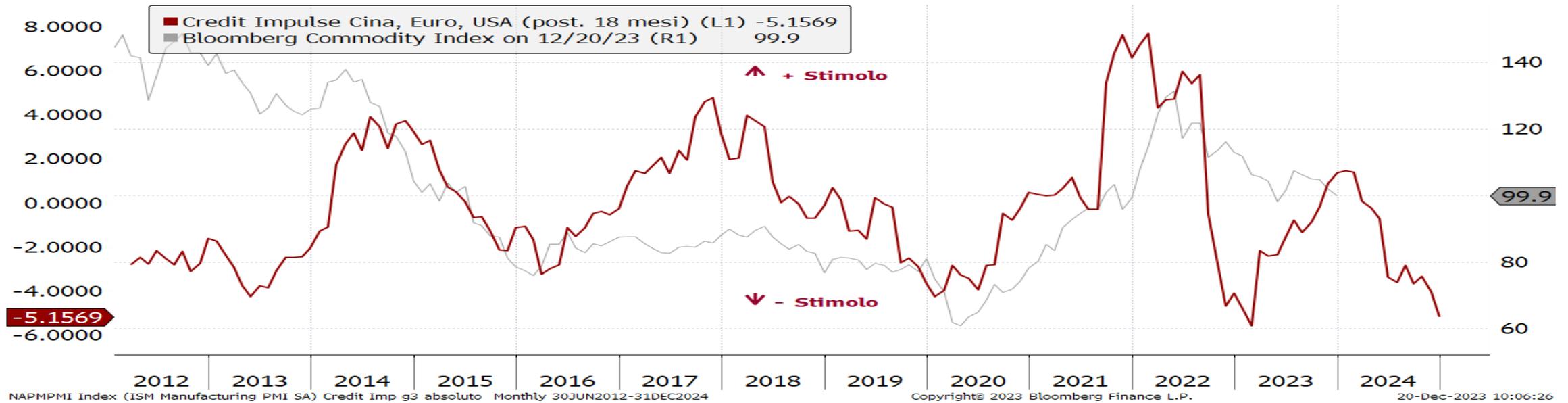
- ✓ Nel **2023 lo yuan** si è deprezzato sia verso dollaro che verso euro in un contesto di un'economia che stenta a riprendersi (appesantita dalle forti difficoltà del settore immobiliare) e alle prese con la deflazione (a novembre l'inflazione è stata negativa per il secondo mese consecutivo). Le autorità hanno cercato (senza effetti rilevanti) di sostenere l'economia con micro misure a sostegno di settori specifici e con ingenti iniezioni di liquidità.
- ✓ Gli effetti degli stimoli saranno più evidenti sulla valuta nel corso del 2024 come confermato dall'indice Bloomberg che calcola l'impatto dei nuovi finanziamenti sulla crescita.
- ✓ Nel breve non è escluso un nuovo rialzo del cambio **EurCny** legato ad un ridimensionamento delle attese sulla BCE. Nel corso del prossimo anno la tendenza è di una discesa del cambio che trova in 7,60 un valore di equilibrio.



# MATERIE PRIME



# Materie Prime: venti contrari a causa della congiuntura economica sfavorevole



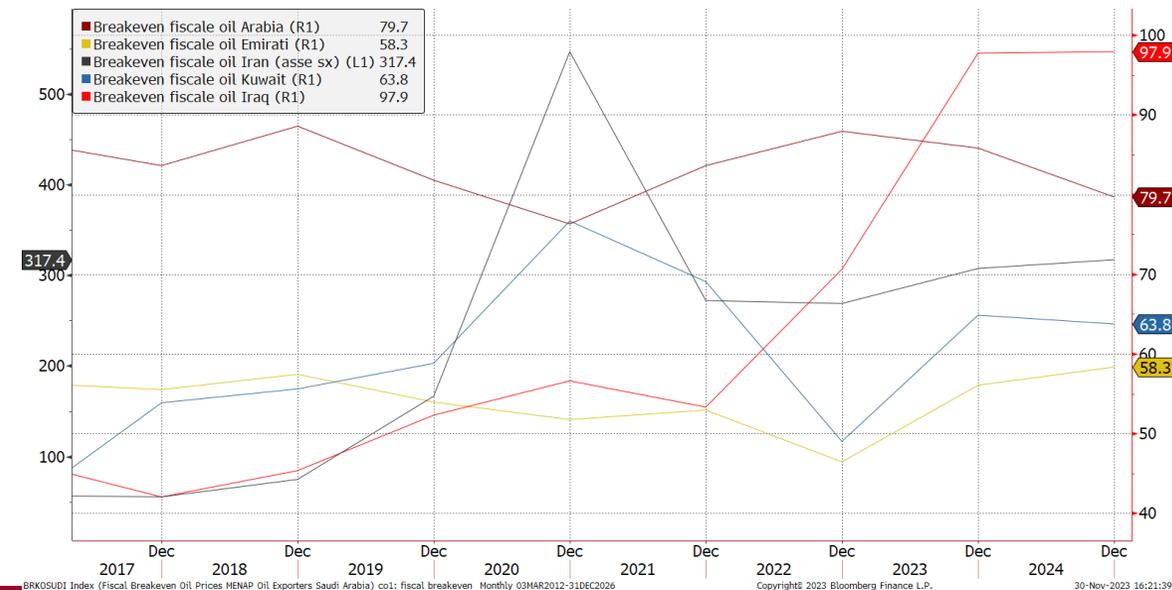
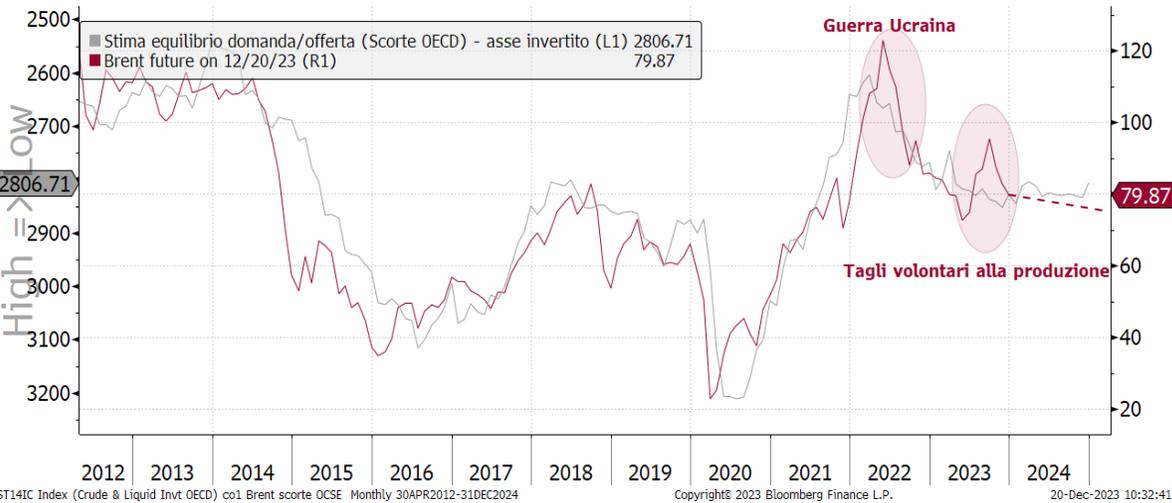
- ✓ Il 2024 non si prospetta essere un anno facile per le materie prime nel loro complesso a causa della recessione negli USA e degli effetti ritardati della restrizione monetaria implementata a livello di G3 (in particolare negli USA e in Eurozona).
- ✓ La prima parte dell'anno potrebbe essere ancora orientata ad un recupero, grazie anche alle recenti misure cinesi di supporto al settore immobiliare che potrebbero supportare la domanda. Tuttavia, nella parte restante dell'anno il deterioramento dell'economia globale e gli effetti ritardati del recente ciclo di rialzi dei tassi potrebbero mettere pressione sulle quotazioni. Da evidenziare come l'andamento del *Credit impulse* G3 sia da considerare come tendenza di fondo e non da interpretare alla lettera come intensità del movimento. Il messaggio che ci fornisce è che, in assenza di fattori esogeni, i «venti soffieranno in direzione contraria».
- ✓ Da un punto di vista della **stagionalità**, negli ultimi 20 anni l'indice **Bloomberg Commodity (\*)** ha registrato performance mediamente positive nel 1H e negative nel 2H.

(\*) NOTA: Bloomberg Commodity Index pesi di riferimento per il 2024: Energia (30,1%), metalli industriali (15,4%), preziosi (18,8%), cereali e soia (23,1%), softs (7,4%), livestock (5,3%)



