



CAPITAL SERVICES
GRUPPOMONTEPASCHI

Le Banche centrali rallentano/si fermano ... è troppo tardi ?

Ufficio Market Strategy

Maggio 2023

INDICE

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



CONTESTO DI MERCATO



Contesto: inizio 2023 migliore delle attese ma aumentano le incertezze

Contesto - In questa prima parte del 2023 il mercato azionario è salito in maniera sorprendente andando a prezzare un contesto di crescita migliore delle attese, di inflazione in rallentamento e di banche centrali prossime alla conclusione del ciclo di rialzi. Il mondo obbligazionario, come noto, guarda al medio termine e prezza entro fine anno una recessione USA causata dall'inasprirsi delle condizioni di finanziamento (e.g. *credit standard*) come conseguenza delle politiche monetarie adottate dalle banche centrali (Fed in primis). I primi segnali di rallentamento iniziano a palesarsi soprattutto in Eurozona (Germania in particolare) la cui economia è maggiormente legata a quella cinese la cui *performance* di crescita fin qui è stata deludente.

Macro - La crescita nei paesi occidentali ha fin qui mostrato una tenuta migliore delle attese, sebbene nell'ultimo mese si siano moltiplicati i segnali di rallentamento. L'inflazione ha rallentato in maniera decisa con quella «*core*» (al netto delle componenti più volatili come energia ed alimentari) che anche in Eurozona ha dato i primi segnali di picco. Sul fronte cinese, il settore manifatturiero (maggiormente legato all'andamento dell'economia dei paesi sviluppati) è tornato in contrazione dopo quattro mesi, mentre quello servizi rimane in espansione su livelli elevati a conferma del buon stato di salute dei consumi interni.

Banche Centrali (BC) - La Fed, di fronte all'evidente inasprimento delle condizioni di finanziamento ed al contestuale rallentamento dell'inflazione, presumibilmente bloccherà il ciclo di rialzo continuando nell'attività di riduzione del bilancio (c.d. *quantitative tightening*) al ritmo di 95 Mld\$ al mese. Sulla BCE ci attendiamo altri due rialzi da 25pb entro luglio e, come comunicato ai mercati, circa 150 Mld€ di *quantitative tightening* (25 medi al mese) ovvero titoli finora in portafoglio APP lasciati scadere. Il QT assieme alla scadenza delle TLTRO determinerà una decisa riduzione del bilancio dell'Istituto.

Rendimenti governativi - In rialzo nel breve termine su pressione dell'offerta e Banche Centrali (BC) ancora restrittive (QT), in discesa successivamente in scia al deciso rallentamento dell'inflazione e in vista della probabile recessione USA.

Forex - Confermiamo l'idea di un Eurodollaro verso 1,12 come effetto di una BCE in termini relativi più *hawkish* della Fed e, successivamente, in conseguenza dell'indebolimento del biglietto verde in un contesto in cui inizia a palesarsi la recessione USA e il mercato torna a prezzare diversi tagli Fed.

Materie Prime - La view per il comparto è quella di una leggera ripresa entro la fine dell'estate in scia al parziale recupero cinese, seguita da un nuovo calo verso la parte finale dell'anno in vista della recessione USA.



Inizio dell'anno all'insegna delle sorprese su crescita ed inflazione



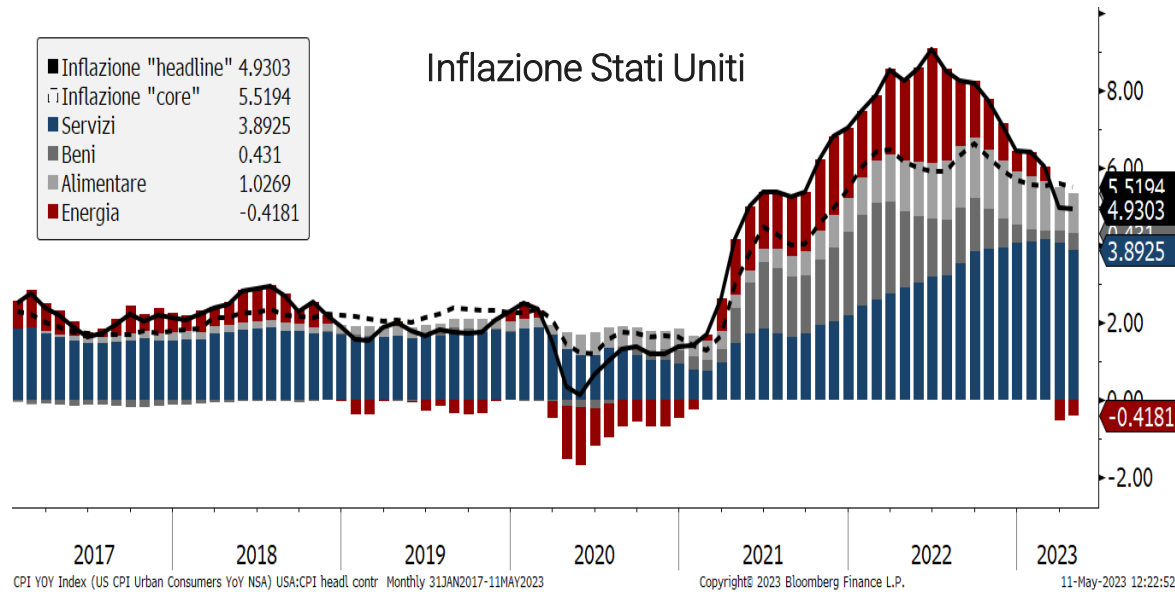
CSIIGL Index (Citi Inflation Surprise Index - Global) CESI infl econ Daily 31MAR2020-18MAY2023

Copyright© 2023 Bloomberg Finance L.P.

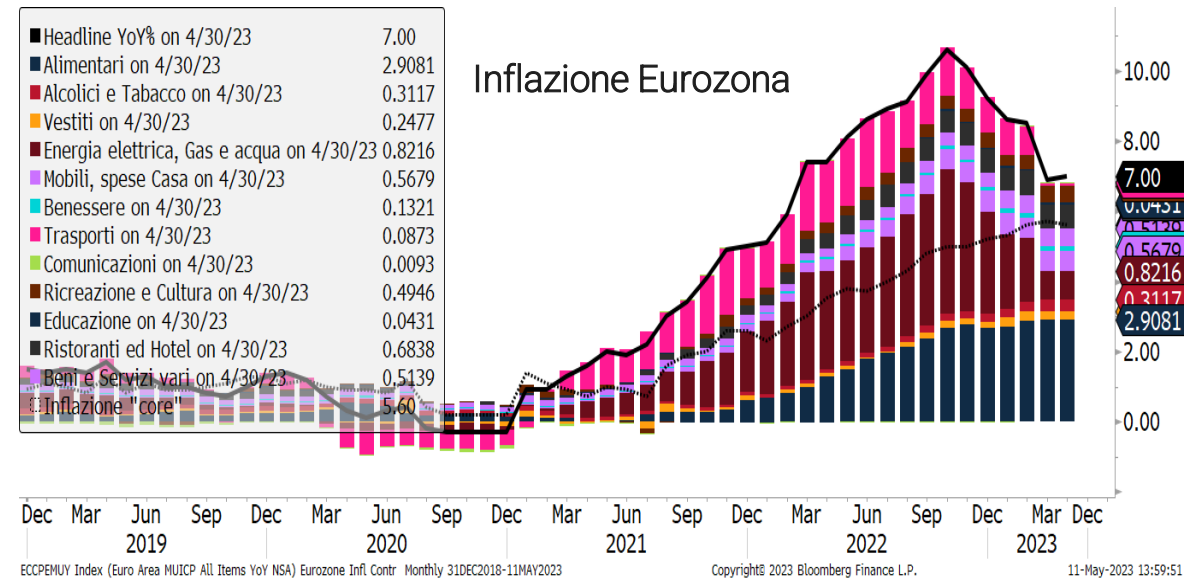
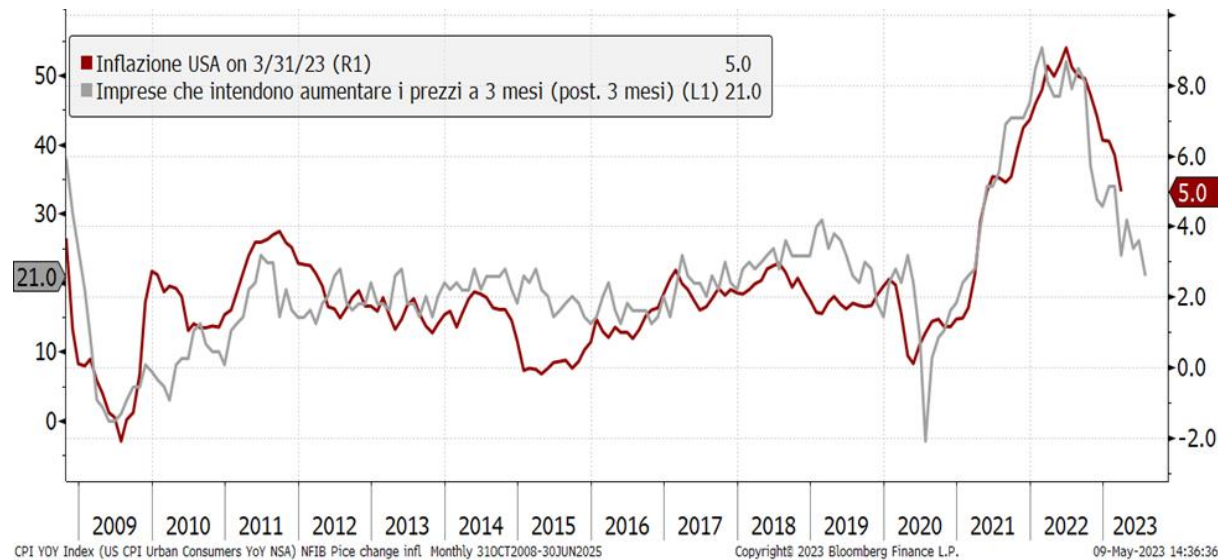
18-May-2023 10:41:42



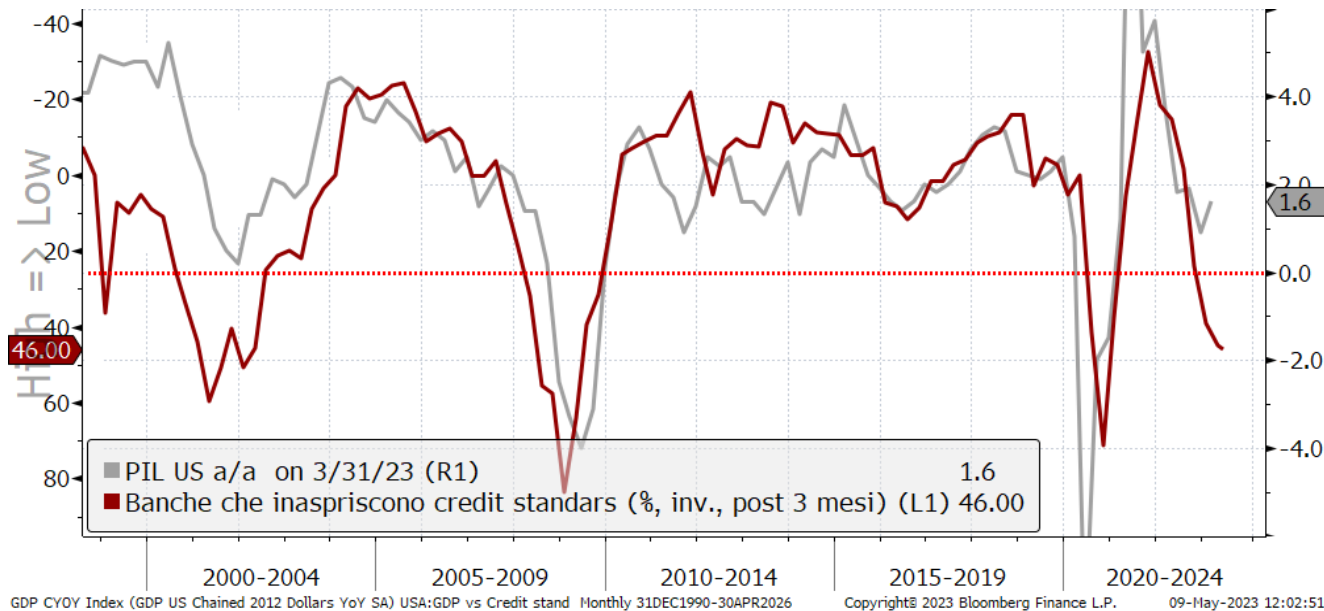
Inflazione: in rallentamento deciso negli USA, graduale in Eurozona



