



CAPITAL SERVICES  
GRUPPOMONTEPASCHI

# Rischio stagflazione ?

Ufficio Market Strategy

ottobre 2021

# INDICE

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



# CONTESTO DI MERCATO



# Stagflazione: effetto «bocca di cocodrillo»



CSIIGL Index (Citi Inflation Surprise Index - Global) CESI infl econ Daily 31MA

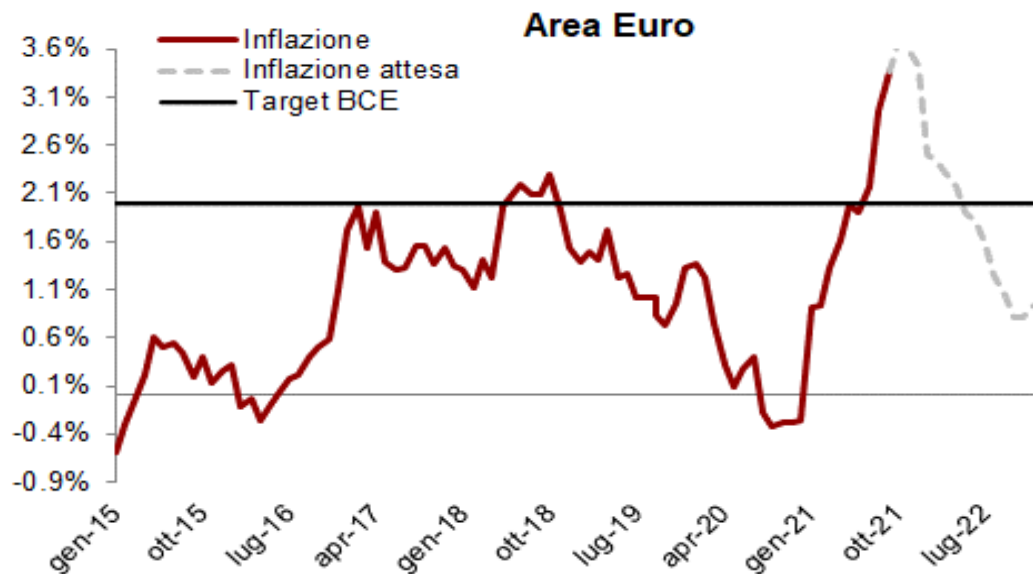
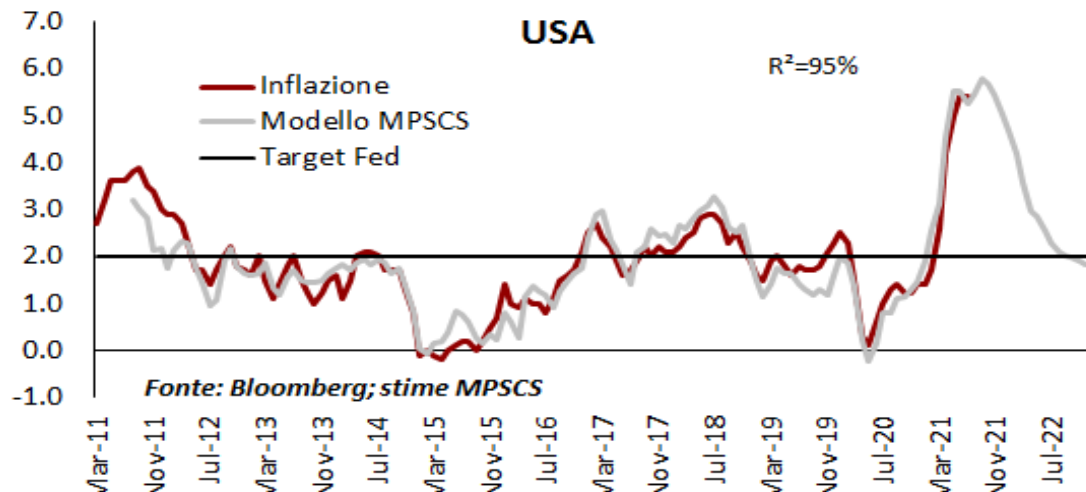
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

15-Oct-2021 10:28:00

- Negli ultimi mesi, il **rischio di una stagflazione** è progressivamente aumentato in scia alle sorprese positive sul fronte inflazione cui hanno fatto da contraltare le sorprese negative sul fronte crescita.
- Fino ad ora, il mercato sembra dare più peso alle pressioni sui prezzi, ma è probabile che a breve debba fare un *repricing* anche sulla crescita.
- Basti pensare che la [Fed di Atlanta](#) ha tagliato ulteriormente le stime sul PIL del 3° trimestre allo 0,5% t/t annualizzato vs 3% circa di consenso e 6,7% precedente.
- Inoltre, l'inflazione è già su livelli in grado di impattare sui consumi e sulla crescita dei prossimi due trimestri.



# Inflazione: ancora elevata fino a fine 2021/inizio 2022

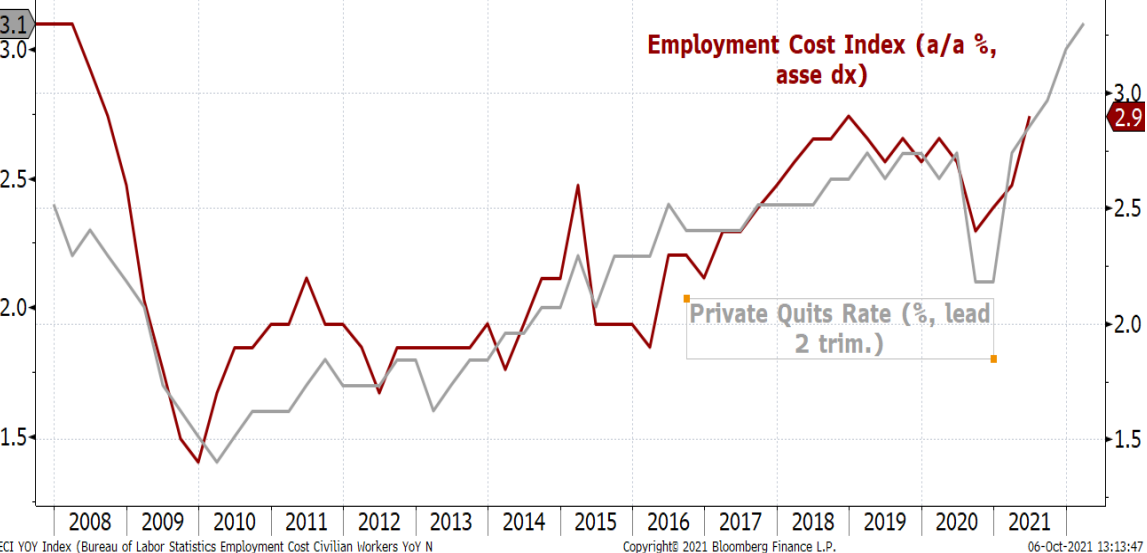
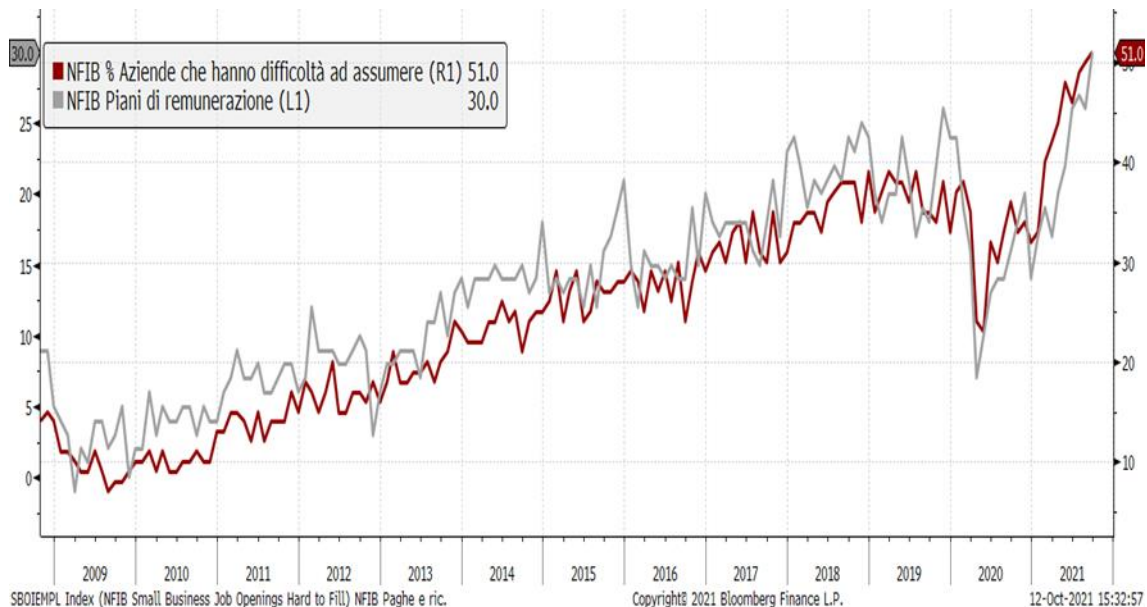


NOTA: Dati Bloomberg, elaborazione MPSCS.

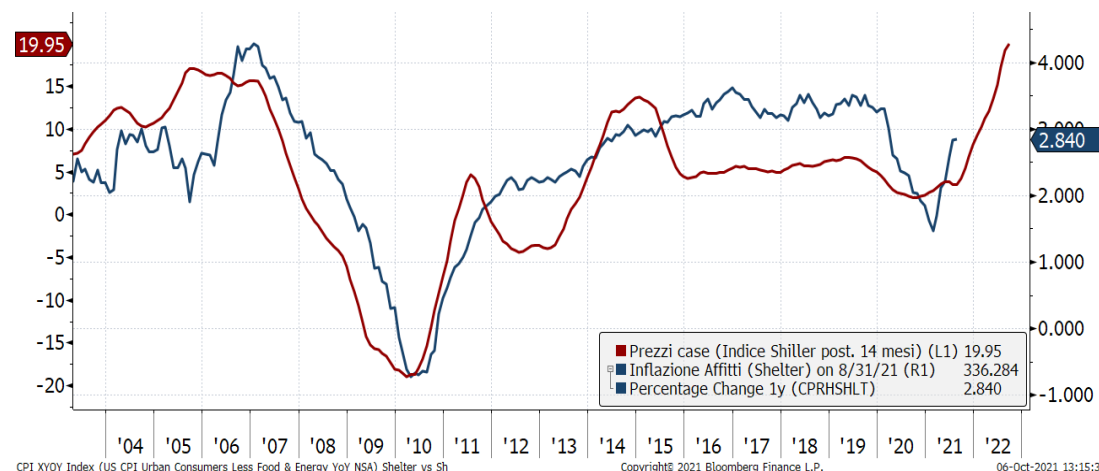
- L'inflazione è transitoria per costruzione (essendo una variazione), basta considerare un periodo di tempo abbastanza lungo. E' la persistenza che crea qualche gratta capo alle banche centrali (soprattutto anglosassoni).
- **Nei prossimi mesi** è attesa un'ulteriore accelerazione con il picco che negli USA potrebbe concretizzarsi a novembre (5,7%) ed in Area euro (3,7%), con i rischi che restano al rialzo.
- **Le pressioni sui prezzi sono attese giungere da:** 1) **sensibile** rialzo dei prezzi di alcune materie (i.e. gas naturale); 2) permanenza delle problematiche nella catene di approvvigionamento fino primavera 2022; 3) trasferimento maggiori prezzi alla produzione lungo la catena di distribuzione al fine di mantenere i margini.
- Oltre a questi aspetti, **negli USA** stiamo registrando i primi effetti di secondo livello, ovvero l'effetto contagio dalle componenti transitorie a quelle strutturali dell'inflazione (e.g. **affitti e pressioni salariali**).
- Per quanto sopra riportato, ci aspettiamo un picco in autunno (3,7% in Eurozona e 5,7% negli USA con rischi al rialzo) mentre in ottica **2022**, il nostro modello interno stima una crescita media dei prezzi intorno al 2,4% **per gli USA**, mentre in **Area euro**, l'inflazione è attesa mediamente sotto il target del 2% (1,8%). La decelerazione è attesa dalla primavera 2022 in poi quando ci aspettiamo il venir meno del «caro materie prime».



# Inflazione USA: gli effetti di secondo livello



- L'attesa di un'inflazione statunitense più elevata e più duratura di quella in Area euro è da ricollegare principalmente all'emergere dei cosiddetti effetti di secondo livello (e.g. rialzo salari ed affitti). In questo senso aumentano le evidenze.
- **Negli USA** è, infatti, in aumento il numero di coloro che si dimettono per passare da un'occupazione ad un'altra spesso meglio remunerata (il cosiddetto *private quits rate*). Inoltre, secondo l'ultimo report NFIB, il 51% delle piccole e medie imprese USA ha difficoltà a coprire le posizioni vacanti, elemento che spesso si accompagna all'offerta di remunerazioni più elevate. Allo stesso tempo l'aumento dei prezzi delle case (legato principalmente ad un aumento della domanda in un contesto di offerta limitata dalla scarsità e costo dei materiali) potrebbe presto tradursi in un ulteriore aumento della componente *shelter*, come gli affitti che, lo ricordiamo, all'interno dell'inflazione *core* pesano per oltre il 40%.
- A differenza degli USA, in **Area euro non sono ancora evidenti le pressioni salariali** e, considerata la maggiore rigidità del mercato del lavoro nel vecchio continente, appare poco probabile che possano rappresentare un problema almeno per il breve periodo.



# BoE sulla rampa di lancio, Fed rallenta, BCE ricalibra

**3 Nov.:** Fed attesa annunciare il tapering, con ritmo di riduzione di 15 Mld\$ al mese (tra treasury e MBS) e conclusione metà 2022



*Novembre*



*Novembre/Dicembre*

**4 Nov-16 Dic:** La BoE ha ormai segnalato al mercato un imminente rialzo dei tassi (a nostro avviso di 15 pb) che potrebbe giungere in una delle due riunioni rimaste da qui a fine anno.

**16 Dic:** la BCE comunicherà la politica monetaria post-PEPP. Probabile ridimensionamento intorno a 45 Mld€/mese con passaggio di testimone ad un APP 2.0.



*Dicembre 2021*

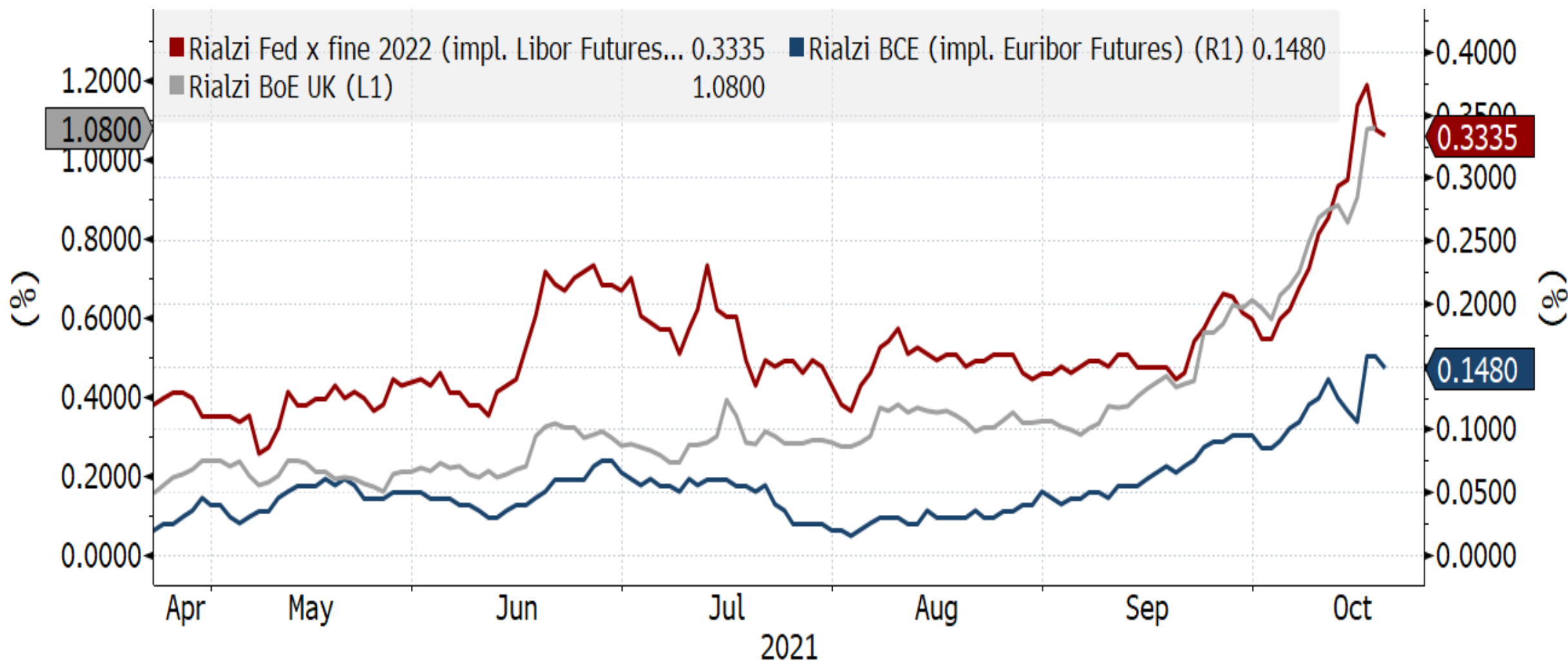


# TASSI





# Cosa prezza il mercato sulle Banche Centrali da qui al 2022



.FF2022 U Index (FF2022) Hike 2022 USA EU UK Daily 20APR2021-20OCT2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

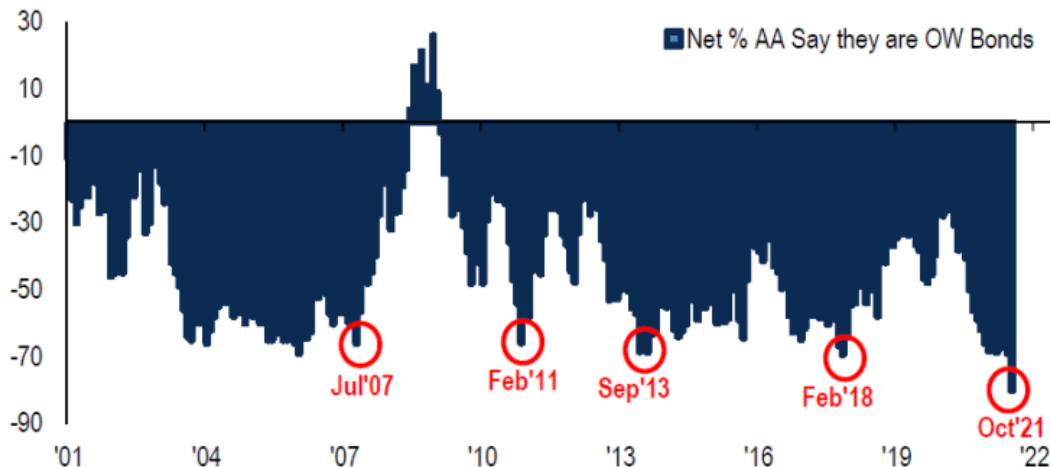
20-Oct-2021 12:34:53



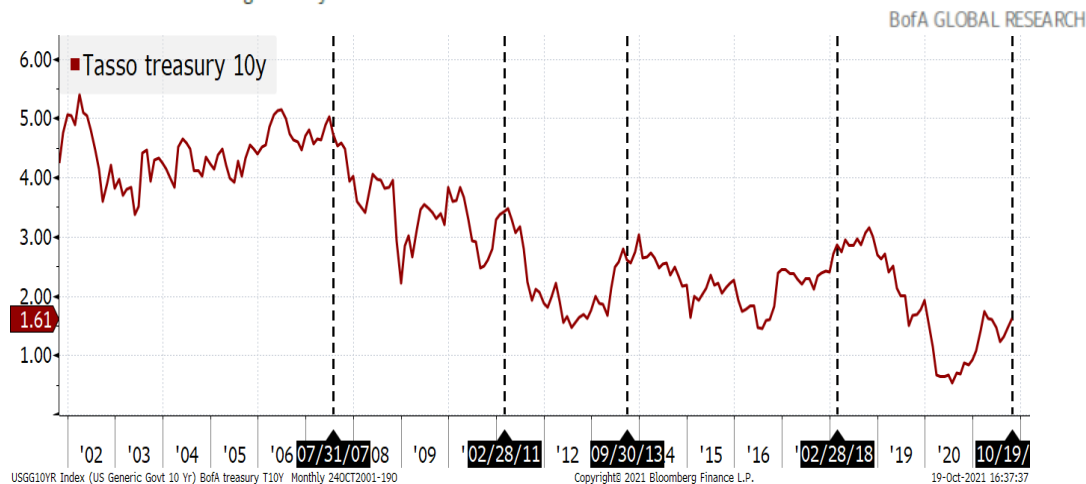
# Treasury 10Y: da un eccesso, all'altro

**Chart 18: Most pessimistic outlook for bonds in history of FMS**

Net % investors say they are OW bonds



Source: BofA Global Fund Manager Survey



USGG10YR Index (US Generic Govt 10 Yr) BofA treasury T10Y Monthly 24OCT2001-190

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

19-Oct-2021 16:37:37

**FONTE:** BofA Global Fund manager Survey di ottobre. Percentuale di coloro che dichiarano di essere in sovrappeso di obbligazionario.

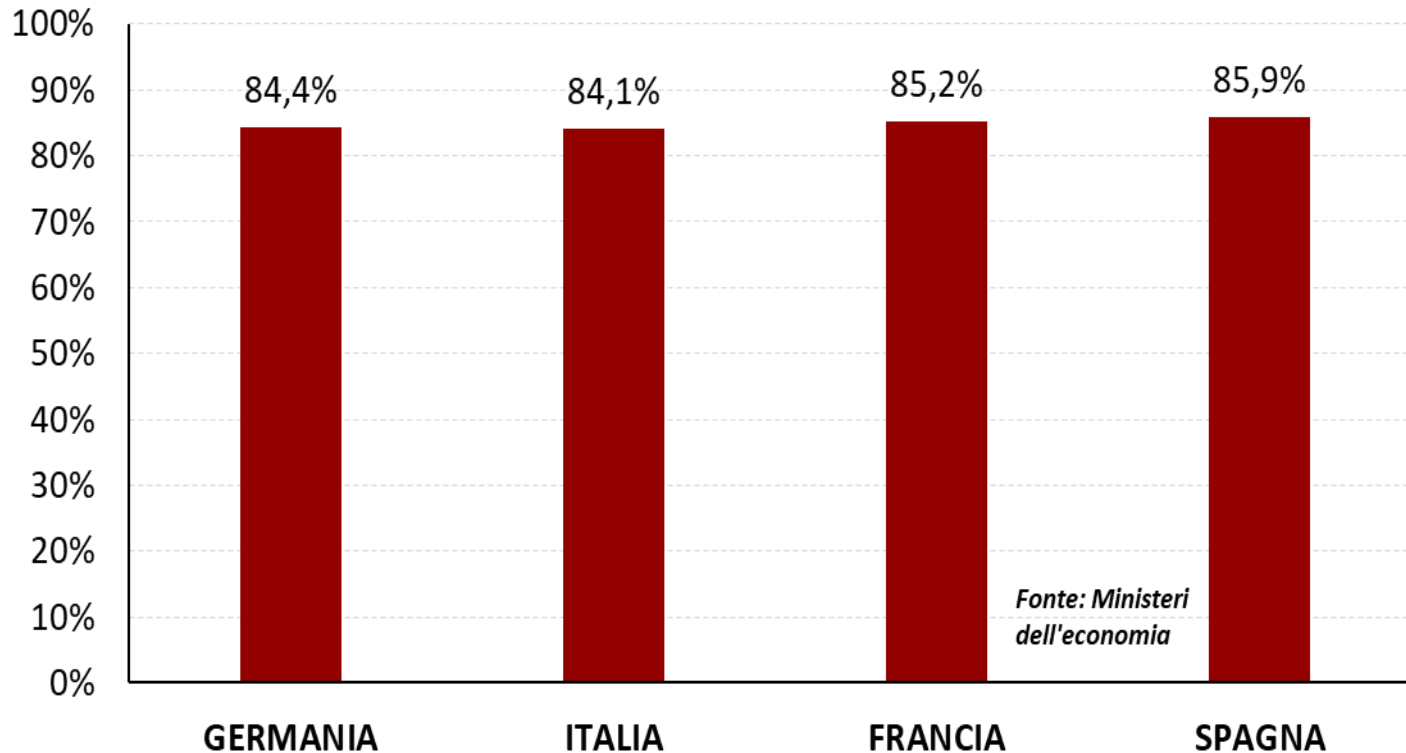
- Il tasso decennale *treasury* dai minimi di inizio agosto è rimbalzato fino al target che avevamo indicato nel [nostro Market Outlook di luglio](#). I *driver* del rimbalzo sono stati l'accelerazione dell'inflazione e le prospettive di una Fed meno supportiva. Il meeting della svolta, in questo senso, è stato quello di settembre, con Powell che ha tratteggiato il possibile tapering e i *dot plot* che hanno indicato un rialzo a fine 2022, 3 rialzi nel 2023 e, soprattutto, altri 3 rialzi nel 2024.
- Il movimento di rialzo ha portato il mercato da un eccesso ad un altro. Il posizionamento è tornato prudente sul comparto e su valori estremi (cfr. grafico in alto a sinistra).
- Tali valori, storicamente, anticipano mediamente una **nuova fase di ribasso in particolare a 12 mesi (cfr. tabella)**.
- In sintesi, qualsiasi ulteriore spinta rialzista sui tassi è **un'occasione per iniziare a guardare con interesse alla parte a lunga della curva**. *Da un punto di vista tecnico*, al rialzo, sopra 1,64% di tasso decennale, i livelli da monitorare sono 1,77% e 1,85%.

		VARIAZIONE (pb)		
	TREASURY 10Y	3M	6M	12M
<b>LUGLIO 2007</b>	4,7%	-27	-115	-79
<b>FEBBRAIO 2011</b>	2,0%	-37	-120	-146
<b>SETTEMBRE 2013</b>	2,6%	42	11	-12
<b>FEBBRAIO 2018</b>	2,9%	0	27	-15
<b>VARIAZIONE MEDIA</b>		-5	-49	-79



# Raccolta in stato avanzato in Eurozona

% YTD EMISSIONI LORDE M/L TERMINE SU TGT 2021



- Guardando dal lato dell'offerta, ad oggi i principali Paesi dell'Eurozona sono in stato piuttosto avanzato in termini di raccolta lorda per il 2021.
- Tutti i Paesi hanno, infatti, raggiunto una quota superiore all'80% rispetto al target di emissioni lorde previste per quest'anno. Tali target sono stati di recente rivisti al ribasso nei casi di Italia (da 355 Mld€ a 330 Mld€) e Spagna (da 173 Mld€ a 158 Mld€) per tener conto delle migliori condizioni economiche e dei fondi ricevuti dalla UE relativi al NGEU.
- Pertanto, **sul fronte dell'offerta le pressioni sono limitate** in questa parte finale del 2021 e, grazie anche alla presenza della BCE con gli acquisti PEPP, questo dovrebbe frenare le fasi di rialzo dei tassi.



# Bund: il 10-30 anticipa la fase finale dello *steepening* 2-10

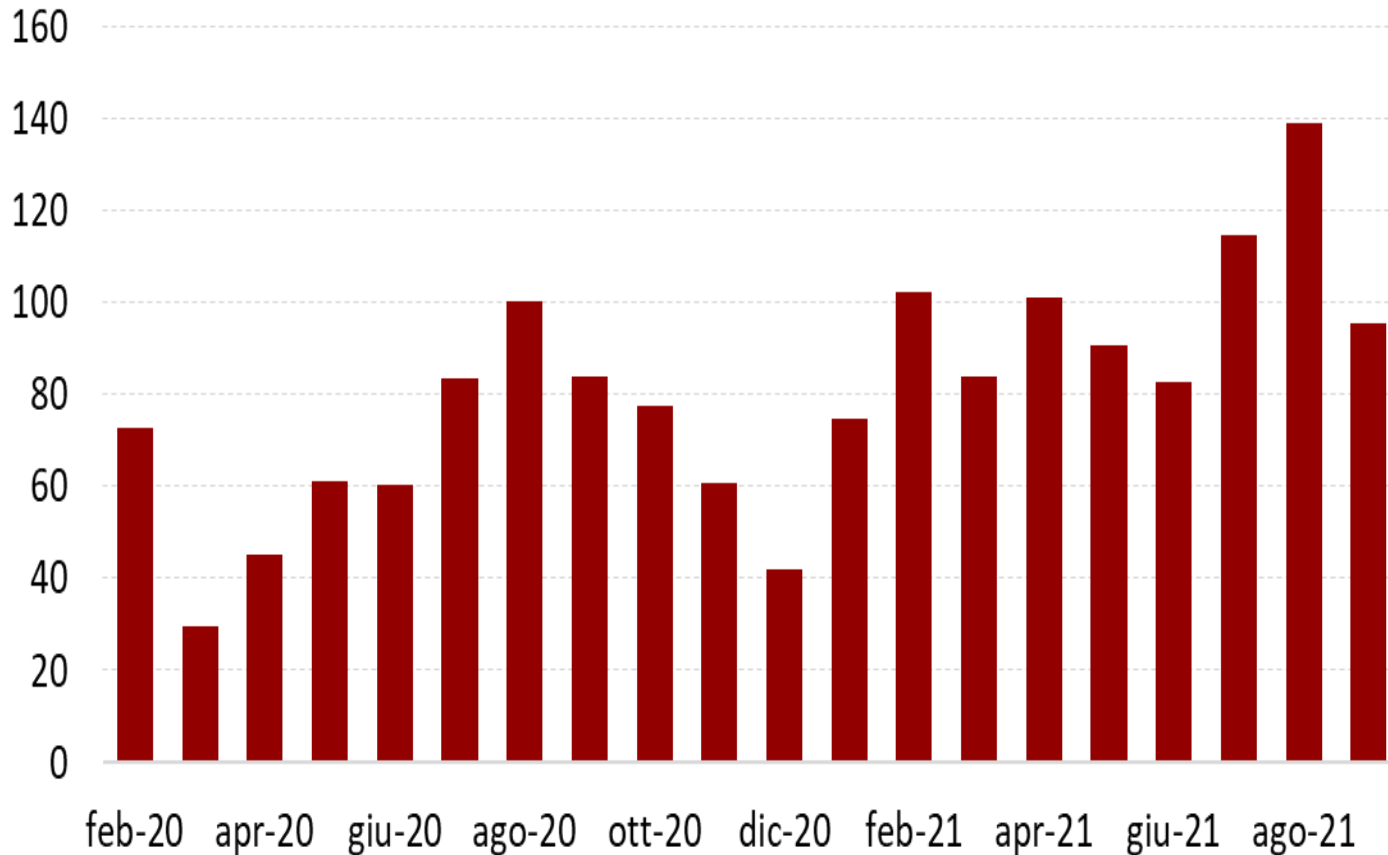


- Il contesto attuale presenta **spazi, a nostro avviso limitati, di rialzo per i tassi governativi dell'Eurozona.**
- Sulla parte a breve, presto o tardi ci sarà un *repricing* considerato che come scritto in precedenza il mercato sconta un rialzo di 10 pb entro fine 2022. Uno scenario, a nostro avviso, estremamente improbabile ad oggi. Il capo economista della BCE, Lane, ha più volte ricordato che la *conditio sine qua non* è che l'inflazione raggiunga il 2% ben prima della fine del periodo di proiezione della BCE e in maniera durevole per il resto dell'orizzonte di proiezione. Questo garantisce che la BCE non reagisca a shock inflazionistici che ci si attende svaniscano prima della fine dell'orizzonte temporale.
- L'attenzione sarà poi tutta sul **meeting BCE del 16 dicembre** dove l'istituto è atteso ridisegnare la struttura dei piani di acquisto dopo la scadenza del PEPP a fine marzo.
- La nostra attesa è per un programma di acquisti «APP 2.0» ridimensionato intorno ai 45 Mld€ al mese con alcune caratteristiche di flessibilità che gli permetteranno comodamente di andare avanti fino a fine 2023 se necessario.
- