



CAPITAL SERVICES
GRUPPOMONTEPASCHI

La sfida delle Banche Centrali tra inflazione e crescita

Ufficio Market Strategy

luglio 2022

INDICE

1. CONTESTO DI MERCATO
2. GOVERNATIVI
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME



CONTESTO DI MERCATO



Contesto: solo la pace (o una recessione) può frenare questa inflazione

Geopolitica e Contesto Macro

- **Contesto geopolitico:** L'impressione è che difficilmente si troverà un compromesso a breve sul cessate il fuoco. Dal fronte Ucraino hanno rimandato i negoziati a fine agosto, mentre la Russia non ha raggiunto un obiettivo soddisfacente (il controllo del Sud-est). Teniamo sempre un occhio sulle tensioni USA-Cina su Taiwan che auspichiamo non si intensifichino (sarebbe la tempesta perfetta).
- **Macro:** con l'impennata dei prezzi energetici ed alimentari l'inflazione dovrebbe continuare ad accelerare (e sorprendere) nei prossimi due mesi. In particolare, ci attendiamo un'accelerazione verso il 9% in Eurozona, mentre negli USA il picco sarebbe stato già raggiunto se i prezzi della benzina non avessero fatto registrare nuovi record. Con il mix esplosivo di elevata e perdurante inflazione, veloce inasprimento delle condizioni finanziarie e limitato impulso fiscale, la crescita è destinata a rallentare in maniera decisa.

Banche Centrali

- **FED:** dopo aver alzato di ben 150 pb i tassi dall'inizio dell'anno, il mercato OIS prezza ulteriori 180 pb di rialzi Fed entro dicembre 2022 con i *fed funds* visti approdare a 3,40%. Il tutto in un contesto di QT che a settembre raggiungerà i 95 Mld\$ al mese. Unica via di scampo ad uno scenario di deciso rallentamento della crescita che fra 12 mesi o poco più potrebbe sfociare in una recessione è una pausa dopo i decisi rialzi estivi anche in vista delle elezioni di *Midterm*.
- **BCE:** l'impressione è che all'interno del *Governing Council* l'accelerazione sullo strumento anti-frammentazione sia stata la moneta di scambio tra colombe e falchi per un percorso «graduale ma sostenuto» di rialzo dei tassi. Il mercato OIS prezza ca. 150 pb di rialzo entro dicembre 2022. Un percorso così deciso è improbabile a nostro avviso data la fragilità dell'economia dell'Eurozona alle prese con la crisi energetica.
- Infine, sul fronte asiatico, le principali Banche centrali (**BoJ e PBoC**) continueranno a nostro avviso a mantenere un approccio accomodante.

Bonds

- **I crescenti timori che le banche centrali portino avanti la stretta monetaria anche se l'economia rallenta stanno innescando aspettative diffuse di recessione** che si stanno traducendo in curve dei rendimenti più piatte o invertite. **Treasury a 10 Y:** arrivato alla soglia del 3,5% potremmo aver raggiunto il picco dell'anno, l'atteggiamento aggressivo della Fed rende sempre più appetibile la parte a lunga della curva in ottica seconda parte del 2022. **BUND e BTP: tassi ancora con pressioni al rialzo**, ma stiamo raggiungendo livelli molto interessanti. Area 1,8%/2%% di Bund e 4%/4,5% sul BTP decennale sono a nostro avviso interessanti per costruire posizioni lunghe in vista di un ridimensionamento nel corso della seconda parte dell'anno.

FX e Materie Prime

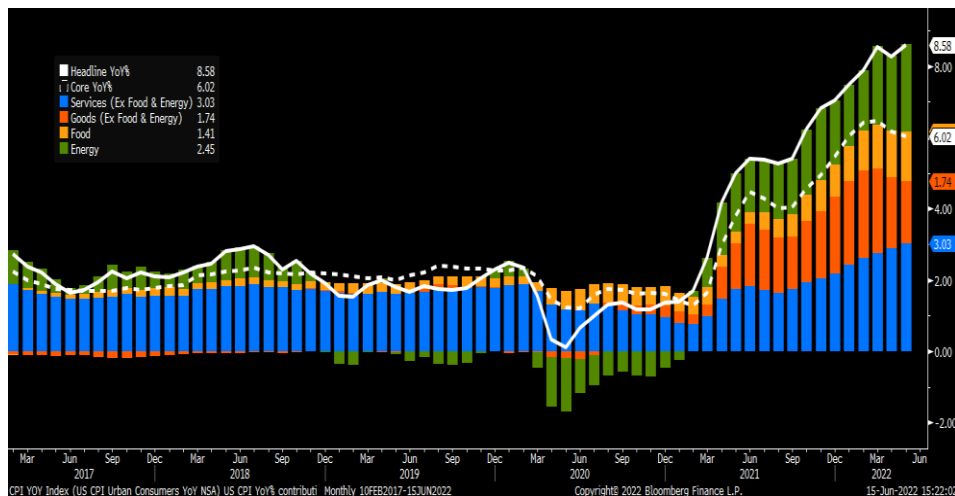
- **FX:** i fattori che hanno portato l'**eurodollaro** al minimo da 20 anni continueranno, a nostro avviso, a tenerlo sotto pressione per tutta l'estate. Al ribasso i livelli da monitorare sono 1,01 e, in caso di violazione 0,985. Tuttavia crediamo nella fase finale di questo trend e che andando più in avanti nell'anno, vi siano delle possibilità di ripresa legate ad una pausa autunnale nel ciclo di rialzi da parte della Fed e alla prospettiva di una tregua. In questo senso, ci vorranno 6-9 mesi per rivedere il ns target a 1,11.
- **Materie Prime:** Le pressioni al rialzo sugli energetici rimarranno verosimilmente elevate fintanto che non si raggiungerà una soluzione al conflitto. Diverso il discorso per le altre materie prime come i metalli industriali attesi rimanere sotto pressione in estate per recuperare successivamente in scia al recupero della domanda cinese grazie alle misure di stimolo. I preziosi difficilmente torneranno a brillare.

Rischi Potenziali

- Conflitto duraturo in Ucraina, con conseguenti razionamenti del gas e rafforzamento dello scenario stagflattivo
- Aumento delle tensioni USA-Cina su Taiwan



Inflazione USA: picco a breve e poi in graduale rallentamento

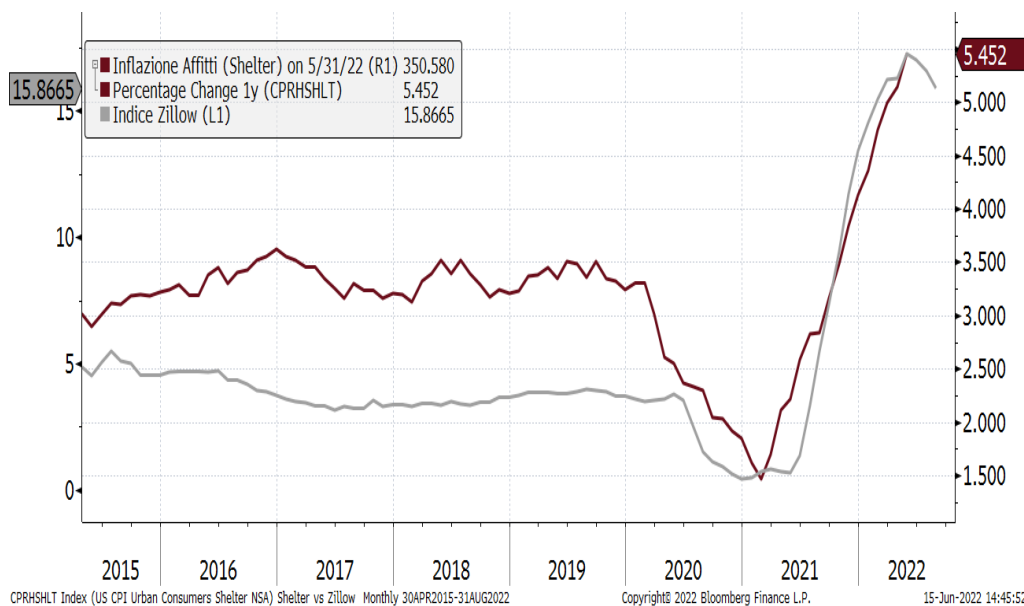


➤ In questa prima metà dell'anno l'inflazione USA ha continuato a sorprendere al rialzo raggiungendo l' 8,6% a maggio.

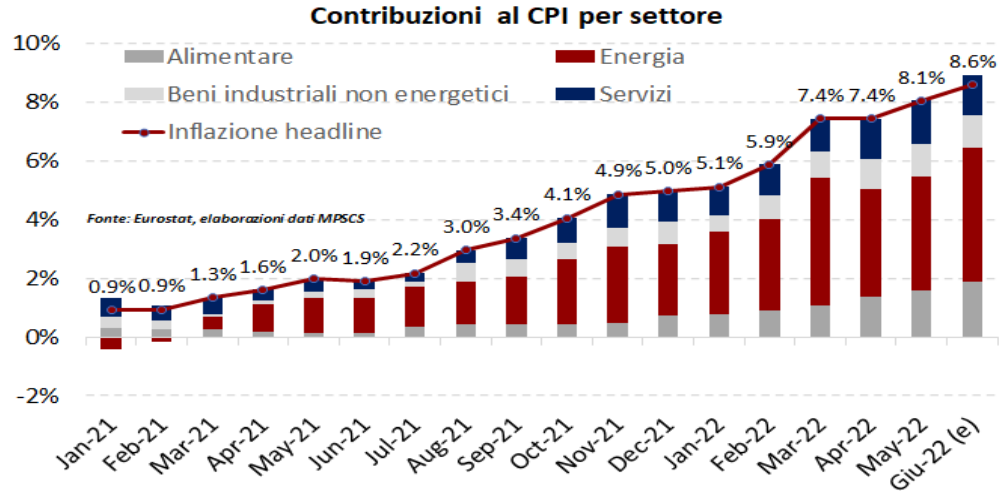
➤ Negli USA, i principali *driver*, sono fin qui stati la componente energetica e quella legata ai servizi (in particolare i costi degli alloggi). Se non fosse stato per l'accelerazione della componente energetica negli ultimi 2 mesi, probabilmente si sarebbe già registrato il picco, considerato che la componente *core* ha già fatto registrare una flessione pur restando vicino ai massimi dal 1982.