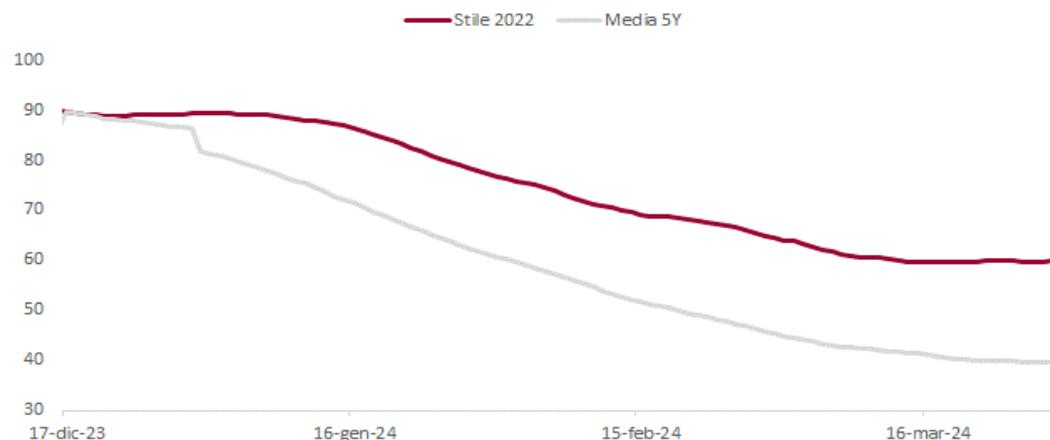
# Brent valore di equilibrio a 75\$/b

- ✓ Il 2024 dovrebbe essere caratterizzato da un indebolimento della domanda a causa della recessione negli USA, con contemporaneo aumento dell'offerta da parte dei produttori non facenti parte dell'accordo OPEC+ (ad esempio Cina, USA, Canada). L'OPEC+, nonostante gli attriti interni (e.g. abbandono dell'Angola), potrebbe agire in modo proattivo con ulteriori tagli stabilizzando le scorte, creando un livello di equilibrio sul Brent intorno ai 75 \$/b.
- ✓ Le quotazioni potrebbero mediamente oscillare in un **corridoio di +/- 10\$/b rispetto al livello di equilibrio**, quindi approssimativamente 65-85 \$/b. La parte bassa potrebbe essere sostenuta dai tagli alla produzione da parte dell'OPEC+, mentre la parte alta del corridoio condizionata dalla congiuntura economica globale sfavorevole alla domanda. In base alle stime del **FMI sulle breakeven fiscali** dei principali paesi OPEC per il 2024 (il livello di Brent che porta al pareggio di bilancio), il corridoio delle quotazioni sopra citato sembrerebbe soddisfacente per molti produttori, inclusa la leader Arabia Saudita.
- ✓ Un **rischio al rialzo** è riconducibile a eventi geopolitici che possono impattare sull'offerta globale (focus sul Medio Oriente) o ad una recessione USA più modesta del previsto o addirittura assente. **Al ribasso**, i rischi sono da ricercare nel materializzarsi di un deciso *hard landing* statunitense, con ripercussioni globali e forte ridimensionamento della domanda.

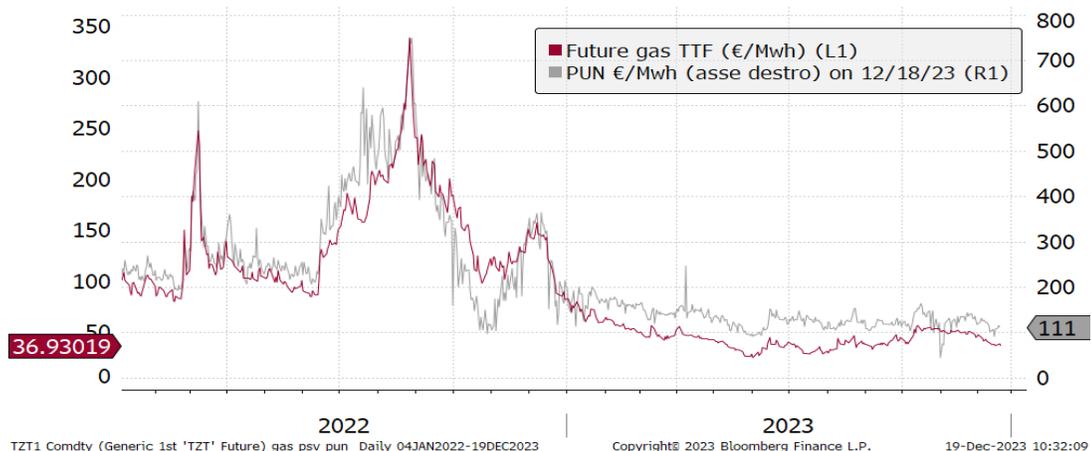


# GAS TTF: prezzi sotto i 30 €/Mwh a fine inverno. Rischio La Niña

Scorte europee: proiezioni a fine marzo (% capacità stoccaggio)



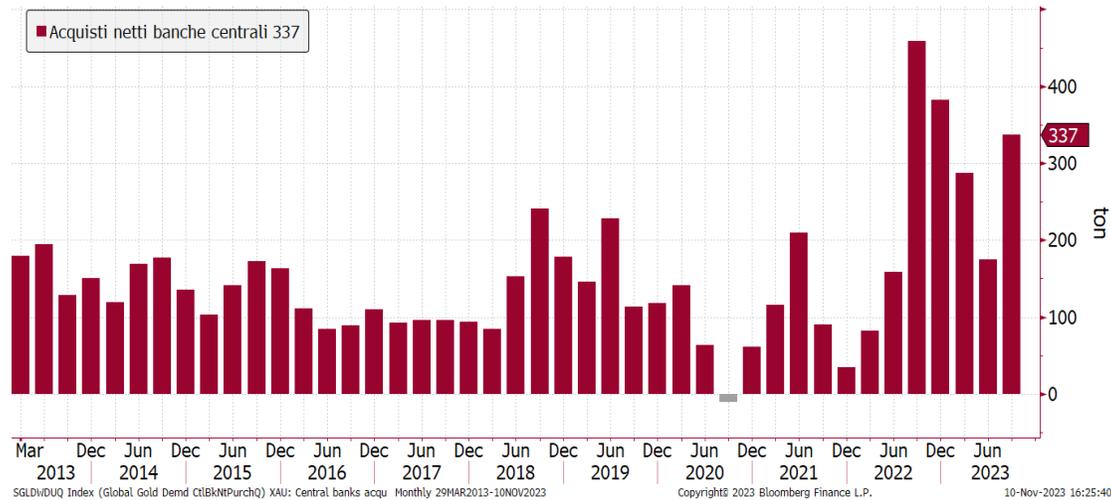
Fonte: elaborazione Market Strategy su dati Bloomberg



- ✓ Riteniamo che il livello di scorte europee per fine inverno (marzo '24) si attesterà su livelli molto elevati (tra il 60 e 40% vs 33% medio) e questo faciliterà il processo di ricostituzione delle scorte durante l'estate. La presenza del fenomeno climatico **El Niño** dovrebbe mantenere le temperature oltre media di periodo e, in assenza di eventi geopolitici, non dovrebbero esserci problematiche particolari lato flussi norvegesi e importazioni di GNL nella prima parte dell'anno. La domanda europea di gas è attesa restare debole, alla luce anche della debolezza della congiuntura economica che penalizza l'industria. In tale contesto **le quotazioni del gas TTF potrebbero calare sotto i 30€/Mwh entro la primavera, spingendo le quotazioni del PUN ben sotto i 100 €/Mwh**, grazie anche alla normalizzazione della produzione nucleare francese.
- ✓ Per la **restante parte dell'anno molto dipenderà dalla conferma o meno di El Niño** anche nel prossimo inverno. Una sua conferma per fine 2024 aumenterebbe le probabilità di un altro inverno mite con le quotazioni del TTF che potrebbero calare verso i 20€/MWh. **Qualora invece fosse seguito da La Niña** (le ultime previsioni [ENSO](#) assegnano una probabilità del 52% a tale evento nel 4T 2024), che al contrario tende ad aumentare il rischio di un inverno più rigido del normale, potremmo rivedere una risalita verso i 60/70 €/Mwh. **E' ancora troppo presto per sapere se La Niña arriverà, poiché le previsioni attuali non sono affidabili mancando molto tempo. Probabilmente il quadro sarà più chiaro durante la prossima primavera/inizio estate.**
- ✓ Il **rischio al rialzo** è da ricercare esclusivamente in eventi geopolitici tali da impattare sull'offerta globale/europea o all'arrivo de La Niña. Da notare come il rischio Russia si sia molto ridimensionato, poiché nei primi nove mesi del 2023 solo il 6% del gas importato è stato di origine russa (Fonte: «[Med&Italian Energy Report](#)»).



# Preziosi: oro nuovi massimi con i tagli delle banche centrali



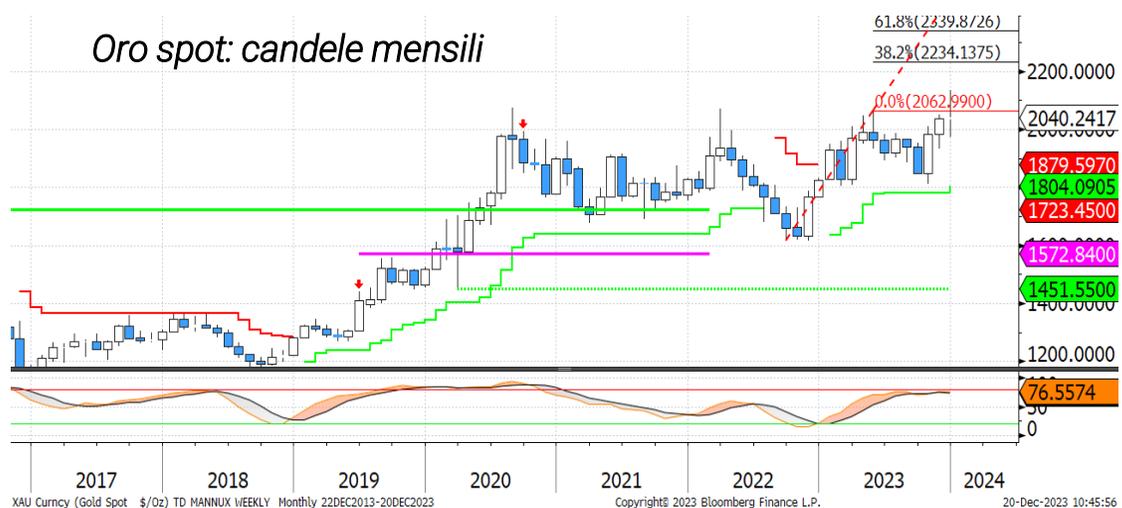
✓ Nonostante il forte rialzo dei tassi reali e nominali, l'oro ha mostrato un'eccezionale resilienza registrando a dicembre il nuovo massimo storico oltre i 2100\$/o. La motivazione risiede negli **ingenti acquisti delle Banche centrali** (Cina in primo luogo, seguita da Polonia e Singapore) in ottica di asset rifugio a causa del contesto globale macro e geopolitico estremamente incerto.

✓ Riteniamo che **l'oro nel 2024 possa aggiornare i massimi storici** favorito dal proseguimento degli acquisti degli istituti centrali, dalla debolezza del dollaro, dall'arrivo della recessione USA e dal taglio dei tassi da parte delle Banche centrali che potrebbero incentivare un ritorno dei capitali sugli ETF fisici (al momento l'ammontare di metallo detenuto da tali strumenti è ai minimi dal 2020 a causa dell'elevato costo opportunità).

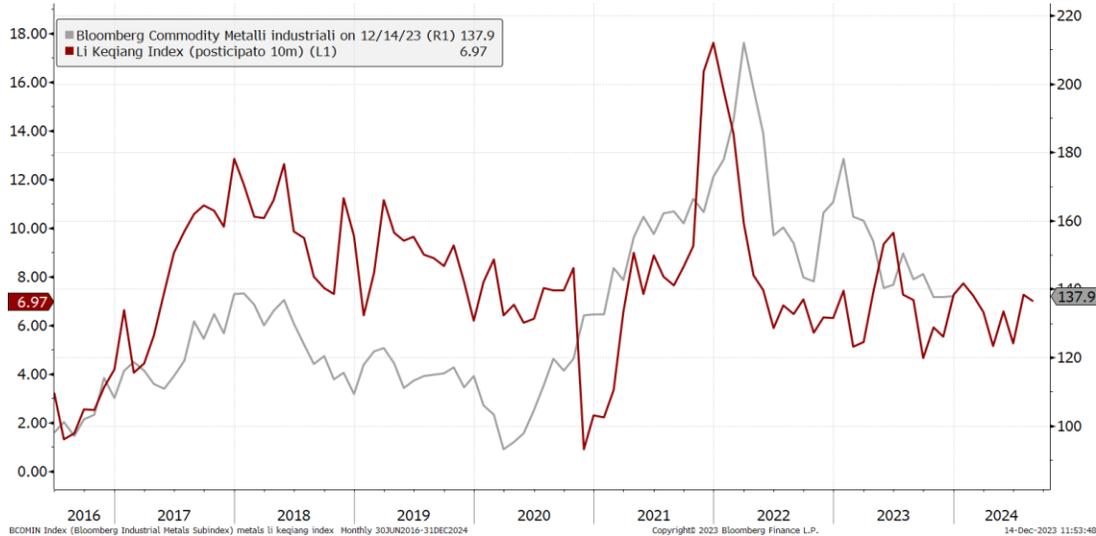
✓ I massimi reali del 2020, ossia il prezzo rettificato per l'inflazione negli ultimi tre anni, implicherebbero un target teorico intorno ai 2400\$/o. **Solitamente l'oro non riesce a coprire del tutto l'inflazione**, pertanto il rialzo potrebbe interrompersi a livelli più bassi. Potenziali target tecnici derivati dalle proiezioni di Fibonacci del rialzo 2022-23 proietterebbero le quotazioni tra i 2230 e 2340 \$/o (estensione del 138% e 162% rispettivamente del rialzo di fine 2022/maggio 2023).

✓ La forza dell'oro potrebbe essere di sostegno all'**argento**, anche se quest'ultimo avendo spiccate qualità industriali, potrebbe essere oggetto di temporanee vendite durante la fase iniziale della recessione USA. Nonostante l'attesa volatilità sul metallo, le quotazioni potrebbero testare i 28 \$/o nel momento più favorevole dell'anno. La congiuntura economica negativa dovrebbe pesare sul **palladio** che potrebbe vedere le quotazioni calare al di sotto di quelle del **platino** (data la sostituibilità nel settore auto in alcune applicazioni). Quest'ultimo è atteso tornare verso area 1100\$/o.

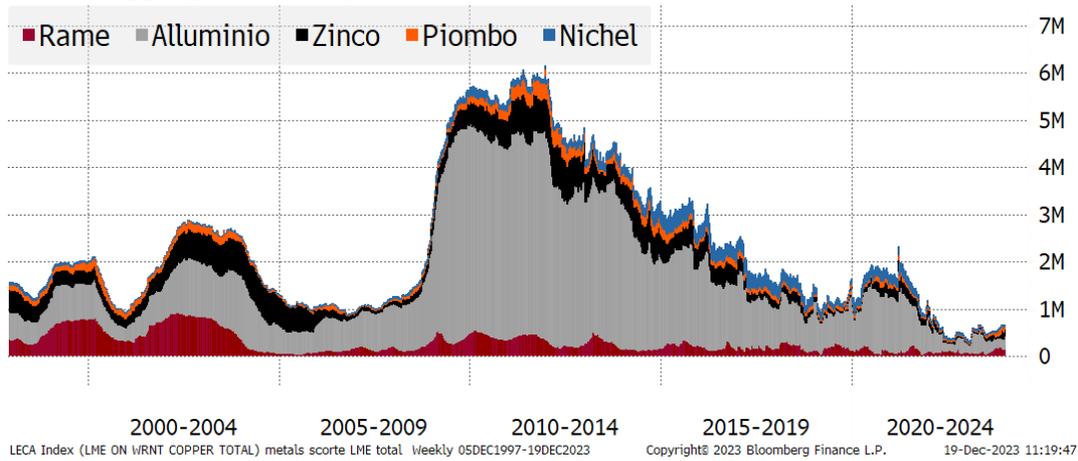
## Oro spot: candele mensili



# Metalli industriali: consolidamento dopo un 2023 complicato



## Scorte aggregate LME (principali 5 metalli)



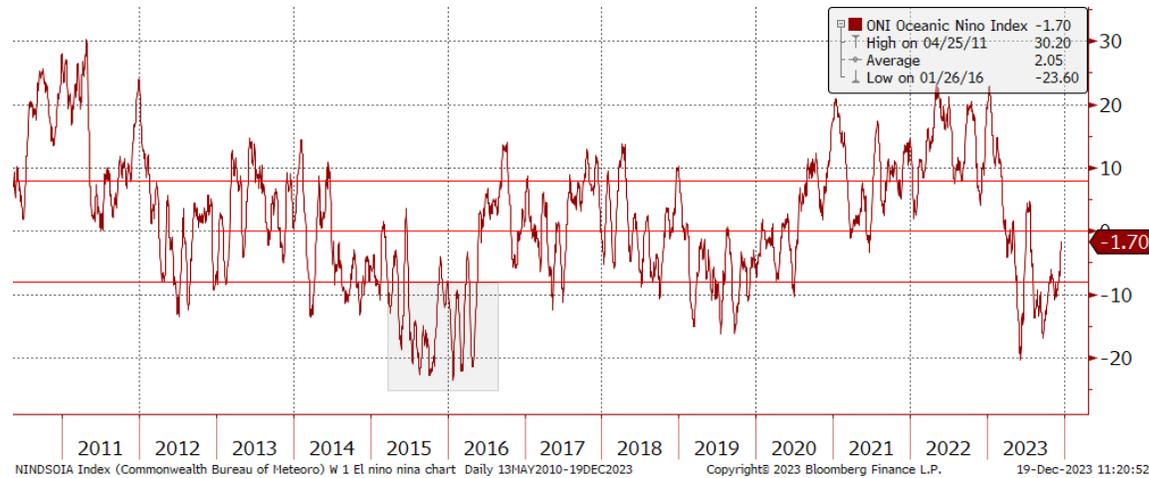
- ✓ Il 2024 potrebbe essere caratterizzato da un **ampio trading range** per i metalli non ferrosi, con le **fasi di debolezza** (teoricamente concentrate in avvio di recessione USA) da sfruttare in vista di **prezzi strutturalmente più elevati negli anni successivi**, grazie al rafforzamento strutturale della domanda in seguito alla transizione energetica.
- ✓ In alcuni casi i **prezzi marginali di produzione**, ossia quelli che incentivano un aumento di produzione, non sono molto distanti dai livelli attuali e potrebbero agire da sostegno (tranne eventuali *overshooting* al ribasso). Occorre anche però segnalare che tali valori sono sensibili all'andamento dei prezzi dell'energia che, qualora risultassero più deboli del previsto, contribuirebbero alla revisione al ribasso. Secondo BofA, l'alluminio ha costo marginale intorno a 2150-2250 \$/t pertanto una discesa sotto i 2000\$/t è difficile in assenza di un importante deterioramento economico globale. Il prezzo marginale dello zinco è stimato a 2200\$/t, quello del nichel a 15-16000\$/t (per la qualità superiore). Più lontano dai prezzi attuali è quello del rame (6500 \$/t), con le quotazioni che al momento stanno beneficiando di problematiche straordinarie sull'offerta causate dal blocco della produzione della principale miniera del Centro America a Panama e del taglio delle stime 2024 sulla produzione da parte di Anglo American.
- ✓ Il **rischio al rialzo** è da ricercare nell'attuale basso livello di scorte globali (vedi grafico a fianco) che rende i prezzi particolarmente sensibili a *shock* inattesi sull'offerta, prevalentemente causati da eventi geopolitici (come citato precedentemente sul rame).



# Commodity agricole: El Niño «dèjà vu» 2016?

## Indice ONI (Ocean Nino Index)

Indice stabile > 8 (La Nina); Indice stabile sotto -8 (El Nino)



✓ La presenza del fenomeno climatico **El Niño** (atteso durare almeno fino al primo trimestre) **aumenta i rischi di danni ai raccolti il prossimo anno per alcune commodity agricole**. Il periodo 2015/16 è stato l'ultimo nel quale il fenomeno climatico si è manifestato con intensità simile all'attuale (vedi grafico a fianco).

✓ E' difficile immaginare in questo momento come le condizioni meteo, che sono fondamentali per la qualità e quantità dei raccolti, evolveranno il prossimo anno. Tuttavia, un esercizio utile potrebbe essere quello di verificare cosa accadde nel 2016 (El Niño proseguì anche nella prima parte di tale anno).

✓ Nel 2016 le migliori materie prime in termini di performance annuale furono lo **zucchero, la soia ed il mais**, mentre la peggiore in assoluto fu il **cacao** (che adesso scambia ai massimi dagli anni '70). In particolare si può notare come le tensioni su gran parte dei prezzi si manifestarono a partire dal secondo trimestre. Anche quest'anno sarà quindi fondamentale monitorare gli sviluppi e le attese sui raccolti nei prossimi mesi. Dato il basso livello di prezzo raggiunto, **soia e mais potrebbero essere quelle con spazio di rialzo maggiore** se si presentassero tali problematiche.

## Performance % 2016 delle principali commodity agricole



W 1 Comdy (Generic 1st "M" Future) agricole agris Daily 31DEC2015-30DEC2016

Copyrights 2023 Bloomberg Finance L.P.

07-Dec-2023 14:41:51



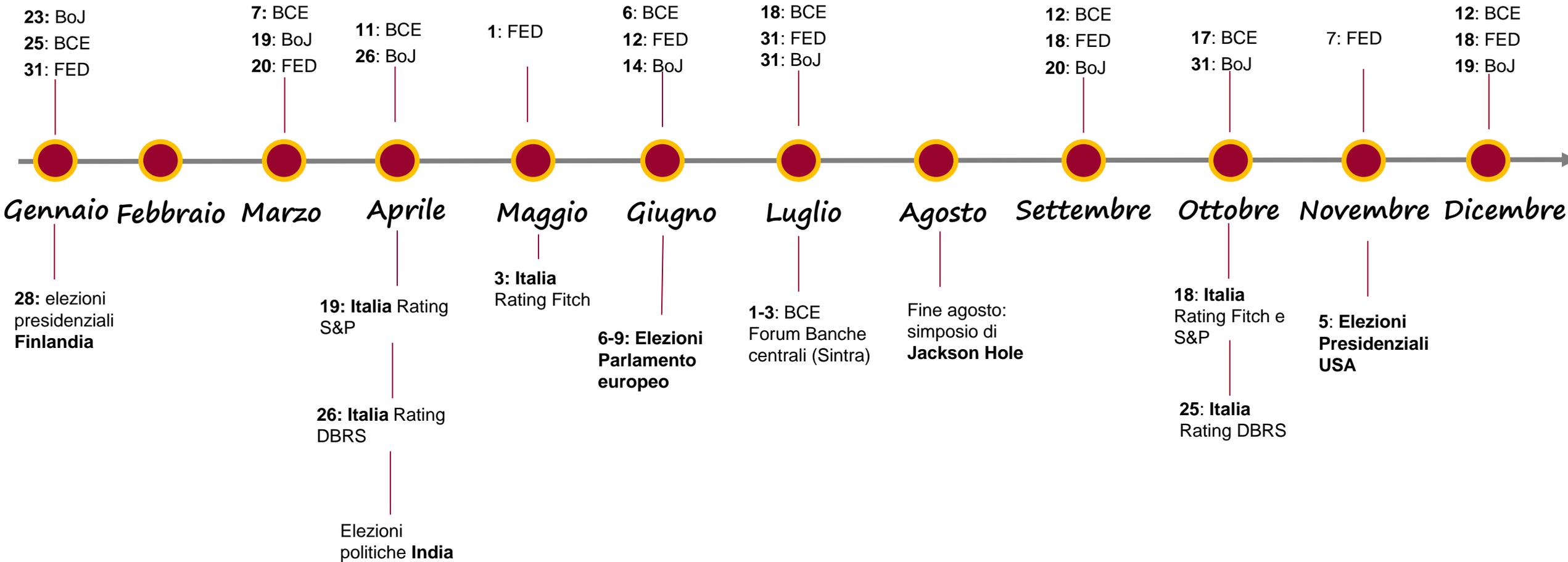
# In Sintesi

|                          |                   | 2023 (*)   | 2024       |
|--------------------------|-------------------|------------|------------|
| PIL REALE (% a/a)        | USA               | 2,4%       | 0,8%       |
|                          | EUROZONA          | 0,5%       | 0,4%       |
| CPI (% media a/a)        | USA               | 4,1%       | 2,6%       |
|                          | EUROZONA          | 5,5%       | 2,3%       |
| TASSI D'INTERESSE (f.p.) | Fed Funds         | 5,25%-5,5% | 4,25%-4,5% |
|                          | BCE Deposit Rate  | 4%         | 3,25%      |
|                          | US TREASURY 10 Y  | 3,9%       | 3,9%       |
|                          | Bund 10Y          | 1,97%      | 1,90%      |
| TASSI DI CAMBIO (f.p.)   | EURUSD            | 1,09       | 1,08       |
|                          | EURJPY            | 157        | 152        |
|                          | EURGBP            | 0,86       | 0,87       |
| MATERIE PRIME (f.p.)     | BRENT (\$/barile) | 80         | 75         |
|                          | ORO (\$/oncia)    | 2000       | 2150       |

(\*) Dati 2023 – stime annuali per i dati macro e aggiornati al 20 dicembre per quelli di mercato



# Calendario principali eventi 2024



NB: il calendario rating di Moody's al 22 dicembre non è ancora disponibile



# Il Team Market Strategy



**Luca Mannucci**  
Head of Market Strategy  
+39 335 6010081  
[luca.mannucci@mps.it](mailto:luca.mannucci@mps.it)



**Vincenzo Bova**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209555  
[vincenzo.bova@mps.it](mailto:vincenzo.bova@mps.it)



**Carmela Pace**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209558  
[carmela.pace@mps.it](mailto:carmela.pace@mps.it)



**Mirko Porciatti, CFA**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209557  
[mirko.porciatti@mps.it](mailto:mirko.porciatti@mps.it)



**Attenzione: quanto riportato costituisce una informativa predisposta dalla funzione Market Strategy di Banca Monte dei Paschi di Siena SpA afferente alla Direzione CCO Large Corporate & Investment Banking (di seguito la “Banca”) che potrebbe risultare non sempre in linea con altre analisi effettuate nell’ambito del Gruppo Montepaschi**

Il presente documento (di seguito “il Documento”) è redatto e distribuito dalla Banca in forma elettronica ai propri Clienti via e-mail o chat. 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 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 mandati. 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 la Banca 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 della Banca. La Banca 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 la Banca 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 la Banca 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. La Banca 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 Banca 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.gruppompaschi.it](http://www.gruppompaschi.it). Procedendo alla lettura di questo documento, si accettano automaticamente le limitazioni e le avvertenzeprecedentemente riportate.





**MONTE  
DEI PASCHI  
DI SIENA**  
BANCA DAL 1472