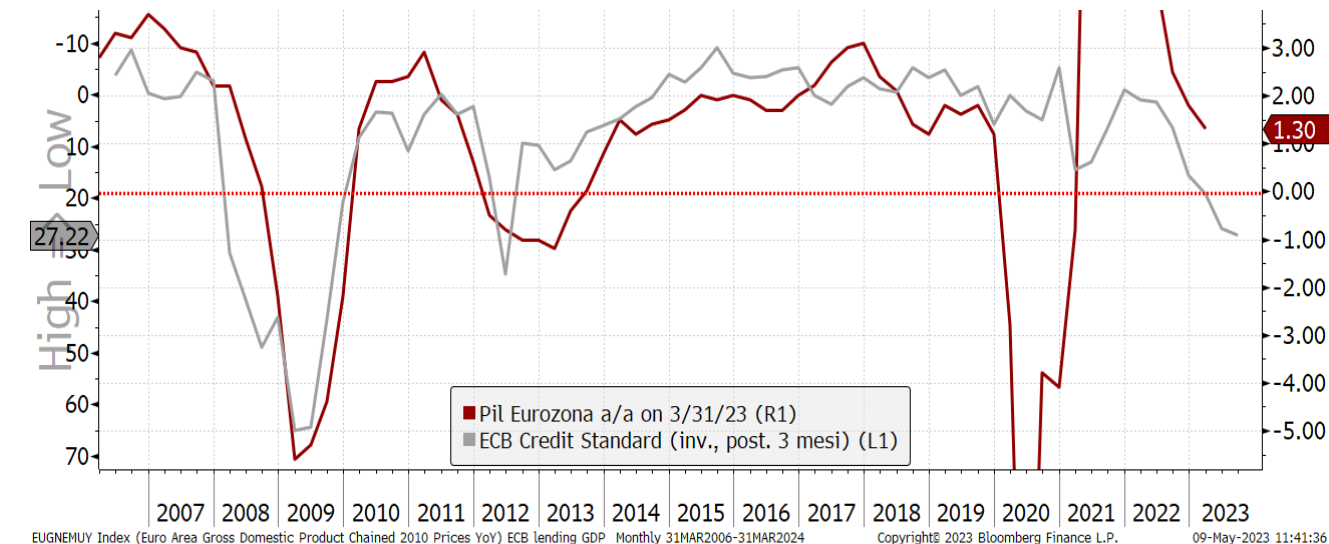
- Negli **Stati Uniti**, l'inflazione risulta essere in **deciso rallentamento** con anche le componenti più vischiose come servizi e *shelter* (i.e. i costi legati alle abitazioni come gli affitti) che hanno dato segni di picco. In prospettiva, il deciso calo nella percentuale di imprese che intendono aumentare i prezzi (cfr. grafico in basso a sinistra) anticipa un ulteriore rallentamento al 3,5% per metà estate.
- In **Area euro**, l'inflazione complessiva pur rallentando grazie al calo della componente energia rimane vischiosa a causa principalmente della componente alimentare. Tuttavia la parte più interessante è il possibile picco della componente «core» dopo i record dei mesi precedenti. In prospettiva, anche l'apporto degli alimentari dovrebbe venir meno comportando un'ulteriore decelerazione dell'inflazione complessiva, con quella base che pur rimanendo vischiosa dovrebbe continuare gradualmente a rallentare.



Crescita: i *credit standard* anticipano un deciso rallentamento



- ✓ Sia negli USA che in Eurozona si registra un **inasprimento delle condizioni di finanziamento** e dei requisiti richiesti per l'accesso al credito (c.d. *credit standard*)
- ✓ Negli USA, più della metà delle banche (55,6% vs 31,3% del trimestre precedente) oggetto dell'indagine condotta dalla Fed, hanno **registrato un forte calo della domanda di prestiti** da parte delle aziende medio-grandi.
- ✓ L'inasprimento dei credit standard storicamente anticipa di 12 mesi un aumento dei tassi di *default* e di qualche mese l'andamento del PIL.

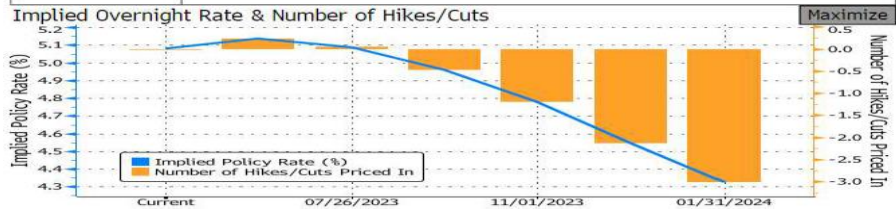


Banche centrali: si fermano/rallentano, in attese di vedere gli effetti



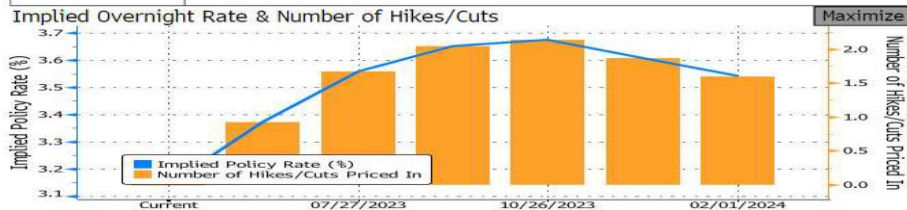
Region: United States »
 Instrument: Overnight Index Swaps »
 Target Rate 5.25
 Pricing Date 05/18/2023
 Effective Rate 5.08
 Cur. Imp. O/N Rate 5.079

Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
06/14/2023	+0.234	+23.4%	+0.059	5.137	0.250
07/26/2023	+0.043	-19.1%	+0.011	5.089	0.250
09/20/2023	-0.472	-51.5%	-0.118	4.961	0.250
11/01/2023	-1.202	-73.0%	-0.300	4.778	0.250
12/13/2023	-2.136	-93.4%	-0.534	4.544	0.250
01/31/2024	-3.012	-87.6%	-0.753	4.326	0.250

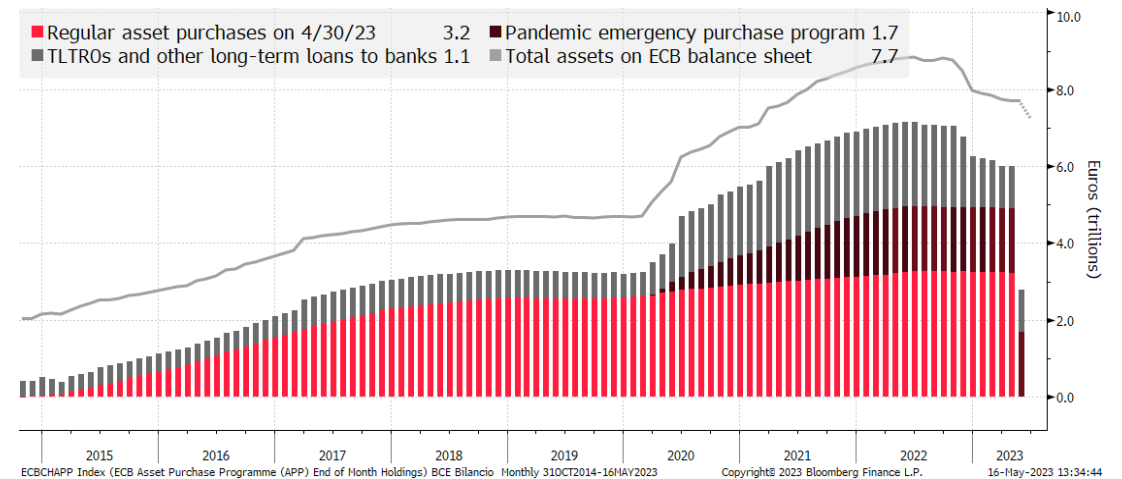


Region: Eurozone »
 Instrument: Overnight Index Swaps »
 Target Rate 3.2500
 Pricing Date 05/18/2023
 Effective Rate 3.1510
 Cur. Imp. O/N Rate 3.141

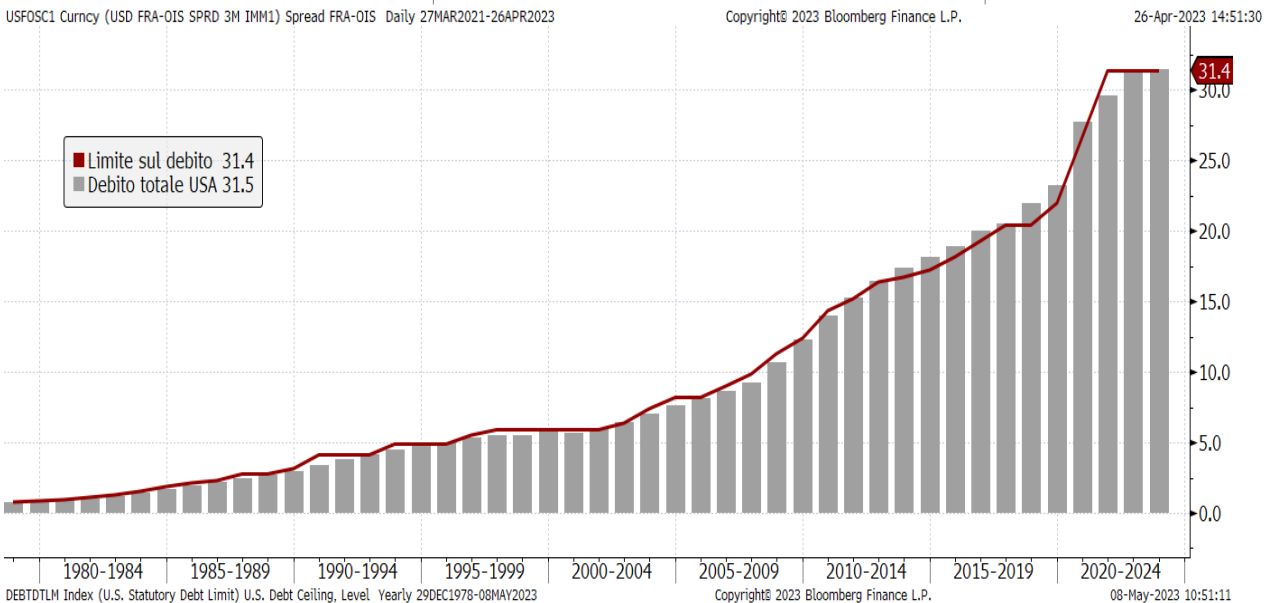
Meeting	#Hikes/Cuts	%Hike/Cut	Imp. Rate Δ	Implied Rate	A.R.M.
06/15/2023	+0.921	+92.1%	+0.230	3.371	0.250
07/27/2023	+1.668	+74.8%	+0.417	3.558	0.250
09/14/2023	+2.045	+37.6%	+0.511	3.652	0.250
10/26/2023	+2.137	+9.2%	+0.534	3.675	0.250
12/14/2023	+1.866	-27.0%	+0.467	3.608	0.250
02/01/2024	+1.599	-26.7%	+0.400	3.541	0.250



- ✓ Fed: probabile stop al ciclo di rialzi con un *terminal rate* al 5% - 5,25%.
- ✓ Con la recessione a fine 2023/inizio 2024, probabile avvio di nuovo ciclo di taglio dei tassi (250 pb di taglio nei 12 successivi mesi).
- ✓ Il mercato, già prezza 2 tagli pieni da 25pb per fine anno.
- ✓ BCE: almeno altri 2 rialzi dei tassi da 25pb per una totale di ulteriori 50pb e *Terminal rate* al 3,75%
- ✓ Riduzione del bilancio (QT): la BCE lascerà scadere quasi 150 Mld€ di titoli dell'APP nella seconda parte dell'anno. Di questi circa il 72% sono titoli di stato.
- ✓ TLTRO: quest'anno scadono 606 Mld€ di TLTRO di cui 477 Mld€ il 28 giugno (pari al 6% delle attività totali della BCE).



Rischi: il *debt ceiling* come fonte di incertezza temporanea



- **Settore bancario USA:** le turbolenze pur essendosi di recente attenuate non sono ancora state completamente superate come confermato dallo spread FRA-OIS (fermo a 34, nell'ultimo anno si è mosso tra 3 e 70).
- **Debt Ceiling:** «sarebbe una catastrofe» (J. Yellen) se un accordo non fosse raggiunto (entro giugno). Quella del «tetto al debito» è una questione ricorrente nel tempo (ben 78 volte dal 1960), ma alla fine, la minaccia di un *default* sui pagamenti del governo, compresi gli obblighi di debito, ha sempre portato ad un compromesso. Negli ultimi 13 anni, si sono registrati ben quattro episodi di criticità al riguardo (2011, 2013, 2015 e 2018). Il 2011 è stato quello più grave quando con un Congresso diviso come oggi (con Senato in mano ai democratici e Camera ai repubblicani) si arrivò ad un accordo in extremis che tuttavia non risparmiò al Paese il taglio del rating da parte di S&P. In quell'occasione si registrò un forte calo dei listini azionari, deprezzamento del dollaro e calo dei tassi governativi.
- La **data chiave** è il **1° di giugno** entro la quale si deve trovare un accordo per innalzare il tetto sul debito anche con una soluzione di breve termine e rinvio a settembre /ottobre.
- Da qui alla data chiave del 1° giugno sarà importante tenere sotto controllo i **saldi di cassa giornalieri del Tesoro USA** per capire con quante disponibilità arriverà a quella data, anche considerato che nelle prime due settimane di giugno il Tesoro dovrà effettuare pagamenti tra gli 80 e i 100 Mld\$ per la sicurezza sociale e Medicare. Con tutta probabilità inizieremo a sentir parlare con sempre più insistenza di **government shutdown** ovvero della possibilità che il governo USA debba scegliere quali pagamenti effettuare e quali no.
- Le dichiarazioni incoraggianti delle **due parti** negli ultimi giorni e il fatto che nel peggiore dei casi il Presidente Biden può sempre **appellarsi al 14° emendamento** che gli consente di superare il limite sul debito pur di pagare le obbligazioni del Tesoro, rende questo **rischio a nostro avviso marginale**.



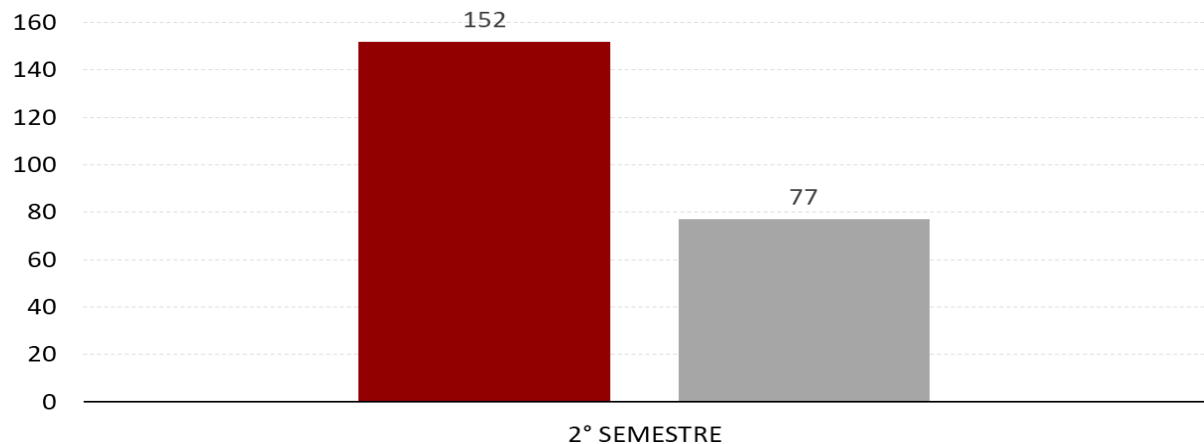
GOVERNATIVI



Governativi: forte flusso di emissioni da inizio anno

GERMANIA

■ EMISSIONI LORDE ■ EMISSIONI NETTE



ITALIA

MLD€	Emissioni lorde	Scadenze	Emissioni nette	Emissioni nette post QT
1T 2023	92	46,0	46,0	47,9
2T 2023	87	59,8	27,6	33,1
3T 2023	67	75,8	-8,6	0,0
4T 2023	74	75,3	-1,7	7,9
TOTALE	320	257	63	88,9

NOTA: stime MPSCS su emissioni e QT BCE, dati al 30 aprile 2023.

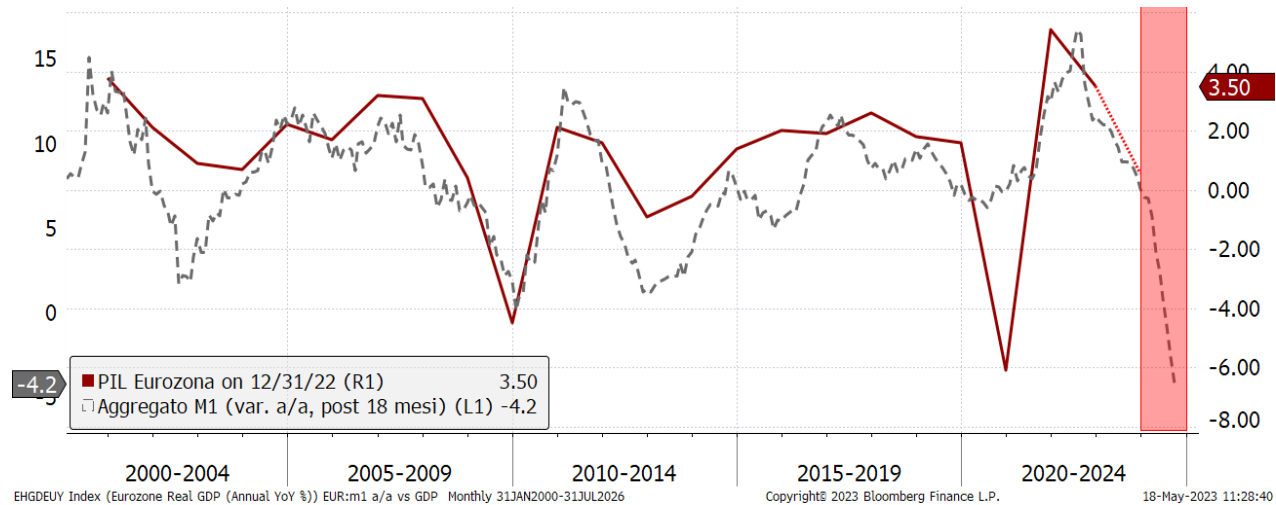
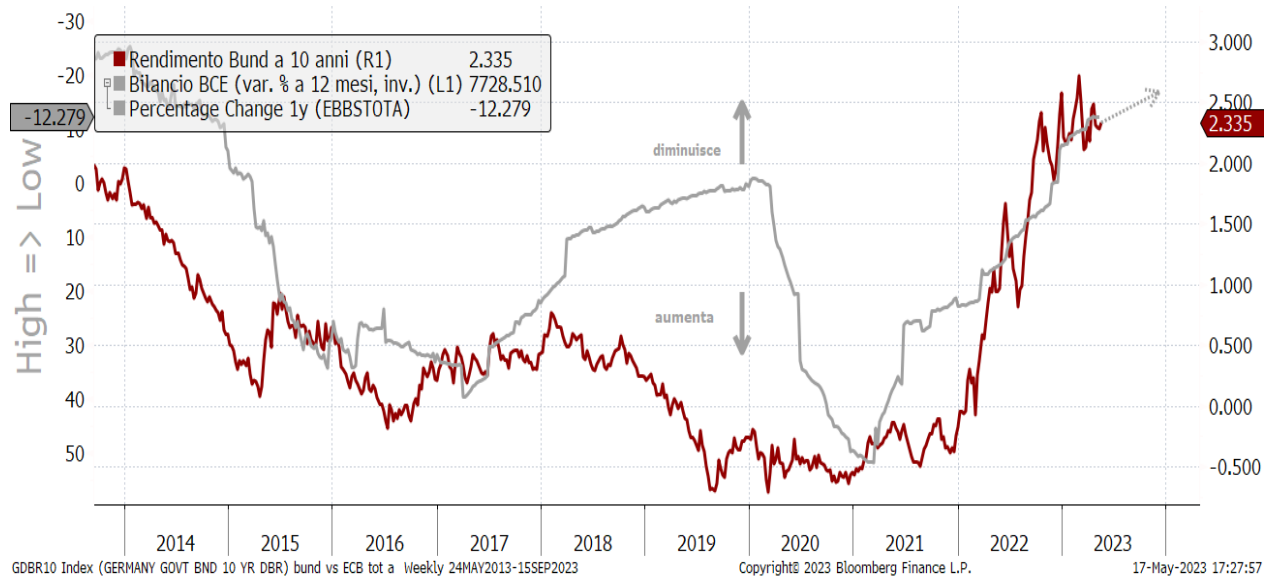
➤ I primi mesi dell'anno hanno visto una forte attività sul primario da parte dei principali emittenti dell'Eurozona (Germania, Italia, Francia e Spagna) con un totale di **circa 440 Mld€ di titoli a medio/lungo termine collocati** (dati al 30 aprile) su un totale atteso per quest'anno di poco superiore ai 1000 Mld€. Il mercato è riuscito ad assorbire bene la carta nonostante la politica monetaria restrittiva della BCE e l'inizio del QT a marzo.

➤ Guardando ai principali Paesi, la **Germania** è l'unica a non aver sfruttato adeguatamente il vento favorevole avendo effettuato emissioni lorde (al 30 aprile) inferiori al 40% rispetto al target 2023 reso noto ad inizio anno. Il secondo semestre presenta ancora un certo sbilanciamento in termini di emissioni nette, con **152 Mld€ di emissioni da effettuare e solo 75 Mld€ di titoli in scadenza**. A ciò si aggiunge il **mancato reinvestimento dei Bund** in scadenza dell'APP da parte della BCE che, stando ai nostri calcoli dovrebbe essere **intorno ai 25 Mld€**. Le pressioni sull'offerta dovrebbero pertanto rimanere forti anche se, considerata la revisione al rialzo delle stime sul PIL da parte del governo ed il calo delle quotazioni energetiche, i target di emissioni nel secondo semestre potrebbero essere ridotti come effetto della minore necessità di misure di supporto ad aziende e famiglie.

➤ Riguardo all'Italia, il **Tesoro ha fino ad ora collocato circa 139 Mld€ di titoli a medio/lungo termine**, con circa 47 Mld€ nel solo mese di aprile. Il tutto è avvenuto in un contesto di *spread BTP-Bund* sostanzialmente stabile (nella fase più acuta delle tensioni sul settore bancario viste a marzo, si è spinto solo temporaneamente sopra i 200pb). La carta italiana è stata probabilmente favorita dalle prospettive di crescita migliori delle attese e dal contesto di minore volatilità in Eurozona rispetto agli USA. **Guardando al secondo semestre**, la decisione della BCE di interrompere integralmente i reinvestimenti dell'APP a partire da luglio dovrebbe avere un impatto tutto sommato limitato considerato che le emissioni nette diventano solo lievemente positive una volta considerato il QT (vedi tabella).



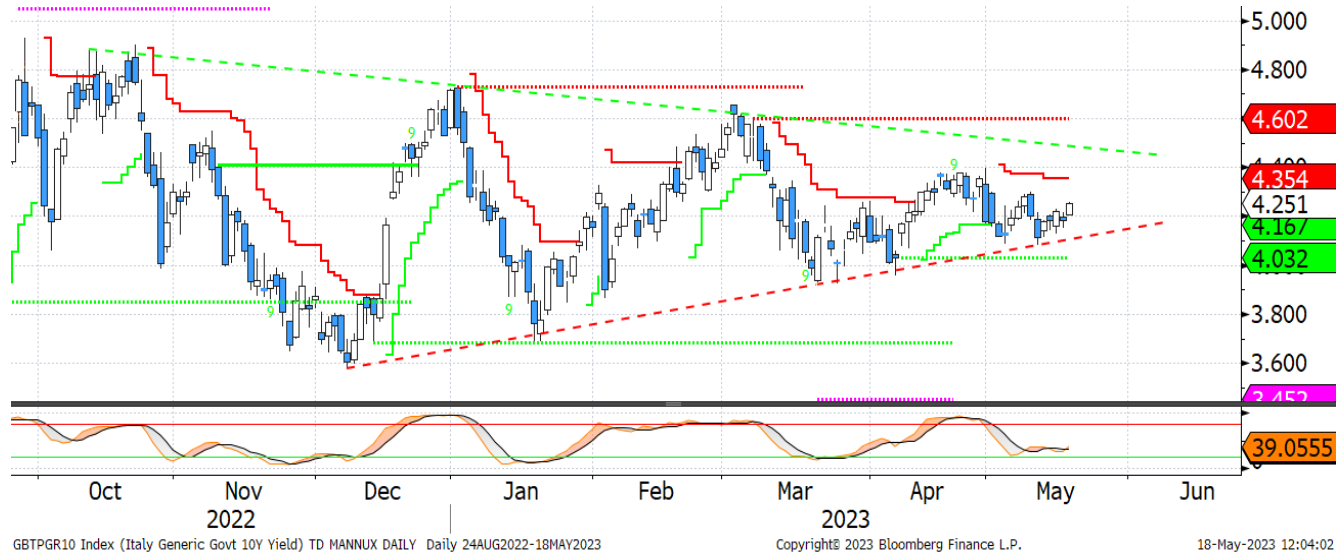
Bund: rendimento decennale prossimo al picco



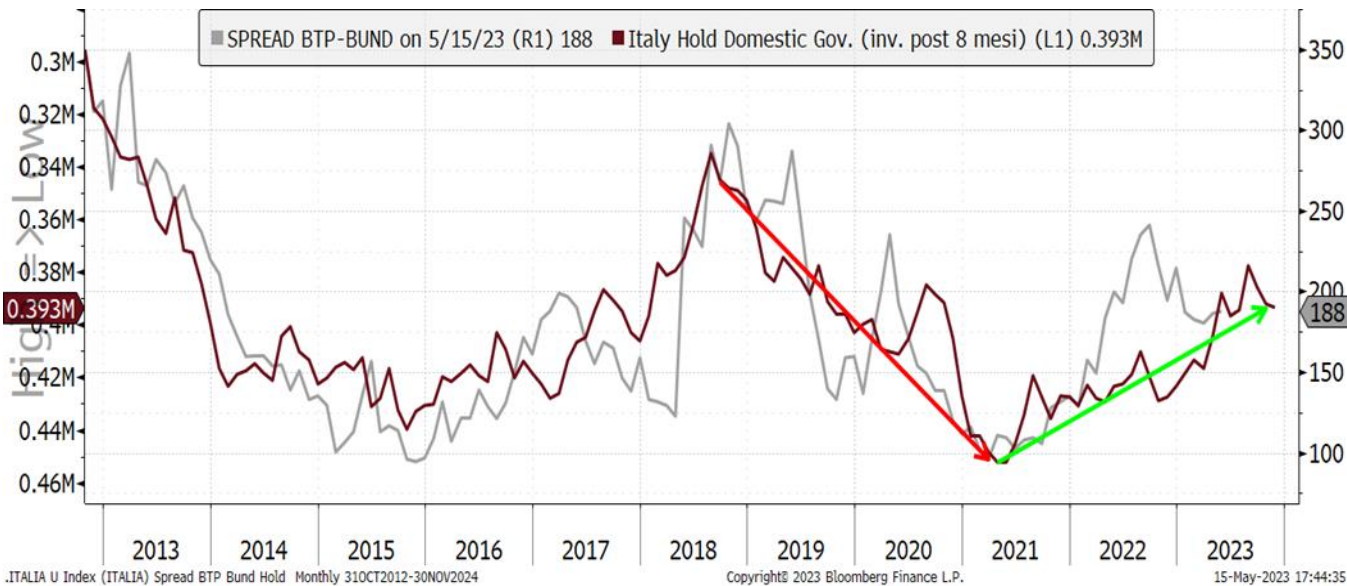
- Il rendimento del **Bund decennale**, ha registrato da inizio dell'anno un andamento tendenzialmente laterale muovendosi all'interno del *range* 2%-2,8%, con i movimenti che sono stati dettati prevalentemente dalle attese di mercato sui futuri rialzi BCE in un contesto di inflazione «core» in accelerazione. Non a caso il picco al 2,8% è stato raggiunto ad inizio marzo quando gli *swap* prezzavano un tasso sui depositi BCE al 4% per settembre.
- In prospettiva crediamo che ,nel **breve termine (da qui all'estate)**, **possano ancora verificarsi pressioni al rialzo** considerato che il mercato al momento non sta prezzando pienamente la possibilità di due rialzi BCE da qui a luglio e l'inflazione «core» dovrebbe confermarsi «vischiosa». A questi elementi aggiungiamo anche l'attesa diminuzione del bilancio a seguito delle scadenze TLTRO e QT (cfr. grafico in alto a sinistra). Tuttavia, ci attendiamo che il rialzo dei rendimenti sia di natura temporanea, in quanto le spinte inflattive dovrebbero iniziare a perdere forza successivamente in scia al progressivo peggioramento delle prospettive di crescita ed al rallentamento definitivo delle spinte inflazionistiche. La politica monetaria fortemente restrittiva della BCE e il forte drenaggio di liquidità (vedi variazione a/a di M1, grafico in basso a fianco) dovrebbero infatti iniziare a manifestare i propri effetti negativi sulla crescita in ottica 2024.
- In sintesi, i **rialzi dei rendimenti sono, a nostro avviso, un'occasione per allungare la *duration***. Da un punto di vista tecnico, la fase di rialzo potrebbe esaurirsi in area **2,6%/2,8%**, ma prima c'è da superare la resistenza a **2,45%**. Al ribasso da monitorare l'importante supporto posto a **2,18%** la cui rottura aprirebbe lo spazio verso l'**1,80%**, ma è ancora presto per parlarne.



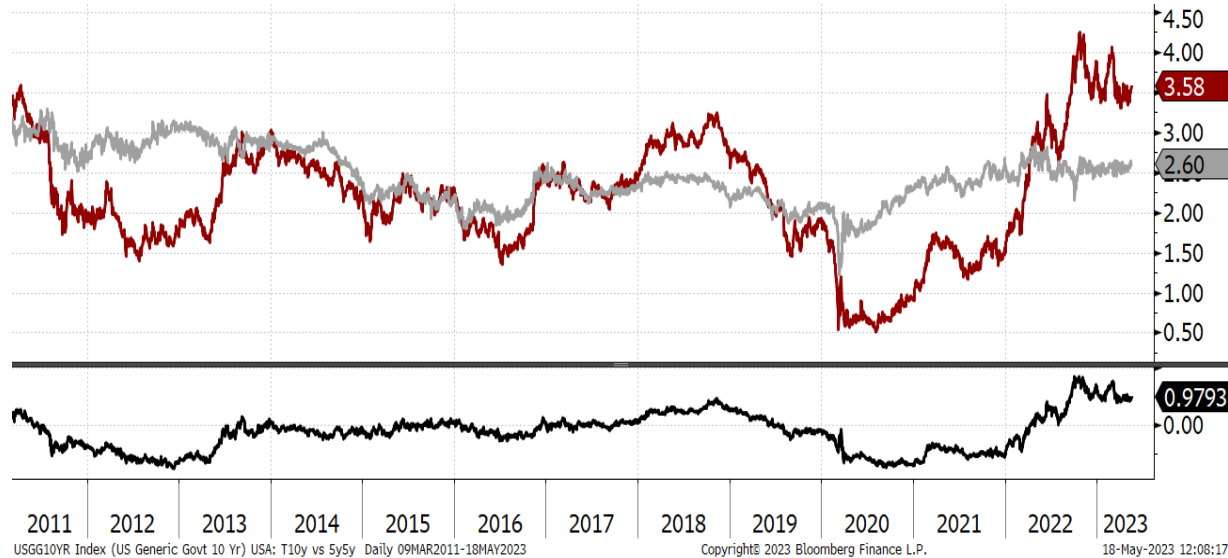
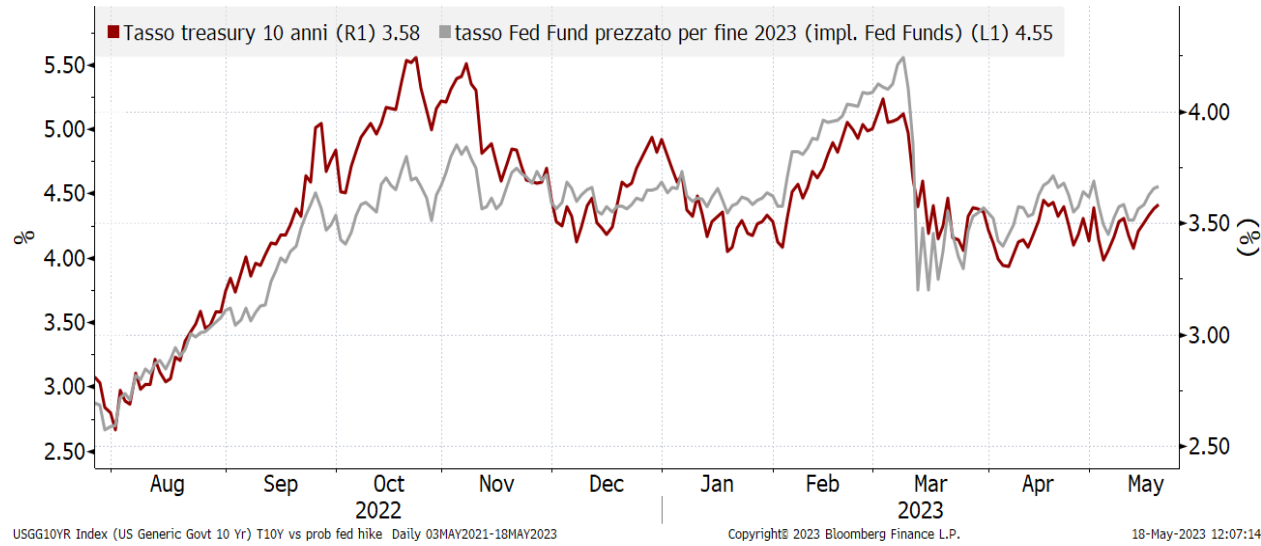
BTP: la fasi di rialzo del tasso come occasione per allungare la *duration*



- Il rendimento BTP a 10 anni, ha avuto un andamento molto simile al Bund, alla luce di una certa stabilità evidenziata dallo *spread*.
- A questo riguardo, l'assenza di rischio politico e le ridotte pressioni sull'offerta dovrebbero evitare di tendere forti escursioni al rialzo sullo *spread* che dovrebbe tornare a scambiare nella seconda parte intorno ai 200 pb visto il contesto di drenaggio della liquidità che giungerà dalla BCE (ai 148 Mld€ di QT si aggiungeranno circa 606 Mld€ di scadenze TLTRO da qui a fine anno).
- A tendere, analogamente a quanto già scritto per il Bund, i rischi nel breve rimangono per un movimento di rialzo dei rendimenti, con quello decennale che potrebbe tornare verso 4,5%, un'area che fino ad ora è riuscita a contenere bene le fasi di rialzo. Al ribasso, da monitorare attentamente il forte supporto al 4,03%.



Treasury: guida l'aspettativa sui fed funds



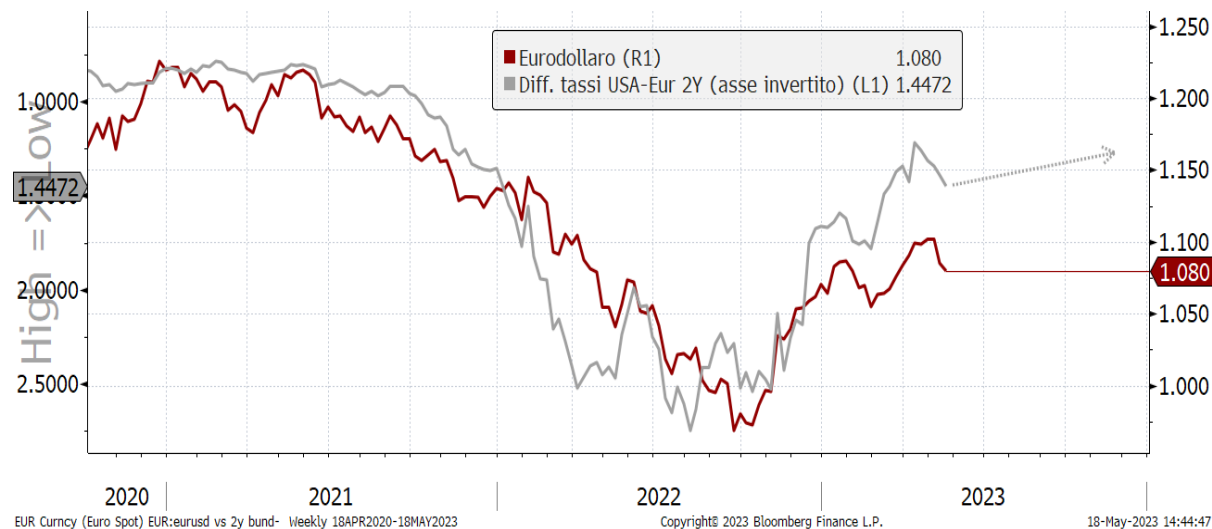
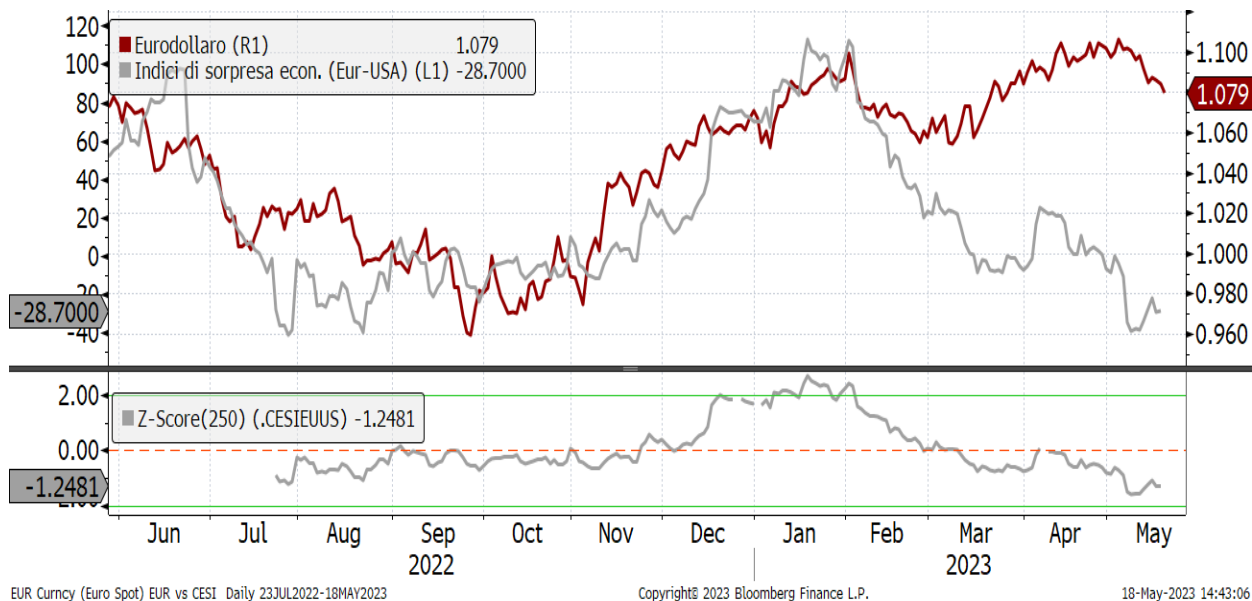
- Il comparto dei treasury a partire dal mese di marzo ha registrato un deciso calo dei rendimenti in scia alla crisi che ha colpito il settore delle banche regionali USA. Gli investitori hanno iniziato a prezzare decisi tagli da parte della Fed nella seconda parte dell'anno con conseguente irripidimento della curva 2-10 che è passata dai -110pb il 7 marzo agli attuali -55pb (al 18 maggio 2023).
- In prospettiva, sono presenti dei rischi al rialzo che potrebbero materializzarsi da qui a giugno legati principalmente a due fattori: 1) soluzione al tema del *debt ceiling*; 2) volontà della Fed di mantenere i tassi fermi per quest'anno agevolata da una crescita nel breve più resiliente delle attese. Quest'ultimo aspetto potrebbe portare ad un *repricing* dei tagli prezzati per la seconda parte dell'anno e quindi ad un tasso dei *Fed Funds* prezzato per fine 2023 più elevato (cfr. grafico in alto a sinistra). Naturalmente il rischio principale a questo scenario di breve termine, è rappresentato da un possibile riaccendersi delle tensioni sul settore bancario, piuttosto che da un'*impasse* prolungata sul tetto al debito.
- Pertanto, nel breve termine ci aspettiamo rendimento decennale Treasury verso area **3,8%** (con potenziale *overshooting* a 4%). Al ribasso il livello da monitorare è intorno a **3,3%**, la cui eventuale rottura porterebbe ad un'accelerazione al ribasso.



VALUTE



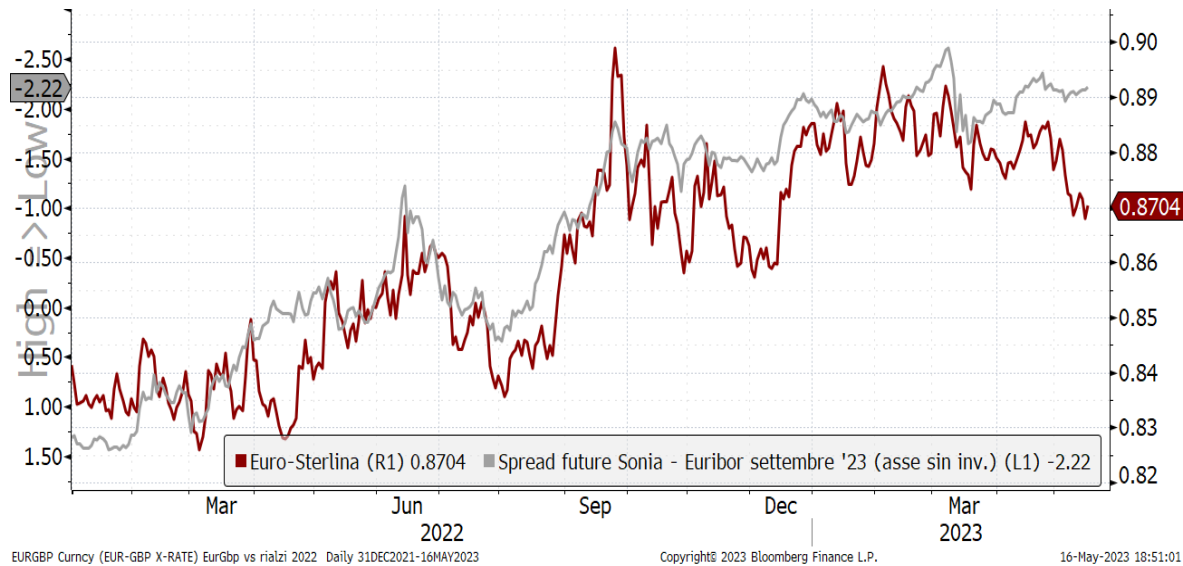
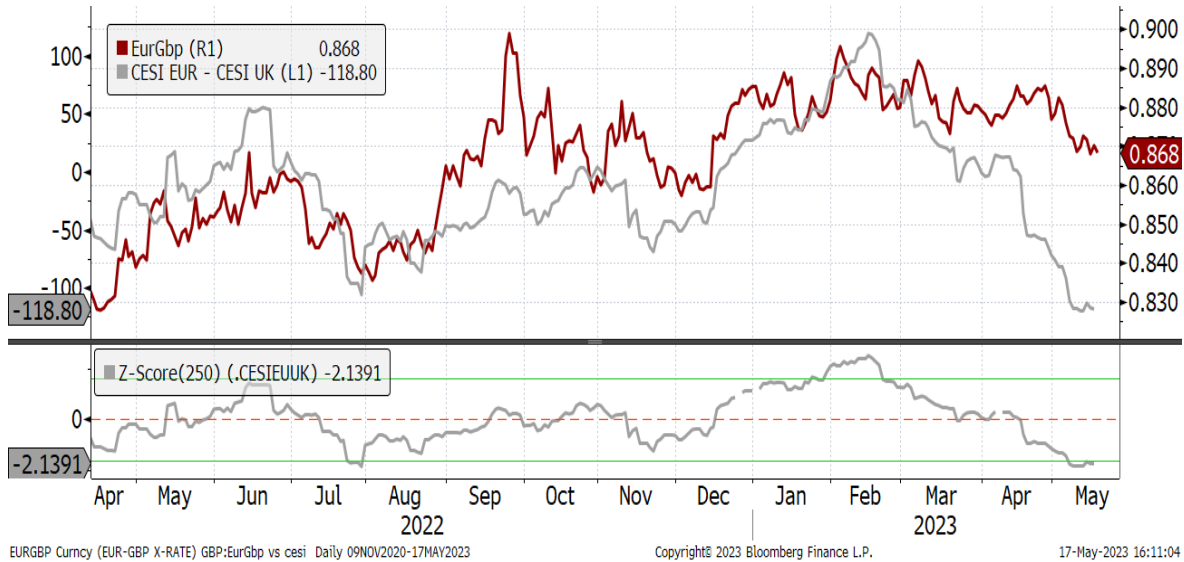
Eurodollaro: le fasi di discesa del cambio come occasione per vendere \$



- La gran parte dell'andamento dell'eurodollaro in questa prima parte dell'anno, è stata spiegata molto bene dal **differenziale di rendimento a 2 anni USD-EUR** (rappresentato nel grafico in basso a sinistra dalla linea color grigio invertita) che a sua volta rispecchia il differenziale di politica monetaria Fed-BCE.
- Di recente, è possibile osservare come il cambio quoti su valori più bassi rispetto a quelli coerenti con differenziale dei rendimenti a due anni in parte per le incertezze legate all'*impasse* sul *debt ceiling*, in parte per i dati macro che in Eurozona (soprattutto in Germania) differentemente dagli USA sono usciti peggiori delle attese (cfr. grafico in alto a sinistra).
- Guardando in avanti, crediamo che ci sia ancora **spazio per un restringimento del differenziale dei rendimenti USD-EUR** (linea grigia in rialzo nel grafico in basso a sinistra) con il 2 anni statunitense che è troppo elevato date le aspettative di taglio della Fed prezzate dagli swap in questo orizzonte temporale.
- Il **posizionamento degli speculatori** risulta essere netto lungo di euro contro dollaro e su livelli storicamente elevati, ma una volta ponderato per gli *open interest*, **non ancora su valori estremi**. Questo, significa che c'è ancora spazio per un'ulteriore gamba rialzista.
- **In sintesi**, le fasi di discesa del cambio (prossima area di supporto 1,0745-1,0720) sono, a nostro avviso, da sfruttare per coprirsi dal rischio di deprezzamento del dollaro e **confermiamo il nostro target a 1,12 entro la fine dell'anno**.



EurGbp: trading range 0,86-0,89



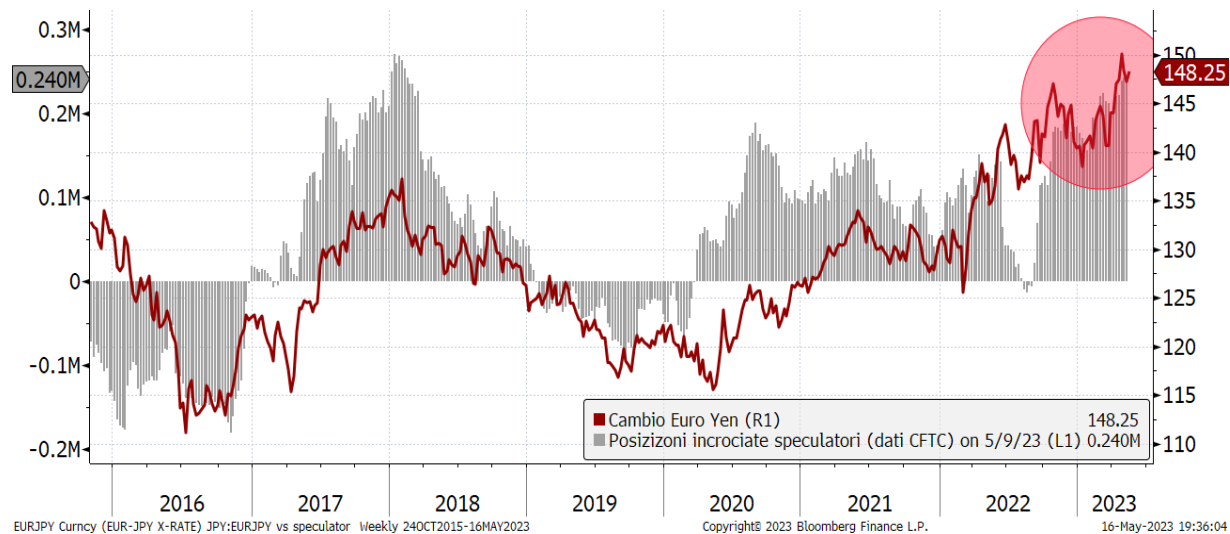
- Il cambio **EurGbp** in questi primi mesi dell'anno dopo essere arrivato a 0,898 in scia a dati macro UK particolarmente deludenti e alle attese di un imminente fine nel ciclo di rialzi BoE, è tornato a scendere quando l'inflazione si è mostrata particolarmente tenace (al 10,1%) costringendo il mercato a riprezzare i rialzi dei tassi della Banca centrale inglese. Contestualmente, i dati macro UK (PMI, occupazione, etc.) hanno sorpreso decisamente al rialzo a fronte di dati che in Eurozona hanno deluso le aspettative. (cfr. Grafico a fianco con il differenziale di sorpresa economica CESI).
- Nella riunione di maggio la BoE, dopo aver aumentato i tassi di 25pb come da attese, ha confermato un atteggiamento flessibile mantenendo la porta aperta per ulteriori aumenti nel caso in cui l'inflazione si dimostrasse persistente. Un ultimo rialzo di giugno, è a nostro avviso possibile, ma crediamo che la BoE abbia raggiunto il picco nel ciclo di inasprimento in quanto ben presto l'inflazione inizierà a decelerare con maggiore decisione.
- Sul fronte macro, lo z-score indica che lo spazio per un'ulteriore discesa del CESI Eur-UK (i.e. sorprese ancora negative in Eurozona e positive in UK) è limitato.
- **In prospettiva**, ci aspettiamo che il cambio EurGbp rimanga in un **trading range 0,86 - 0,89**. Nel breve termine infatti i venti sembrano essere ancora favorevoli alla sterlina (una BoE che continua nel ciclo di rialzi), ma nel medio termine la BCE a nostro avviso rimarrà relativamente più *hawkish* della BoE. Pertanto abbassiamo leggermente il nostro target, che all'inizio dell'anno, era a 0,90



EuroYen: ultima gamba rialzista e poi in calo nella seconda parte dell'anno



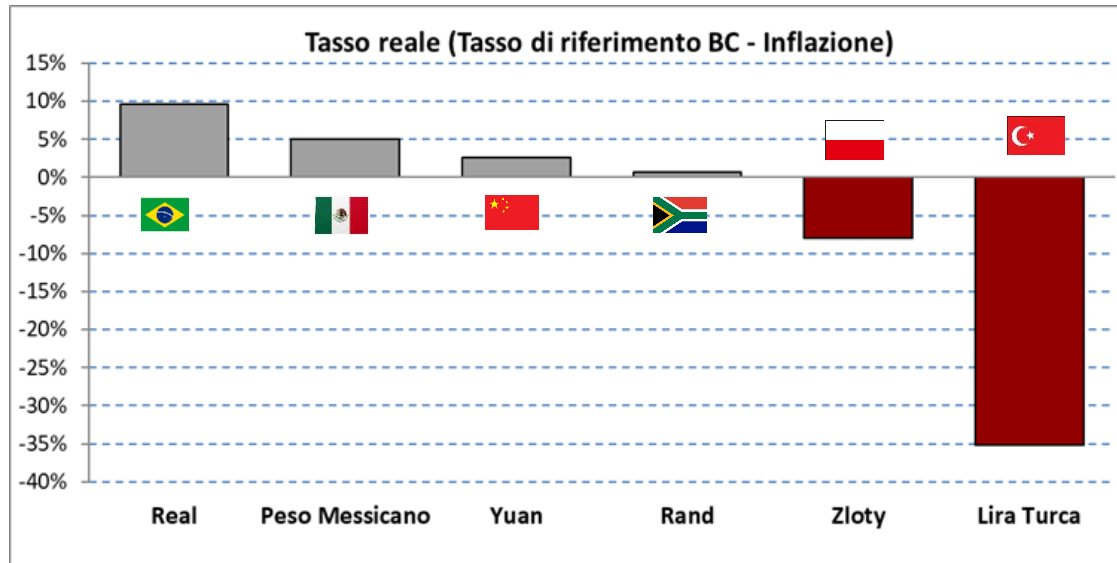
- Da inizio anno lo **yen** è stata la seconda peggior valuta tra quelle dei G10 subito dopo la corona norvegese. L'andamento continua ad essere condizionato principalmente dall'aumento del differenziale dei tassi a favore dei rendimenti occidentali.
- Il cambio **EurJpy** si è spinto così fin in prossimità di 152, massimo da settembre 2008 agevolato anche dal fatto che la BoJ nella prima riunione presieduta dal neo governatore, Ueda, ha lasciato la politica monetaria invariata, sebbene abbia aperto le porte ad una revisione complessiva.
- Crediamo che una **modifica alla politica monetaria** (i.e. abbandono/modifica del controllo della curva) sia prossima considerato che l'inflazione **core** continua ad essere elevata. Inoltre il **posizionamento incrociato degli speculatori** risulta essere netto corto di yen vs euro su livelli estremi.



- **In prospettiva**, data la view sui rendimenti, dopo un ultimo spunto rialzista, ci aspettiamo un cambio **EurJpy** in progressivo calo soprattutto nell'ultima parte dell'anno. La discesa dovrebbe essere agevolata da una modifica della politica monetaria a luglio o ottobre, date nelle quali saranno rilasciate le nuove stime di crescita ed inflazione da parte della BoJ.
- **In sintesi**, al rialzo l'obiettivo del movimento potrebbe essere il recente massimo (in area **151,6**), mentre al ribasso alziamo il target per fine anno a **138** (dal precedente 134).



Valute Emergenti: guida il rendimento/rischio

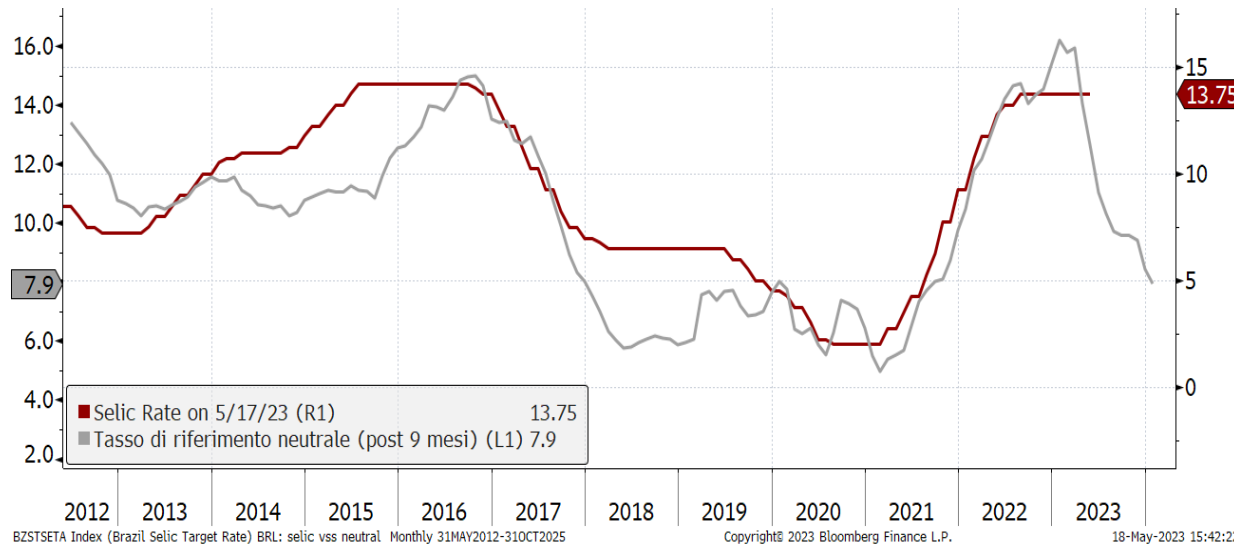


➤ Questa prima parte del 2023, sul fronte emergente è stata caratterizzata da un apprezzamento delle **valute dell'America Latina**. Maglia rosa al **peso messicano**, che ha beneficiato del buon rapporto rendimento/volatilità. A seguire il **real brasiliano** che ha continuato a trarre beneficio dagli elevati tassi reali positivi.

➤ La banca centrale brasiliana nella riunione di maggio per il nono mese consecutivo ha lasciato i tassi invariati come da attese ma il rallentamento dell'inflazione ha aperto le porte ad un possibile taglio entro fine anno così come più volte chiesto da Governo Lula. La nostra attesa è per un **taglio consistente** (400pb) per fine 2023/inizio 2024 (cfr. grafico in basso a sinistra) che dovrebbe tornare a pesare sulla valuta brasiliana. Quest'ultima quindi nel breve termine dovrebbe continuare a beneficiare degli elevati tassi reali, un vantaggio che nel medio termine dovrebbe venire meno. Per questo, le discese del cambio **EurBrl** verso 5 sono un'occasione per coprirsi dal rischio di deprezzamento del real, con il cambio atteso tornare **sopra 6** per la fine dell'anno.

➤ Lo **yuan**, in base allo stimolo erogato dalle autorità cinesi nell'ultimo anno e considerato le ulteriori misure che la banca centrale può mettere a terra in un contesto di inflazione piatta e crescita (per i loro standard) anemica, dovrebbe apprezzarsi verso dollaro per arrivare a 6,8 verso fine anno (cfr. grafico). Se a questo applichiamo la nostra attesa per un cambio eurodollaro a 1,12, arriviamo ad un cambio **EurCny a 7,60** in linea con le attuali quotazioni

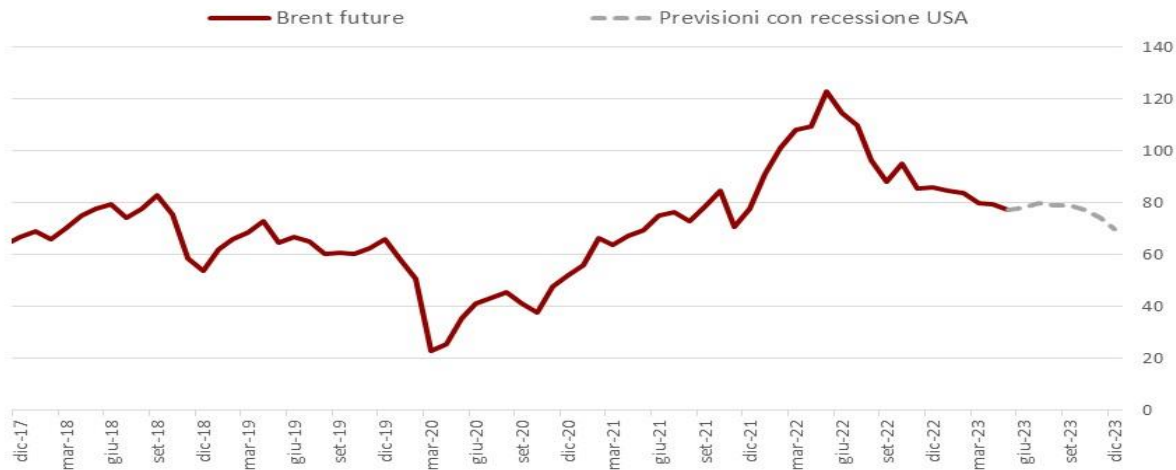
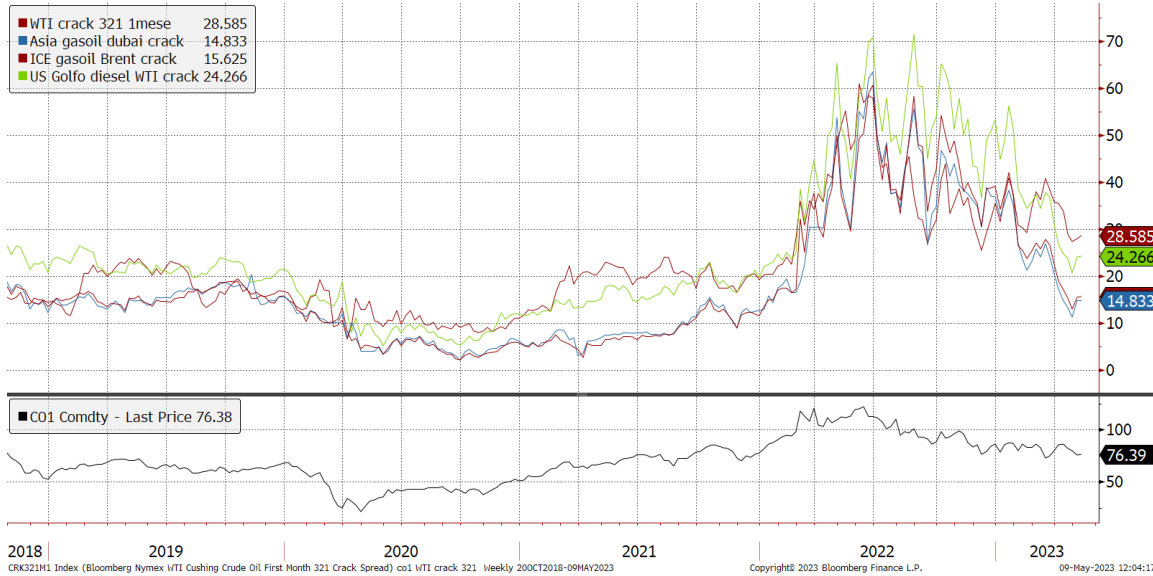
➤ La maglia nera spetta al **rand sudafricano**, penalizzata principalmente dalla debole ripartenza dell'economia cinese e dal calo dei metalli industriali. A tutto questo si aggiungono altri fattori, come i continui blackout energetici nel Paese per le problematiche di Eskom che minano la produzione nel Paese e i timori di sanzioni dopo che il Sudafrica è stato accusato dagli Stati Uniti di aver fornito armi alla Russia. Questi venti contrari dovrebbero a tendere venire progressivamente meno e permettere un leggero recupero del cambio **EurZar** verso 20.



MATERIE PRIME



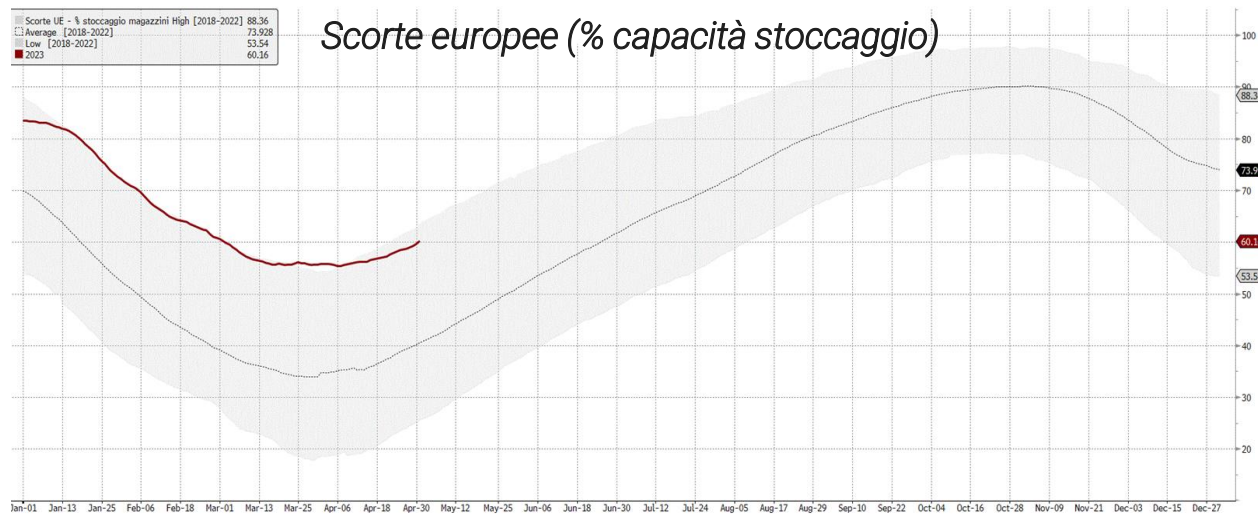
Petrolio: 69\$/b importante supporto tecnico



- Il taglio a sorpresa della produzione annunciato dall'OPEC+ ad inizio aprile ha avuto solo un temporaneo effetto positivo sulle quotazioni del petrolio, dato che il Brent è ritornato in prossimità dei minimi di marzo a causa dei segnali di indebolimento della domanda emersi in aprile. In **Cina**, il mese scorso le importazioni sono scese di circa il 20% m/m, a causa dei lavori di manutenzione alle raffinerie oltre che per la debole domanda. La debolezza è ben visibile dal ribasso dei **crack spread su gasolio e benzina** (i.e. il differenziale di prezzo tra il petrolio e i prodotti raffinati e possono essere usati come proxy della forza della domanda). Infine, le recenti tensioni sulle banche regionali statunitensi (e il conseguente inasprimento dei credit standard) così come i dati macro in indebolimento, gettano ombre sulla domanda futura dato il crescente rischio di recessione.
- Riteniamo che, da qui all'estate, **area 70 \$/b** (supporto statico a 69 \$/b) possa rappresentare un livello di tenuta data la possibilità di un ulteriore intervento da parte **dell'OPEC+** intorno a questi livelli e il fatto che non crediamo che la recessione USA si materializzi a breve. Nel caso le quotazioni dovessero scendere stabilmente sotto i 69\$/b, si aprirebbe lo spazio per scendere fino 62\$/b.
- Eventuali rimbalzi, ad esempio su rafforzamento della domanda cinese, non dovrebbero spingere le quotazioni oltre **area 86-88 \$/b** considerato che la domanda globale dovrebbe indebolirsi man mano che ci avviciniamo alla prossima recessione USA attesa per fine anno/inizio 2024.



Gas TTF: prevalgono i rischi al rialzo

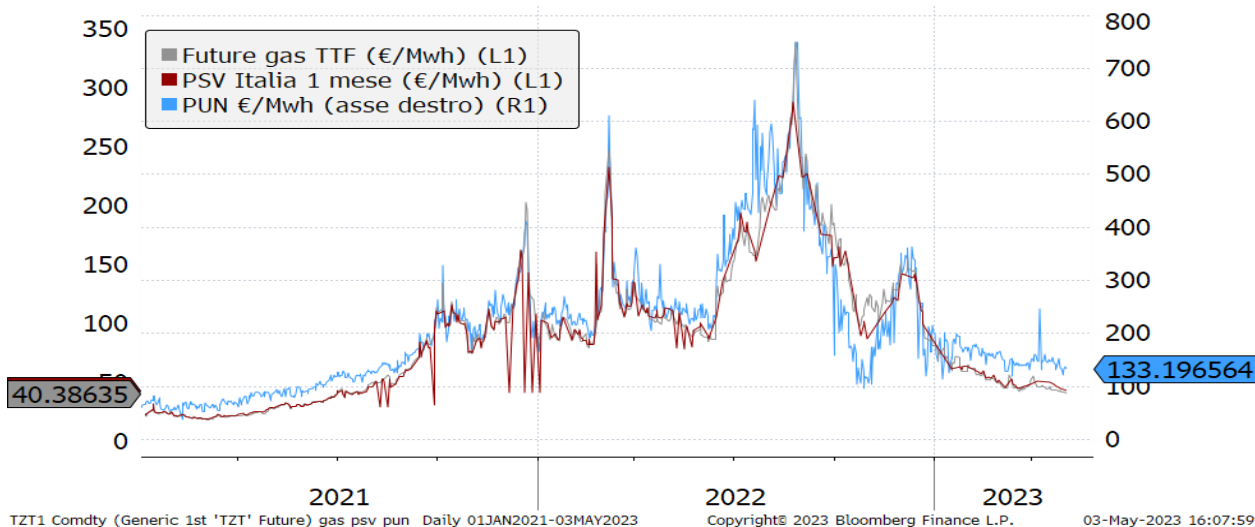


A maggio il **gas TTF** è sceso sotto i 30€/Mwh toccando il minimo da giugno 2021 grazie all'inverno particolarmente mite che ha frenato i consumi (-18% vs media ultimi 5 anni) ed al contestuale forte flusso di importazioni di gas naturale liquefatto (GNL). Quest'ultimo fattore è stato favorito dalla scarsa concorrenza da parte dei principali importatori asiatici (Sud Corea e Giappone hanno scorte molto elevate, mentre la Cina ha prodotto gas a livelli record).

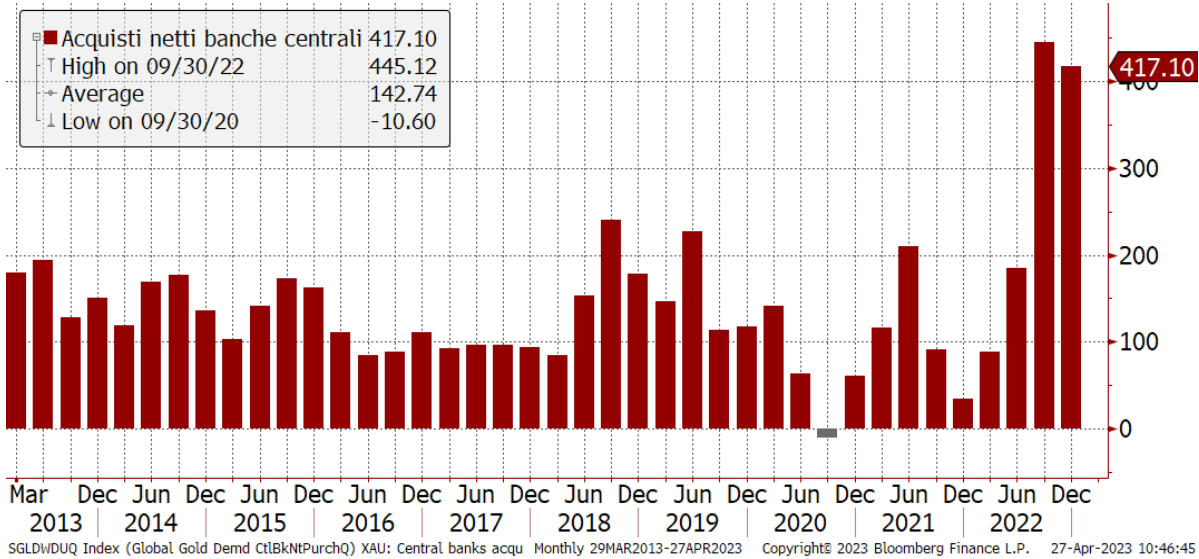
Da un punto di vista stagionale, negli ultimi 10 anni le quotazioni hanno mostrato la tendenza a restare deboli fino al mese di maggio (uno dei peggiori dell'anno) per poi risalire da giugno in poi in scia al processo di ricostituzione delle scorte.

Pur partendo da un livello di scorte molto soddisfacente (circa il 60% di capacità vs media quinquennale del 40%), **occorre non abbassare la guardia perché sono molte le variabili che possono complicare il quadro**: 1) incertezza sulle importazioni prospettiche di GNL in caso di maggiore concorrenza asiatica; 2) rischi di danni alle infrastrutture europee e/o blocco totale del gas russo; 3) eventi atmosferici sfavorevoli (ad es. Estate torrida, inverno rigido, mancanza di vento e pioggia).

➤ Pertanto, crediamo che a tendere **prevalgano i rischi al rialzo sulle quotazioni** o quantomeno siano asimmetrici rispetto a quelli al ribasso. **Il nostro scenario base prevede un ritorno dei prezzi del TTF durante l'inverno verso i 70 €/Mwh**, un livello compatibile con una maggiore domanda e competizione asiatica e condizioni meteo invernali nella media. In questo contesto **il prezzo del PUN dovrebbe continuare ad esibire una correlazione elevata con le quotazioni del gas** (avvicinarsi ad area 200), anche se negli ultimi mesi le quotazioni hanno trattato a premio a causa delle problematiche alle centrali nucleari francesi.



Oro: 1900\$/o area di supporto importante

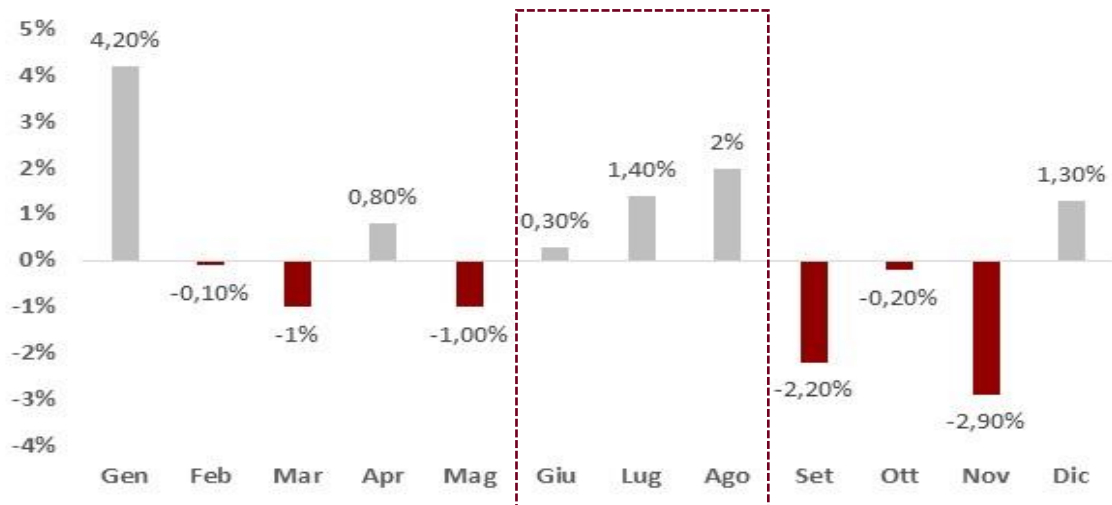


➤ Gli acquisti record da parte delle banche centrali (specialmente quelle emergenti) negli ultimi trimestri hanno più che compensato gli effetti negativi legati al forte rialzo dei tassi reali. Più di recente a sostenere le quotazioni hanno contribuito anche le tensioni sul sistema bancario USA e l'incertezza sull'innalzamento del *debt ceiling*.

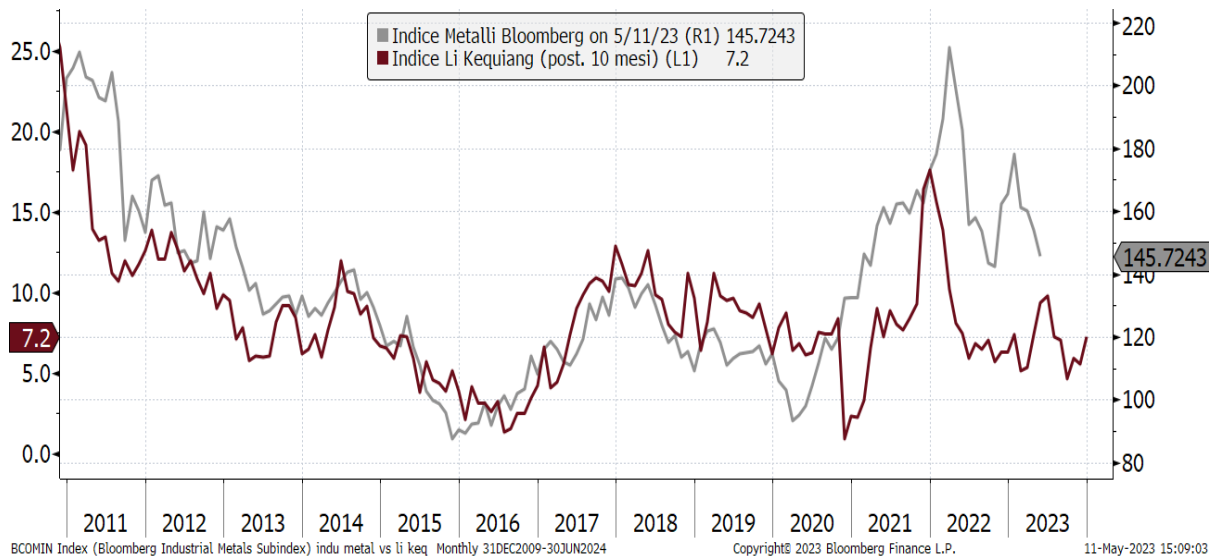
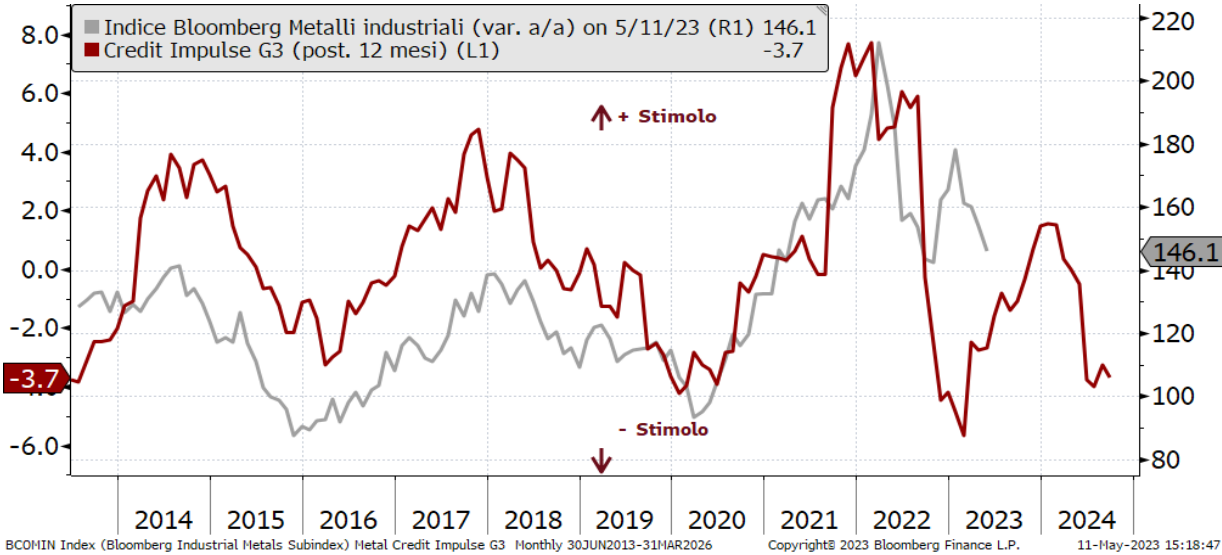
➤ In base alla stagionalità della performance mensile degli ultimi 10 anni, il periodo luglio/agosto rappresenta uno dei periodi migliori dell'anno e potrebbe anche questa volta essere un periodo favorevole per un nuovo record oltre i 2075\$/o (come avvenuto nel 2020). Tale scenario potrebbe essere compatibile con la pausa nel ciclo dei rialzi da parte della Fed e successivi tagli dei tassi con l'arrivo della recessione.

➤ Pertanto, l'idea resta quella di approfittare delle fasi di debolezza. A questo riguardo, al ribasso una prima area di supporto importante si colloca poco sopra i 1900 \$/o, in prossimità della quale passa la *trendline* rialzista partita nel 2022 ed il supporto dinamico settimanale.

Oro - Stagionalità mensile (2012-2022)



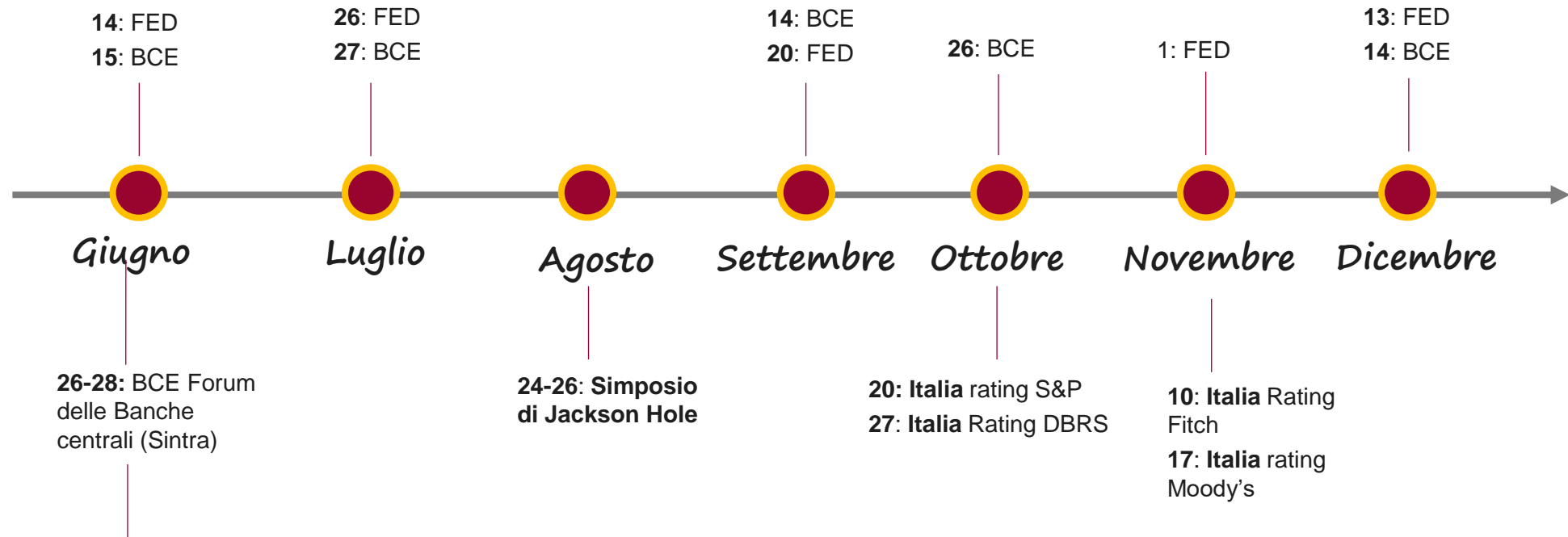
Metalli industriali: un sostegno dalla Cina ma solo temporaneo



- Nel corso delle ultime settimane si è assistito ad un indebolimento delle quotazioni dei metalli industriali riconducibile ai segnali di rallentamento in arrivo dall'economia USA e, soprattutto, alla **deludente ripresa dell'economia cinese sul fronte manifatturiero e delle costruzioni**. Il periodo da marzo a luglio solitamente rappresenta il momento migliore per la domanda cinese legata al settore edile, ma quest'anno numerosi indicatori sembrano segnalare un'estrema cautela da parte dei costruttori. Basti pensare che i terreni dedicati alla costruzione di nuove abitazioni a marzo sono calati del 29% a/a e che le acciaierie propongono i prodotti a sconto per incentivare la domanda.
- Un rafforzamento della domanda (in particolare quella cinese) potrebbe produrre durante l'estate un rimbalzo dei metalli (alcuni dei quali si trovano in prossimità di supporti tecnici importanti). Tale rimbalzo dovrebbe tuttavia avere natura temporanea alla luce delle nostre attese di recessione negli USA verso la fine del 2023/inizio 2024.
- **Rischi al rialzo** per il 2023 sono principalmente legati al caso di *shock* sull'offerta, dato che il livello di scorte globali eccezionalmente basso rende i prezzi sensibili a cali non prevedibili della produzione.
- **Potenziati target al rialzo** per i prossimi mesi potrebbero essere 9000 \$/t sul rame; 2500\$/t alluminio; 3000\$/t zinco; 27000\$/t nichel.
- **Supporti** rilevanti più vicini: rame 7930\$/t; alluminio 2140 \$/t; zinco 2400 \$/t; nickel 19200\$/t



Calendario: principali eventi da qui alla fine del 2023



Debt Ceiling

1° giugno: data chiave per un accordo sul tetto su debito o un proroga di breve termine a settembre/ottobre

1-9: Il tesoro USA deve pagare ca. 100 Mld\$ Medicare e Social security; possibile *government shutdown*

15: 80 Mld\$ entrate fiscali da aziende;

30: 143 Mld\$ afflussi da Retirement Saving Fund



Il Team di Market Strategy



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



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



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



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



Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali** al 31 marzo 2023:
MPS Capital Services **1° posto valute G10**, 2° Sterlina (EURGBP), 3° Eurodollaro, Franco Svizzero (CHF) e Corona Norv.
(EurNok)



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.