➤ In prospettiva, ci attendiamo un'inflazione USA che dopo aver fatto registrare il picco in estate, dovrebbe rallentare gradualmente fino a scendere sotto il 7% verso fine anno sulla base di: 1) atteso **ridimensionamento delle quotazioni di energetici ed alimentari** (cfr. commodity agricole); 3) venir meno del contributo delle auto usate; 4) possibile picco a breve della componente alloggi (cfr. grafico a sinistra).

➤ Lo scenario di rischio è legato ad un **prolungamento/esacerbazione del conflitto in Ucraina con nuove sanzioni** che evidentemente finirebbe per mantenere elevata a lungo l'inflazione energetica con un effetto contagio sui prezzi delle altre componenti.

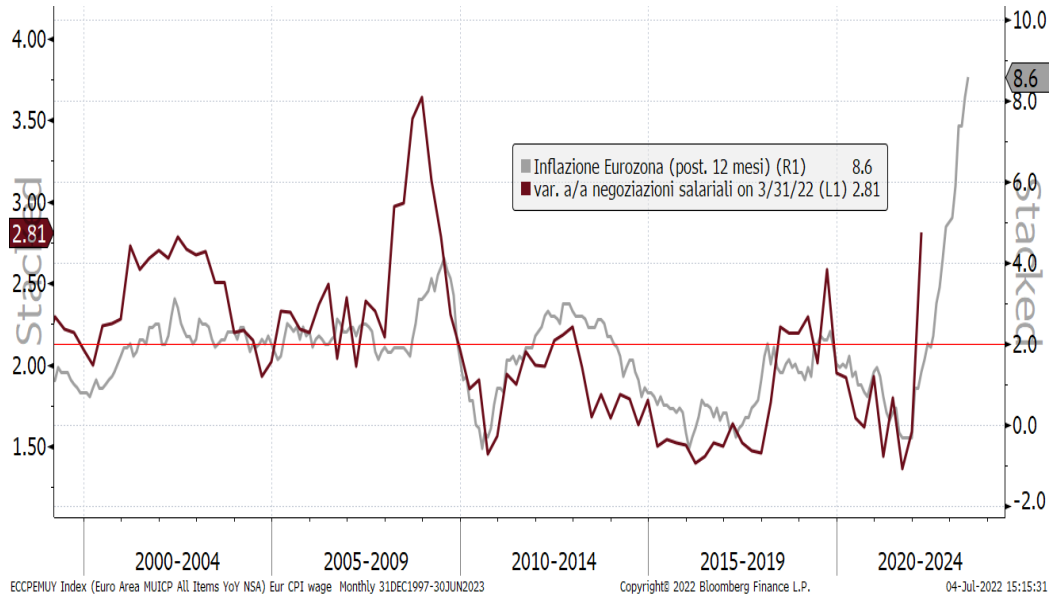


Inflazione Eurozona: nel breve periodo può ancora sorprendere al rialzo



➤ In Area euro, l'inflazione a giugno ha raggiunto l'8,6%, ma il dato core ha registrato un lieve rallentamento (3,7% da 3,8% vs attese per 3,9%) a conferma del fatto che, al momento, il fenomeno resta largamente esogeno con le componenti *food ed energy* a spiegare circa i 2/3 del rialzo.

➤ A destare la preoccupazione della BCE, un possibile circolo vizioso prezzi-salari e in particolare la possibilità che questi ultimi (al +2,81% a/a) possano salire ulteriormente.



➤ Nel breve periodo ci attendiamo un'ulteriore accelerazione al rialzo in scia principalmente alla crescita delle pressioni sull'alimentare, mentre a tendere l'atteso ridimensionamento dei prezzi energetici dovrebbe contribuire al rallentamento dell'inflazione *headline* che, tuttavia, è attesa tornare sotto l'8% solo a fine anno.

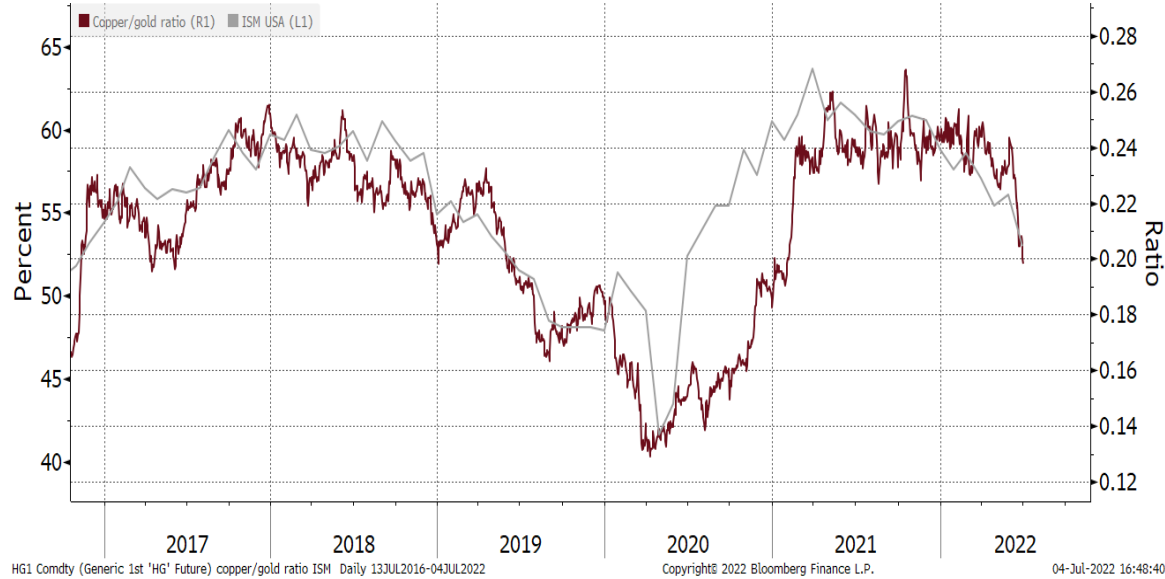
NOTA: Dati Bloomberg, elaborazione MPSCS.



GOVERNATIVI



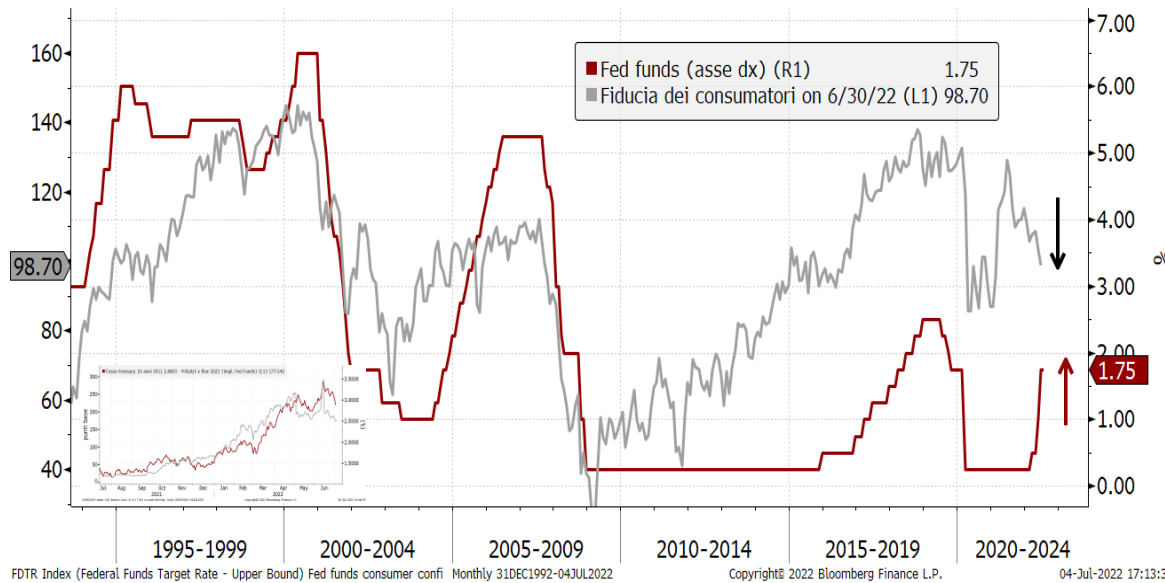
Treasury 10Y: si guarderà sempre di più alla crescita



➤ In questa prima parte dell'anno, il **rendimento decennale treasury** si è mosso al rialzo arrivando fino in area 3,5% in scia all'accelerazione dell'inflazione e del ritmo di rialzo dei tassi Fed (75pb a giugno). La Fed ha chiarito che è disposta a sacrificare, almeno in parte, la crescita per tenere sotto controllo l'inflazione.

➤ Più di recente, è cresciuto il peso dei timori di recessione che hanno trovato supporto nei dati macro ed in particolare nel deterioramento delle prospettive del manifatturiero (l'indice ISM ben anticipato dal Copper/Gold ratio) così come nel deciso calo della fiducia dei consumatori (anticipatore della politica monetaria) e nei primi segnali di debolezza del mercato immobiliare. Tali timori hanno così portato ad un deciso calo dei rendimenti a MLT, parziale *repricing* dei rialzi e *conseguente flattening* della curva che quest'anno si è invertita per due volte.

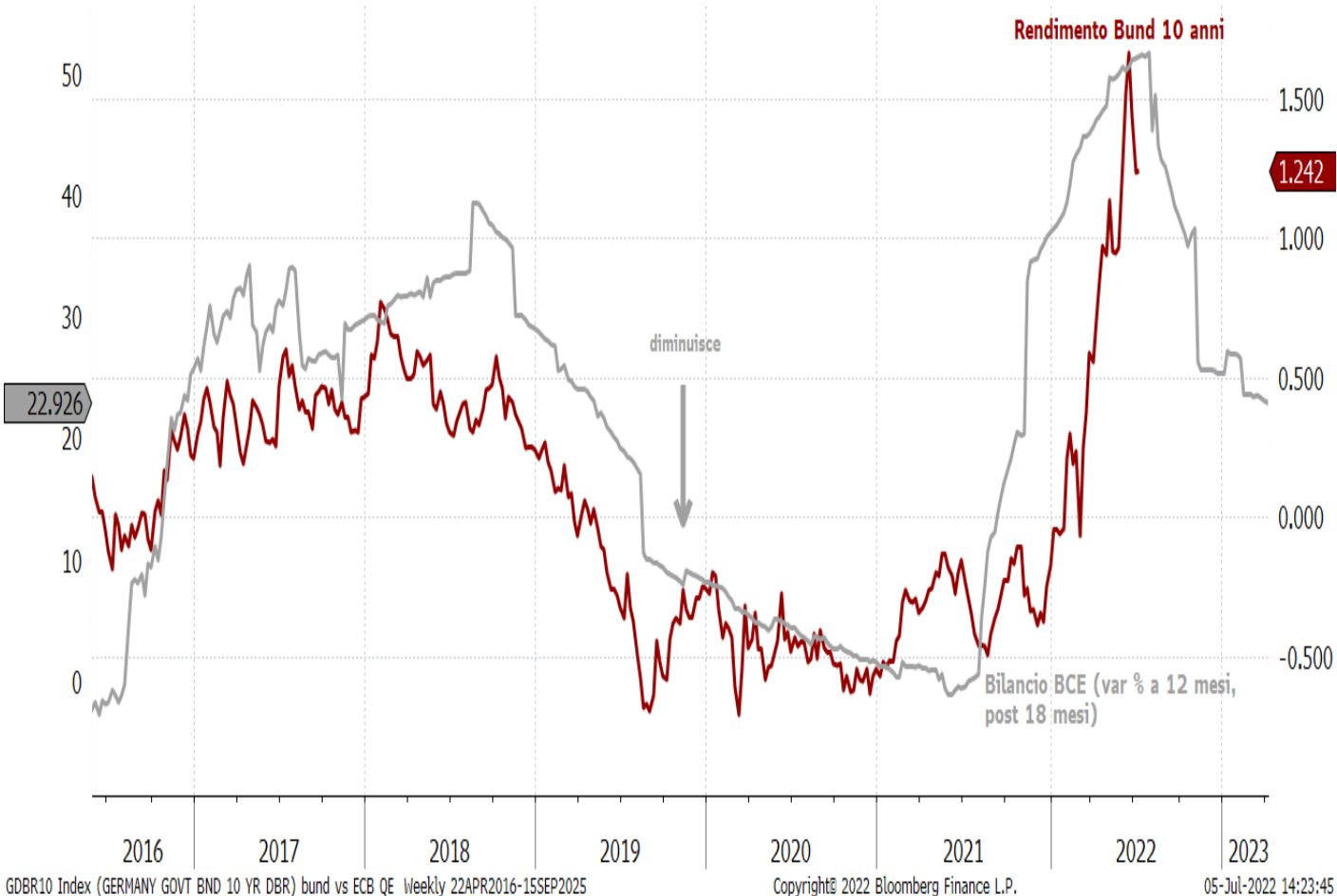
➤ D'altro canto la **recessione potrebbe essere già arrivata**. Dopo un primo trimestre a -1,6% del PIL, la Fed di Atlanta stima (**modello GDP Now**) un -2,1% per il secondo trimestre (dati al luglio 2022). Se così fosse, si tratterebbe tuttavia a nostro avviso di una prima recessione lieve e temporanea, ma tale da portare la Banca Centrale americana a valutare una pausa dopo i rialzi estivi e in vista delle Elezioni di Midterm. Diverso il discorso per il prossimo anno: qualora la Fed implementasse quanto prezzato dal mercato la frenata dell'economia sarebbe ben più profonda e dolorosa. Non a caso il mercato (*future* sui Fed Funds) già prezza 50 pb di taglio dei tassi nel 2023 (da maggio in poi).



➤ Alla luce di quanto detto, qualsiasi ulteriore spinta rialzista sui rendimenti è a nostro avviso **un'occasione per allungare la duration**. Da un punto di vista tecnico, i livelli di resistenza da monitorare sono 3,5% e successivamente 3,83%. Al contrario solo una discesa al di sotto al del 2,74% aprirebbe la strada verso il 2,36%.



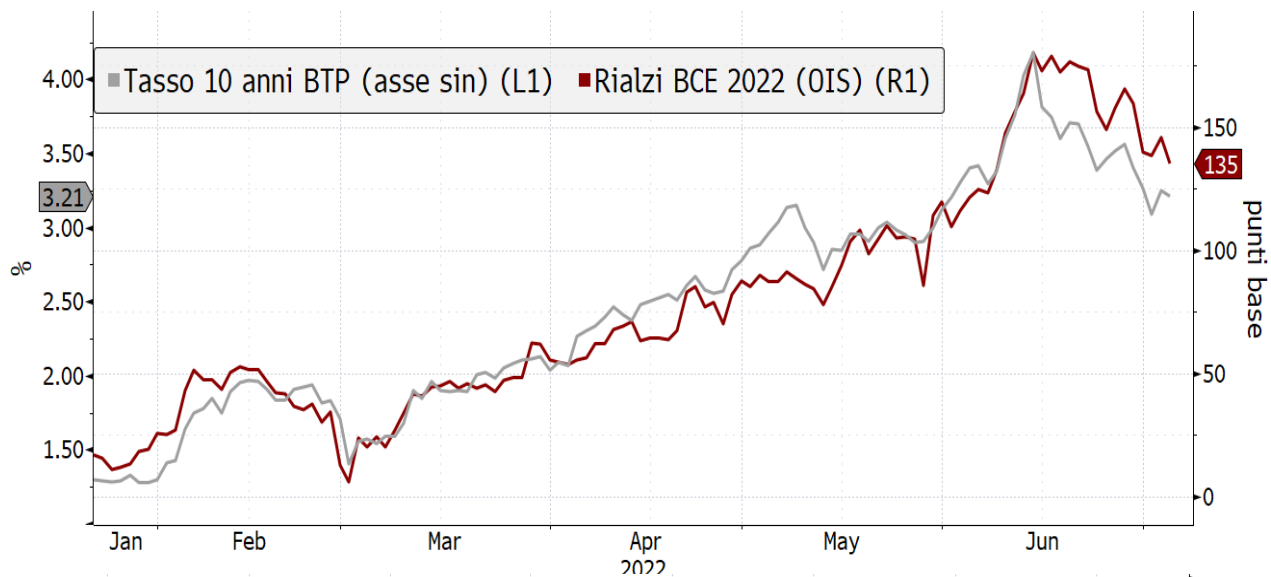
Bund: potremmo aver visto il picco del rendimento decennale



- Il rendimento del **Bund decennale**, ha registrato nei primi due trimestri dell'anno un rialzo record, ben maggiore di quanto osservato nel 2011 ovvero l'ultima volta che la BCE alzò i tassi. Storicamente, negli ultimi 20 anni, non si sono mai registrati tre trimestri consecutivi di rialzo, per cui il movimento potrebbe aver raggiunto livelli estremi.
- Altro aspetto da considerare è la variazione del bilancio BCE (con la conclusione dei piani di QE) che anticipa, tipicamente di 18 mesi, la direzionalità (non il livello) del rendimento decennale.
- A tendere, nel breve termine possono ancora verificarsi pressioni al rialzo considerato l'attesa di un'ulteriore accelerazione estiva dell'inflazione. Tuttavia, potremmo aver visto il picco. Le spinte inflattive, infatti, dovrebbero iniziare a perdere forza dopo l'estate, mentre i dati macro dovrebbero progressivamente certificare il peggioramento della crescita in Eurozona che fin qui è stata sostenuta dal recupero del comparto servizi. Una prima indicazione in tal senso ci è giunta dagli indici PMI e dall'indice IFO (con le aspettative scese ai minimi dal 2020).
- In sintesi, **anche in questo caso i rialzi sono, a nostro avviso, un'occasione per allungare la duration.** e pertanto le fasi di rialzo vs area 1,8%/2% sono da sfruttare in vista di un'inversione del trend di rialzo che dovrebbe manifestarsi con più forza nella seconda parte dell'anno.



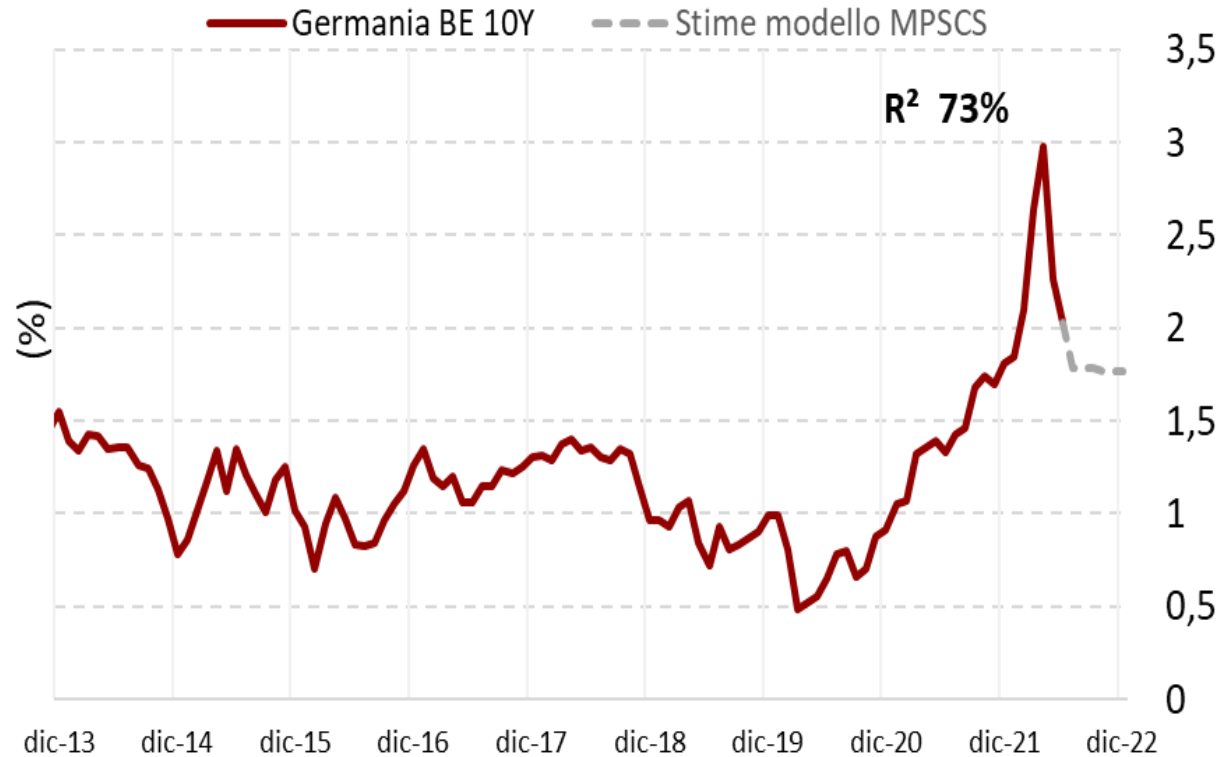
BTP: attese su rialzi BCE il driver estivo



- Il movimento di rialzo del rendimento BTP a 10 anni, è stato guidato dalla crescente attesa riguardo al rialzo tassi da parte della BCE (cfr. grafico a sinistra). Parallelamente si è mosso lo spread BTP-Bund, rientrato solo dopo la riunione straordinaria della Banca Centrale Europea, conclusasi con l'impegno di accelerare nella creazione di uno scudo «anti-spread» da attivare in caso di allargamenti «irrazionali» del differenziale ovvero lontani da valori coerenti con i fondamentali. Una locuzione sufficientemente generica per mantenersi le mani libere.
- Fin qui, il mercato ha concesso il beneficio del dubbio alla BCE, in attesa di valutare i dettagli e le caratteristiche del piano entro la riunione del prossimo 21 luglio. Per essere adeguato, dovrà non essere limitato nel tempo e nell'ammontare e prevedere delle condizionalità estremamente leggere. Su questo tema, l'avvio del percorso di rialzo dei tassi potrebbe rappresentare la carta di scambio per superare la resistenza dei falchi del nord Europa, ma la trattativa all'interno del *Governing Council* non sarà facile.
- Pertanto i rischi permangono al rialzo nel corso dell'estate. Il rendimento dovrebbe tornare a scendere in maniera più decisa solamente se il piano BCE sarà credibile e quando vi sarà un ridimensionamento delle attese sui rialzi BCE a seguito della frenata dell'economia in un contesto di rallentamento dell'inflazione.
- Da un punto di vista tecnico, le resistenze da monitorare sono 3,65%-4% e 4,46%. I Supporti cui guardare 2,90% e 2,50%.



Breakeven Inflation: atteso proseguimento del calo



- Fino ad aprile il comparto ha beneficiato del calo dei tassi reali che, tuttavia si è invertito negli ultimi due mesi in scia al deciso calo dei tassi *breakeven*, passati velocemente dal 3% al 2% sul tratto a 10 anni tedesco.
- A tendere, i tassi reali dovrebbero riprendere la via del rialzo soprattutto sulla parte a breve della curva che è quella che ha maggiormente beneficiato dell'attuale scenario inflattivo. Il rialzo dovrebbe invece essere più limitato sulla parte a lunga considerato che, da un lato, i tassi *breakeven* sono tornati in linea con il *target* (i.e. intorno al 2%) e hanno limitato spazio di ribasso, dall'altro, che più in avanti nell'anno si dovrebbe assistere ad un calo dei tassi nominali su quel tratto di curva.
- Infine, segnaliamo come i BTP linker offrano un rendimento reale positivo oltre i 5 anni di scadenza e possano beneficiare ancora di un flusso cedolare sostanzioso almeno per i prossimi 12 mesi.

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



VALUTE



Eurodollaro: pressioni nel breve e ritorno verso 1,11 entro 6-9 mesi



- La gran parte dei movimenti dell'eurodollaro di questa prima metà dell'anno, può essere spiegata dal combinato disposto di risk-on/risk-off (performance azionario) e del differenziale di rendimento a 2 anni USD-EUR che a sua volta rispecchia il differenziale di politica monetaria Fed-BCE.
- In particolare, di recente il differenziale si è allargato ulteriormente a favore degli USA, in quanto gli investitori hanno iniziato a prezzare la possibilità che la Russia possa interrompere le forniture di gas all'Europa e far precipitare la regione in recessione. Lo **shock economico** che ne deriverebbe renderebbe più difficile per la Banca centrale europea procedere spedita sul percorso di rialzo dei tassi e restringere il differenziale dei tassi di interesse con gli Stati Uniti. A questo punto stimiamo che il **conflitto** pesi in termini di **sconto sulla valuta unica circa un 8%**. Va da se che in caso di tregua, questo sconto andrebbe a ridursi fino ad annullarsi in caso di pace.
- Tuttavia, **nel breve** (da qui almeno alla fine dell'estate), i principali venti (come differenziale rialzo tassi, *quantitative tightening*, conflitto) continueranno verosimilmente a soffiare a favore del biglietto verde e tenere sotto pressione l'eurodollaro. **Successivamente**, quando buona parte delle cattive notizie saranno prezzate, la possibilità di una Fed in pausa o che decelera nel ritmo di rialzi, piuttosto che la prospettiva di una cessate il fuoco, dovrebbero riportare progressivamente il cambio verso 1,11. Anche nell'ipotesi in cui la Fed implementasse in tutto o in buona parte quanto prezzato ad oggi dal mercato in termini rialzi (180 pb entro fine anno, dati al 7 luglio 2022) si creerebbero a nostro avviso inevitabilmente i prodromi per la recessione USA 2023 e conseguenziali tagli.
- In **sintesi**, abbassiamo leggermente i target per il cambio a settembre (1,08 da 1,11) mantenendo quello di dicembre 2022 e marzo 2023 (1,11).



EurGBP: trend rimane al rialzo



EURGBP Curncy (EUR-GBP X-RATE) EURGBP:Spread UK-GER Daily 31DEC2020-07JUL2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

07-Jul-2022 15:13:28



EURGBP Curncy (EUR-GBP X-RATE) TD MANNUX WEEKLY Weekly 01JUL2020-07JUL2022

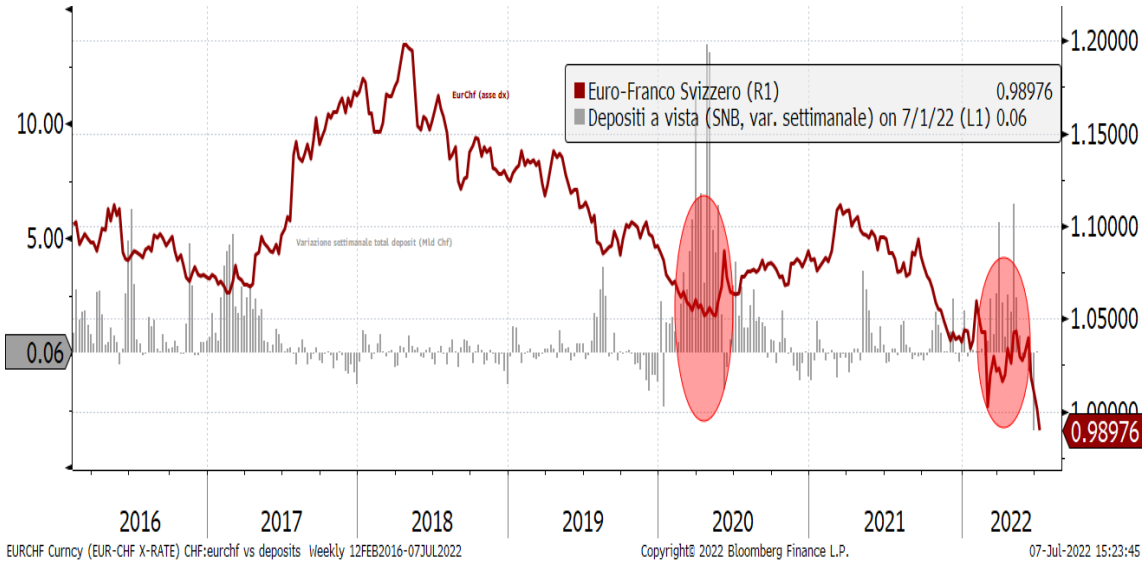
Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

07-Jul-2022 15:21:52

- I venti contrari alla Sterlina stanno aumentando sia in numero che in potenza. Alle controversia sulla Brexit, si aggiungono le pressioni su di un'economia già fiaccata dal carovita e, ultima in ordine di tempo, il Regno Unito si trova di fronte alla prospettiva di un nuovo referendum sull'indipendenza scozzese che stando al PM scozzese Nicola Sturgeon sarebbe pianificato per il 19 ottobre 2023.
- Sulla valuta britannica pesano anche le **incertezze politiche legate al protocollo sull'Irlanda del Nord**. L'UE ha dichiarato di considerare azioni legali con gli UK dopo che Londra ha presentato un emendamento per annullare una parte degli accordi. Tema questo che potrebbe tornare a fine anno.
- **Principale driver del cambio EurGbp** è stato ovviamente il differenziale di rendimento UK-Eur che a partire da aprile si è ristretto a favore dell'area euro in un contesto di crescenti attese su un aumento dei tassi BCE. Il cambio è infatti salito portandosi in area 0,87, livelli che non si vedevano da febbraio 2021. Solo di recente il legame è venuto meno, a seguito di alcune dichiarazioni *hawkish* dei banchieri BoE e alla crisi energetica che compromette le prospettive di crescita dell'Eurozona.
- **Sul fronte tecnico**, nel breve sotto 0,85 è possibile un test di 0,84 prima di riprendere il trend di rialzo che dovrebbe riportare il cambio verso 0,87 verso la fine dell'anno.



EurChf: in graduale risalita solo verso la fine dell'anno/inizio 2023



- Il recente apprezzamento del **franco svizzero**, culminato con la discesa del cambio EurChf fin sotto la parità, è da collegare principalmente alla svolta *hawkish* della Banca centrale svizzera (SNB) che, a sorpresa a giugno, ha alzato i tassi di 50 pb (portandolo a -0,25%) inaugurando di fatto l'inizio di un ciclo restrittivo.
- La SNB, a differenza del passato, si è mostrata molto più tollerante nei confronti dell'apprezzamento della valuta domestica non ostacolando il movimento come dimostrato dal fatto che i depositi (proxy degli interventi sul mercato) nelle ultime settimane sono addirittura scesi. L'obiettivo finale è chiaro, ovvero quello di limitare l'inflazione perlomeno quella importata.
- In **prospettiva**, fintanto che la SNB continuerà a mostrare un atteggiamento *hawkish* è probabile che il cambio **EurChf** rimanga sui livelli attuali con possibilità di discesa verso 0,96. D'altro canto, reputiamo lo spazio per un'ulteriore discesa limitato in quanto un'eccessiva apprezzamento avrebbe delle ripercussioni negative sulla crescita.
- Dal punto di vista tecnico, il movimento di ribasso si potrebbe estendere fino ad un **massimo di 0,964**. Al rialzo incontriamo la prima resistenza statica a 1,048 seguita da 1,057.



Euro Yen: costretto in un ampio *trading range*



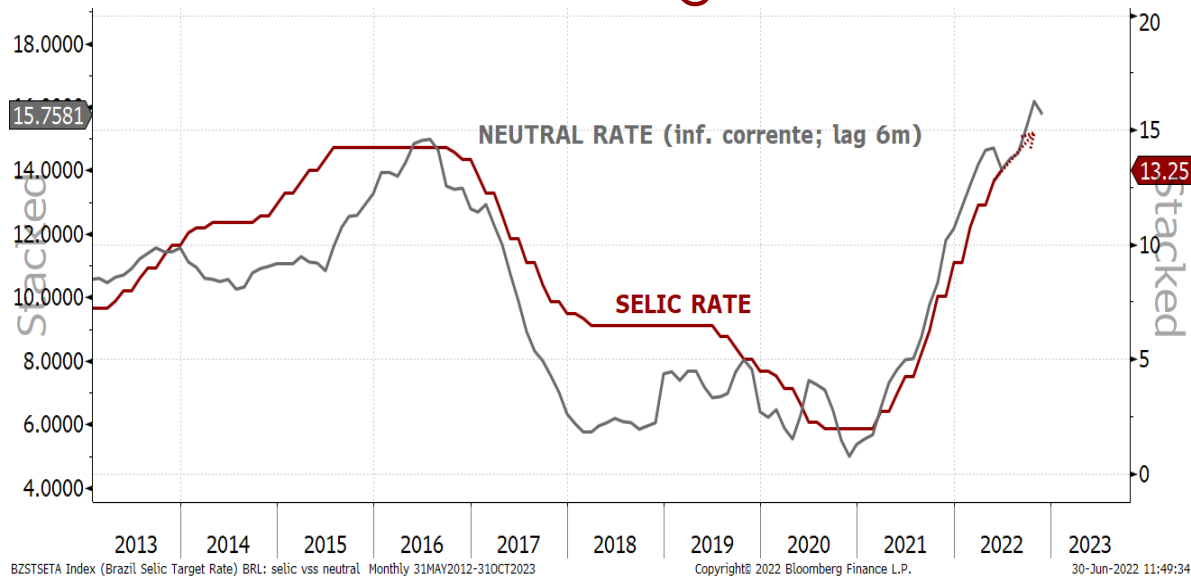
- Da inizio anno lo yen è risultata la peggior valuta tra le principali dei G10.
- Tra le motivazioni ricordiamo :1) La BoJ è rimasta l'ultima tra le grandi banche centrali dei paesi sviluppati a mantenere una politica monetaria espansiva (con conferma del YCC); 2) Il Giappone è importatore di materie prime pertanto subisce lo shock della crisi energetica; 3) Pur essendo geograficamente lontano dal conflitto è stato oggetto di critica da parte della Russia per aver preso determinate posizioni.
- Il fatto che sul fronte tassi occidentali dovremmo aver visto il picco, ci porta ad aspettarci limitati spazi di risalita del cambio, mentre siamo consapevoli del fatto che la valuta nipponica potrà tornare ad apprezzarsi in maniera decisa solo quando la BoJ cambierà registro o le altre grandi BC torneranno sui propri passi. Ma per questo è ancora presto.



- Pertanto, da qui alla fine dell'anno, ci aspettiamo un cambio EurJpy che oscillerà nell'ampio trading range tra 136,25 e 144.25.



Valute LATAM: le migliori YtD, ma limitato spazio nel 2° semestre



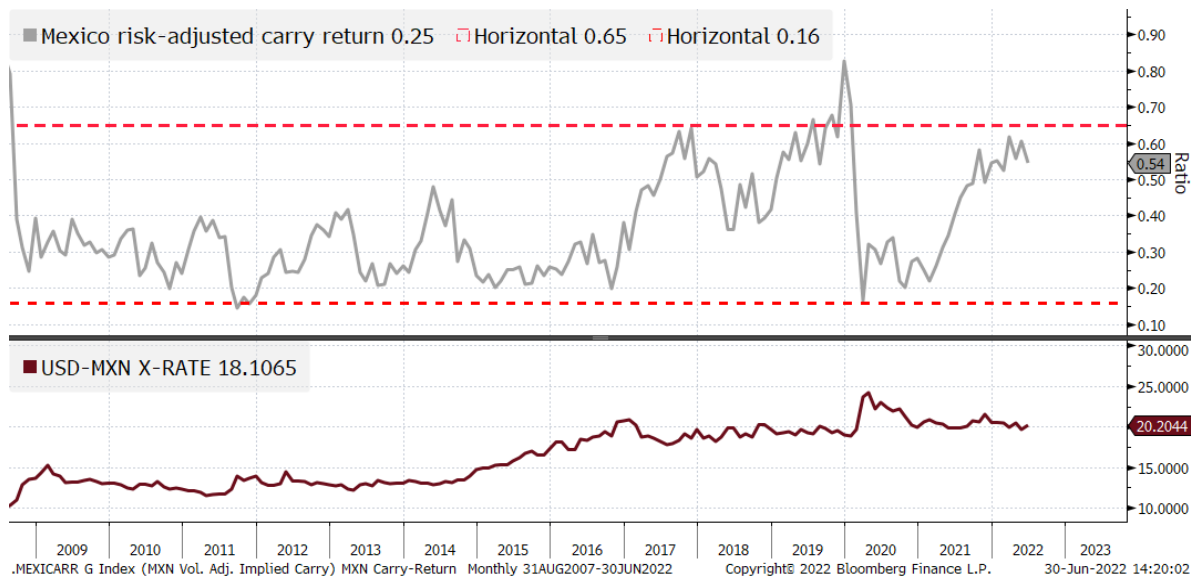
➤ Questa prima parte del 2022 è stata caratterizzata dal forte apprezzamento delle **valute dell'America Latina**, le migliori in assoluto YtD insieme al rand sudafricano (nell'analisi non abbiamo considerato il rublo per evidenti motivi). I gestori mondiali, infatti, hanno preferito dirottare i flussi verso le valute di Paesi geograficamente distanti dal conflitto, produttori di materie prime e con politiche monetarie restrittive (i.e. rialzo dei tassi).

➤ A brillare in particolare è stato il **real brasiliano**, sostenuto principalmente dalla normalizzazione della politica monetaria. La banca centrale ha infatti alzato il tasso ufficiale di 50 pb al 13,5% portando gli aumenti totali da inizio del ciclo (marzo 2021) a 11,25%. Ciononostante, le prospettive sull'inflazione hanno continuato a deteriorarsi e questo lascia spazio per ulteriori rialzi nella prossima riunione del 3 agosto (attesi 50pb) e in quella di settembre (cfr. grafico a sinistra), con il ciclo restrittivo che dovrebbe concludersi entro la fine dell'estate e comunque prima delle elezioni presidenziali.

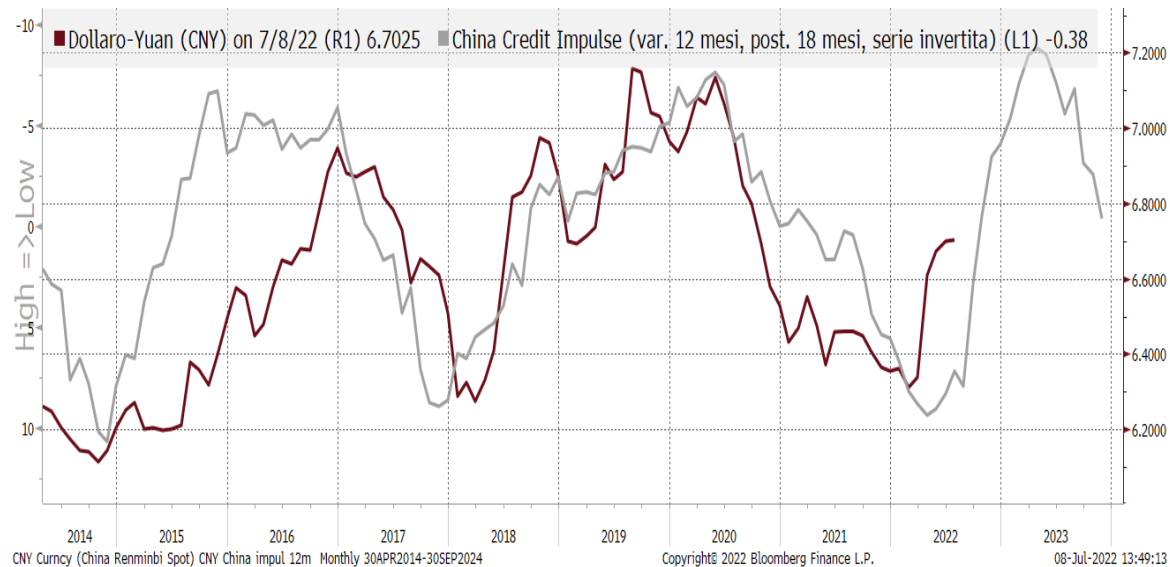
➤ Man mano che ci avviciniamo a queste ultime (30 ottobre 2022) aumenta il rischio di un ritracciamento, data la tendenza a favorire in questa fase misure di sostegno sociale e maggiore spesa fiscale per guadagnare consenso. Non a caso stanno crescendo i timori su un deterioramento delle casse statali alla luce del [piano di Bolsonaro](#) per ridurre i prezzi energetici.

➤ Il combinato disposto delle due forze sopra descritte dovrebbe portare ad un cambio **EurBrl** in trading range tra **5,68 e 5** da qui alle elezioni. Un eventuale movimento di overshooting con rottura la rialzo di 5,68 proietterebbe il cambio a **6**.

➤ Anche l'**EurMxn** è tornato praticamente su livelli pre-covid, beneficiando largo circa degli stessi elementi del real (rialzo tassi e rally del petrolio). Guardando al *Risk Adjusted carry Return* possiamo vedere come rimanga uno spazio limitato per un ulteriore apprezzamento vs dollaro (cfr. grafico a sinistra). Da un punto di vista grafico, il cambio EurMxn al ribasso trova il supporto a 20,81 prima e **20** poi. Al rialzo, la resistenza di **21,72** prima e, solo sulla difficile rottura di quest'ultima, 23,40.



EurCny: in ripresa nella parte finale dell'anno



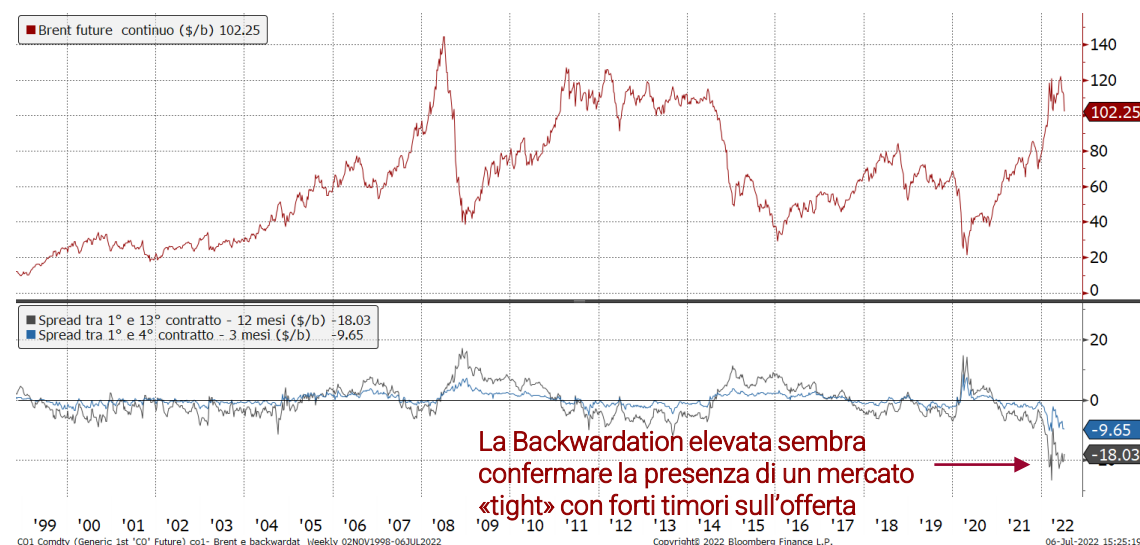
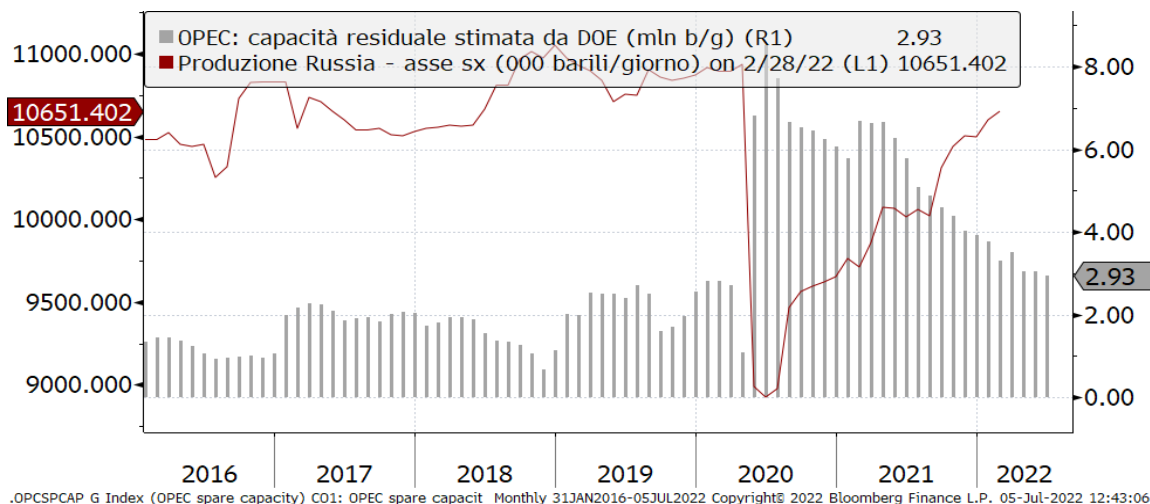
- A partire dalla fine di aprile, lo **yuan** ha interrotto il trend di apprezzamento evidenziando una svalutazione piuttosto generalizzata. I **timori sulla crescita del colosso asiatico**, acuiti dalle misure di *lockdown* in province chiave del Paese, hanno sicuramente avuto un ruolo importante. Il tutto coadiuvato da una politica monetaria completamente divergente tra PBoC e resto del mondo (con l'eccezione della BoJ).
- Questo movimento non ci ha colto di sorpresa in quanto ritenevamo plausibile un'inversione di tendenza della valuta cinese in considerazione della necessità di stimolare la crescita anche tramite il canale delle esportazioni in vista del XX° Congresso e dell'ufficializzazione del terzo mandato da Presidente Xi Jinping. Quello che ci ha invece sorpreso è la recente debolezza della moneta unica che ha riportato il cambio EurCny sui minimi.
- A questo punto, rimane da capire il livello fino a dove le Autorità cinesi preferirebbero indebolire lo yuan. Un elemento utile ci è arrivato dall'annuncio della riduzione del RRR (*foreign exchange reserve requirement ratio*) di 100pb all'8% a partire da metà maggio, quando il cross UsdCny ha toccato il massimo relativo intorno a 6,80 che quindi rappresenta un primo livello di intervento. La manovra segnala implicitamente la **volontà delle Istituzioni di allentare le pressioni svalutative della valuta**, visto che il taglio del RRR riduce, di fatto, l'ammontare dei depositi in valuta estera richiesti alle Istituzioni finanziarie.
- Guardando al credit impulse, quest'ultimo anticipa un ritorno verso 6,80 prima e 7 poi del cambio UsdCny. Pertanto, viste le nostre attese sull'EurUsd è **lecito attendersi un'ulteriore gamba rialzista sull'EurCny**. In questo senso, il primo test si trova in area 7,18 mentre sopra questo livello si aprirebbe lo spazio fino a 7,30 prima e 7,60 poi (più probabile nel 2023).



MATERIE PRIME



Petrolio: solo una tregua lo può portare stabilmente sotto i 100\$/b

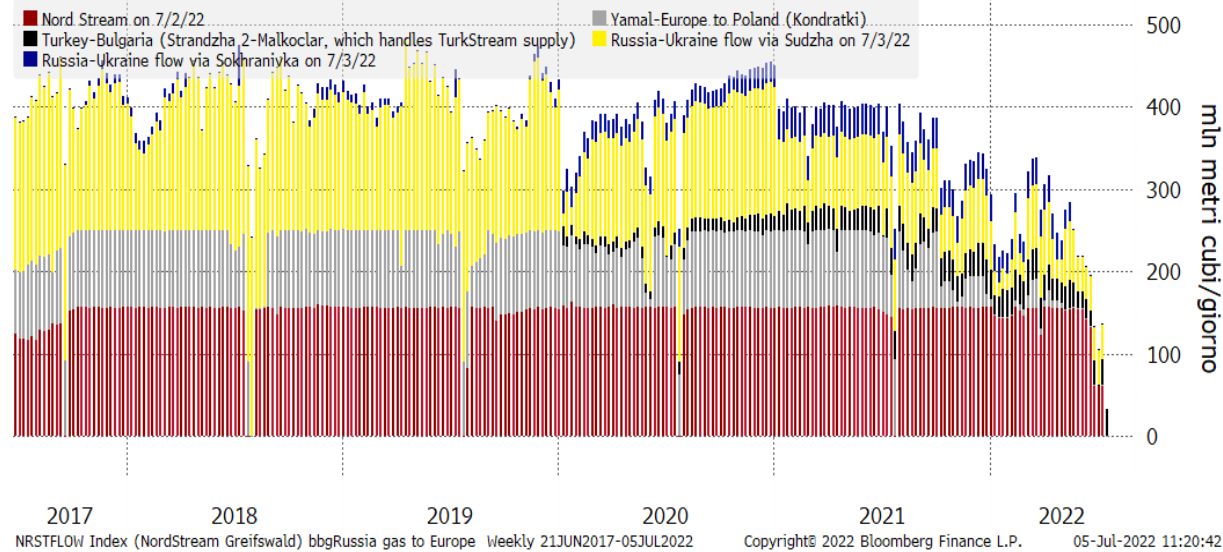


- Il protrarsi del conflitto, l'annuncio delle sanzioni UE nei confronti del petrolio russo e le limitazioni dell'offerta di alcuni produttori (Libia e Ecuador) hanno contribuito a mantenere elevate le quotazioni del petrolio in un contesto di elevata domanda di carburanti (in particolare negli USA con l'avvio della *driving season*).
- Più di recente, le quotazioni sono risultate sotto attacco su due fronti: 1) distruzione della domanda data i timori recessivi; 2) il ritorno del super-dollaro. Nel frattempo, le negoziazioni sul **nucleare iraniano** sono in una fase di stallo, sarà importante vedere se Biden riuscirà, nell'incontro pianificato per metà luglio, a convincere l'Arabia Saudita ad aumentare la produzione sebbene non sarà semplice in quanto è vincolata dall'accordo con i restanti produttori dell'OPEC+ (compresa la Russia).
- Nel **breve termine** ci aspettiamo che le quotazioni consolidino sugli attuali livelli, poco sopra 100\$/b in termini di Brent. Tuttavia i rischi rimangono al rialzo fintanto che non verrà raggiunto un accordo per il «cessate il fuoco» nel conflitto Russo-Ucraino. Solo nello scenario di tregua, i fondamentali indicano un valore corretto per fine anno (dato l'atteso bilanciamento di domanda e offerta) intorno ai 90\$/b per il Brent.
- **Da un punto di vista tecnico**, al rialzo le resistenze da monitorare sono 120 e 125 \$/b. Solo con il superamento di quest'ultimo livello si aprirebbe lo spazio verso i massimi dell'anno prima (a 140 \$/b) e verso 150 \$/b poi. Al ribasso, i supporti da monitorare sono 97,57 e 92,5.



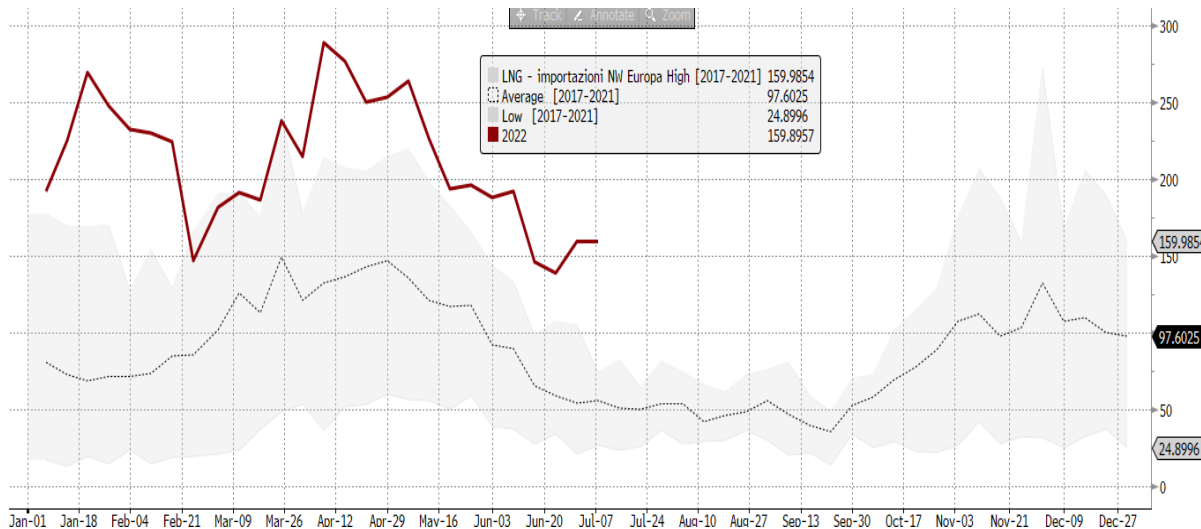
Gas naturale TTF: l'incertezza regna sovrana

Russia: forniture all'Europa tramite rotte principali



➤ Di recente le tensioni sul gas TTF sono tornate a guidare le quotazioni, oltre i 160€/MWh dopo la notizia del taglio delle forniture a Germania e Italia (ufficialmente per «motivi tecnici») e in vista dei lavori di manutenzione programmati dall'11 al 21 luglio sul Nord Stream, al termine dei quali permane l'incertezza sul ripristino regolare delle forniture. In assenza di tali notizie, probabilmente il gas TTF sarebbe sceso a 70€/MWh durante l'estate (o al di sotto) dato il periodo di bassa domanda ed il fatto che le scorte europee sono poco sotto la media stagionale, ma sarà importante verificare nel prosieguo che questa tendenza (di ripristino delle scorte in vista dell'inverno) sia mantenuta per evitare razionamenti.

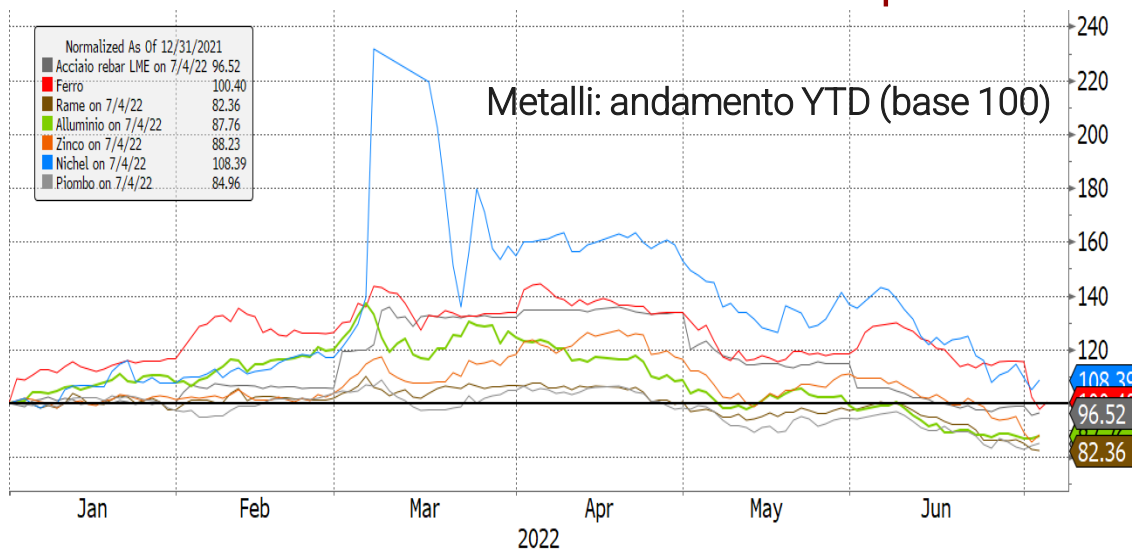
➤ Così come per il petrolio, **solo una tregua** potrebbe dar luogo ad un ridimensionamento duraturo delle quotazioni con un ritorno verso i 70€/MWh per fine anno.



➤ Viceversa, il **proseguimento del conflitto renderebbe la situazione estremamente volatile**. Le fonti d'incertezza rimangono infatti molte. **Da un punto di vista tecnico**, al rialzo le resistenze da monitorare sono 176 e 215 €/Mwh. Solo con il superamento di quest'ultimo livello si aprirebbe lo spazio verso i massimi dell'anno. Al ribasso, i supporti da monitorare sono 131 e 80 €/MWh dove arriverà rapidamente solo quando si parlerà di tregua.



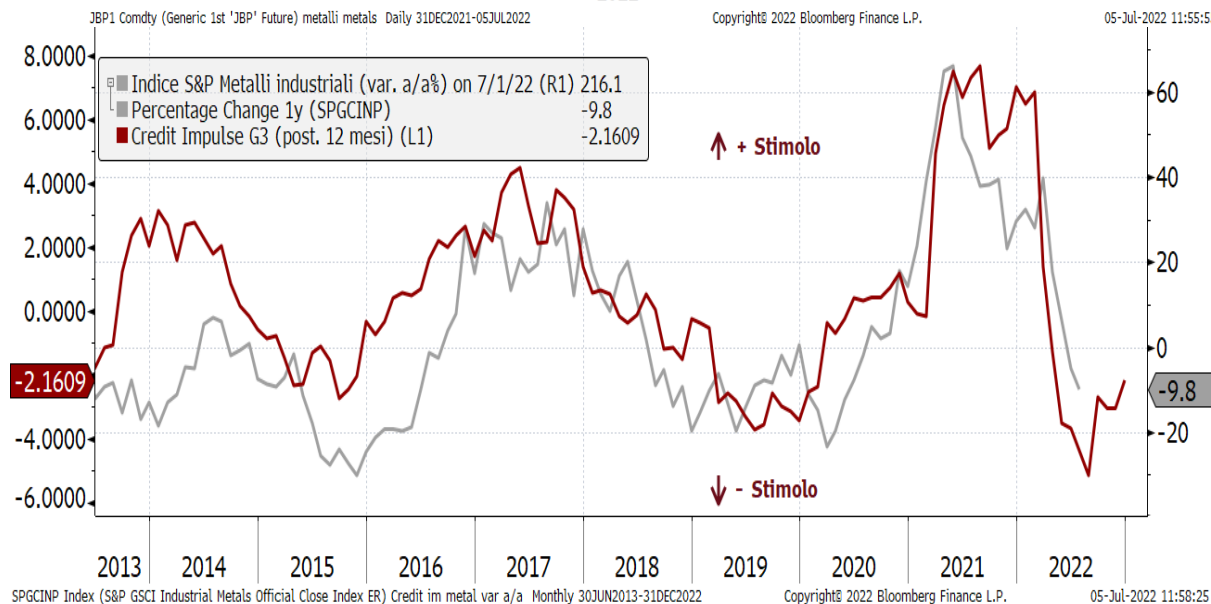
Metalli industriali: rimbalzo possibile per fine anno



➤ Dopo il picco di marzo causato dall'inizio del conflitto, si è materializzata una fase di ridimensionamento in scia ai timori crescenti sulla domanda globale collegati a: 1) un atteggiamento restrittivo delle Banche centrali date le forti pressioni inflazionistiche; 2) crescenti rischi recessivi; 3) bassa domanda cinese a causa dei diffusi e prolungati lockdown.

➤ Il tutto peraltro è avvenuto in coerenza con quanto anticipato dal nostro indice di *Credit Impulse* globale (vedi grafico).

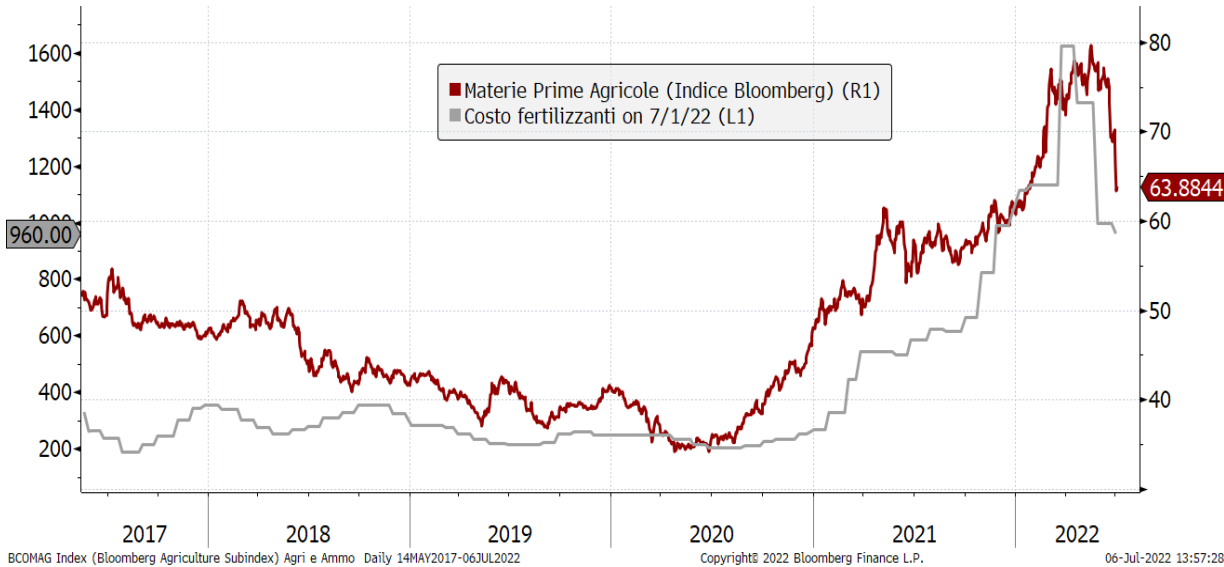
➤ In prospettiva, nel breve termine (fino a settembre) le quotazioni dei metalli dovrebbero continuare a risentire dei timori recessivi, mentre successivamente potrebbero tornare a riprendersi se, come crediamo, la Cina uscirà dalla fase di emergenza pandemica e se le Banche centrali si prenderanno una pausa di riflessione nel rialzo dei tassi. Lo scenario di rischio è quello di una Cina alle prese con le misure di emergenza per tutto il 2022, il che porterebbe inevitabilmente a ulteriori marcati cali.



➤ **Singoli metalli:** l'alluminio ha raggiunto già il target 2500\$/t segnalato nell'ultimo nostro approfondimento, in scia all'indebolimento della domanda e al contemporaneo aumento della produzione e dell'export cinese. Tuttavia, le scorte restano basse e, a meno che la Cina non continui a produrre a livelli record, il *downside* sembra limitato a 2000\$/t. Il rame ha di recente rotto al ribasso gli 8000\$/t con prossimo obiettivo del movimento a 7433. In caso di *overshooting* del movimento ribassista non escludiamo l'approdo verso la forte area di supporto posta tra 7000 e 6700\$/t. Successivamente se si verificheranno le condizioni di cui sopra non escludiamo un ritorno per la fine del 2022 verso i 9.000. Il nichel ha avuto una situazione straordinaria nel 2022 dato lo *short squeeze* epico al LME che ha comportato una forte riduzione della liquidità successivamente. A nostro avviso, dati i fondamentali attuali i 30000\$/t rappresentano un cap per la restante parte dell'anno, con la possibilità di assestamento in area 20.000\$/t. Infine lo zinco potrebbe anch'esso indebolirsi verso i 2700\$/t, date le attese di maggiori esportazioni dalla Cina nel 2H.



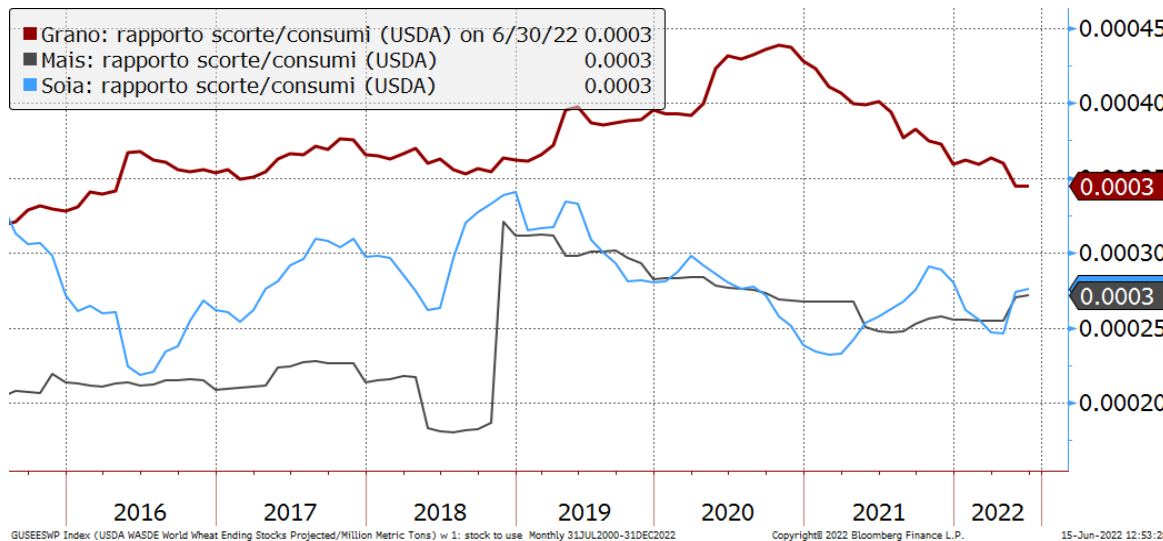
Agricole: i massimi li abbiamo visti



➤ I prezzi spot delle commodity agricole misurati dall'indice di Bloomberg hanno raggiunto **nuovi massimi storici** quest'anno a causa della combinazione dei seguenti fattori: a) guerra in Ucraina; b) problematiche sui raccolti riconducibili al cambiamento climatico causato dal fenomeno climatico La Niña; c) forte domanda mondiale; d) elevato costo dei fertilizzanti. Nell'ultimo mese è però avvenuta una marcata correzione, poiché sembrano emergere segnali di «distruzione» della domanda a causa del caro prezzi e dei timori recessivi, ai quali si aggiunge un andamento dei raccolti globali migliore rispetto alle attese.

➤ Crediamo che agli attuali livelli buona parte delle notizie negative siano incorporate nei prezzi. Affinché si apra una nuova fase di forte rialzo occorrono danni significativi ai raccolti nel corso dell'estate (al momento poco probabili). Per l'autunno sarà poi da verificare se ritornerà o meno il fenomeno climatico **La Niña** per il terzo anno di seguito. In caso negativo, potrebbe arrivare una nuova fase di debolezza delle quotazioni o quantomeno i prezzi potrebbero restare bassi sui livelli raggiunti a fine estate.

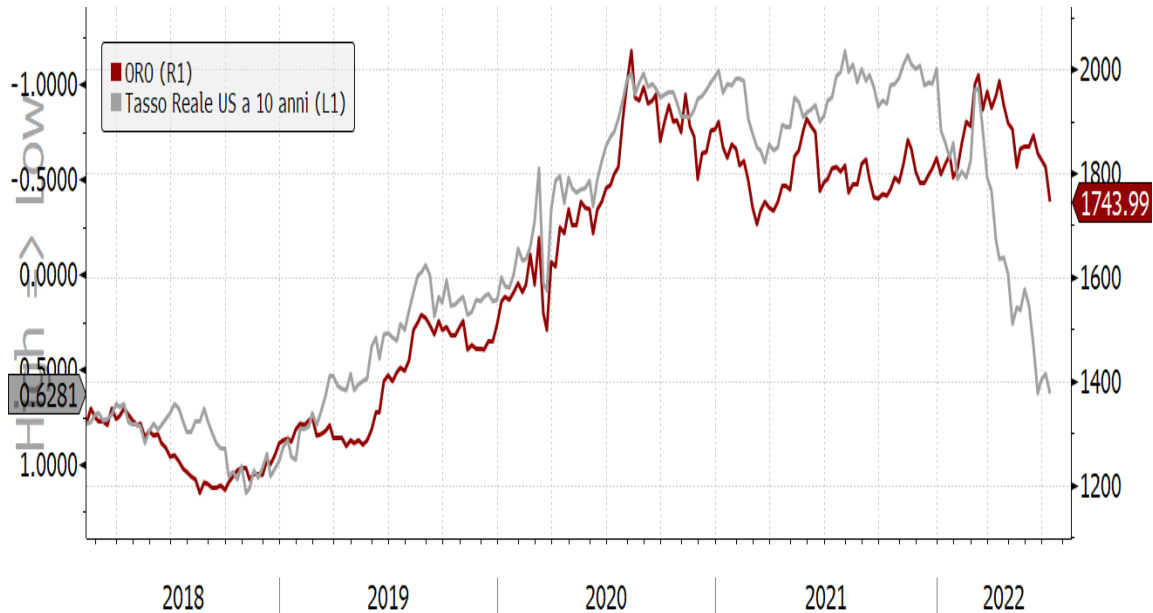
➤ La correzione potrebbe spingere i prezzi verso i seguenti livelli **target**: grano Matif 300-250€/t e a Chicago verso 750c\$/bu; future soia 1400c\$/bu con rischio *overshooting* verso 1200c\$/bu, future mais 550 c\$/bu.



Preziosi: difficilmente torneranno a brillare nei prossimi mesi

ORO: contribuzioni alla performance primo semestre 2022						
	gen-22	feb-22	mar-22	apr-22	mag-22	giu-22
Crescita economica (intercetta)	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Tassi nominali 10Y USA	-2,2%	-1,4%	-3,9%	-6,4%	-1,8%	-0,8%
Rischi e incertezza (breakeven US, Fed asset, volatilità, flussi equity/bond, Brent)	-0,1%	1,7%	3,9%	1,8%	-1,7%	-5,0%
Momentum (Etf e speculazione)	-0,5%	1,2%	2,2%	-3,1%	-3,8%	0,5%
Fx	-0,9%	0,6%	-0,5%	-4,2%	-0,6%	-1,7%
Altro	1,4%	3,6%	-0,7%	9,4%	4,2%	4,9%
Oro Performance mensile	-1,8%	6,0%	1,5%	-2,1%	-3,2%	-1,7%

Fonte: modello WGC, Bloomberg



XAU Currency (Gold Spot \$/Oz) oro vs tas reale USA Weekly 05FEB2018-08JUL2022

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

08-Jul-2022 14:12:16

- Nonostante il forte movimento al rialzo dei tassi globali (inclusi quelli reali), il **prezzo dell'oro** resta più forte rispetto a quanto uno possa immaginare ex-ante. In base al modello di regressione del [World Gold Council](#) sulla performance del primo semestre, si può notare come ci sia una componente non spiegata (c.d. altro) che ha contribuito alla migliore performance rispetto a quella teorica. Tale «premio» è verosimilmente riconducibile agli acquisti in ottica rifugio, così come al ritorno dei disinvestimenti dal mondo delle criptovalute rivelatosi nella sua natura (investimento speculativo legato alla marea di liquidità iniettata dalle banche centrali).
- Da notare l'ampia divergenza con i tassi reali, che pone il rischio di un ulteriore ribasso delle quotazioni verso 1670\$/o (ipotizzando un leggero rientro dei tassi reali).
- Tra gli altri preziosi, l'**argento** dovrebbe muoversi come l'oro esibendo un beta maggiore, risentendo inoltre della debolezza dei metalli industriali. Possibile un calo verso i 18\$/o. Il **Platino** ha risentito del surplus globale di produzione quest'anno e della persistente crisi dei semiconduttori nel settore auto (con ripercussioni negative sulla produzione di veicoli). Al ribasso i target sono 800\$/o prima e 700 in caso di *overshooting*. Il **palladio** è il metallo prezioso maggiormente sensibile al tema russo e nel caso di limitazioni all'offerta locale o segnali di miglioramento dal settore auto globale, le quotazioni potrebbero salire decisamente oltre i 2000\$/o (resistenza a 2300\$). Tuttavia occorre segnalare come secondo il [WPIC](#), sarebbe in corso uno *switch* verso il platino nel settore auto grazie al suo forte sconto rispetto al palladio. La domanda quindi potrebbe risultare sotto le attese in futuro, limitando il rialzo delle quotazioni. Al ribasso, il primo supporto importante si colloca a 1688\$/o.



Il Team di Market Strategy



Luca Mannucci
Head of Market Strategy
+39 335 6010081
luca.mannucci@mpscs.it



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



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



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



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



Disclaimer

Attenzione: quanto riportato costituisce una informativa predisposta dall'ufficio di Market Strategy di MPS Capital Services che potrebbe risultare non sempre in linea con altre analisi effettuate nell'ambito del Gruppo MPS.

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



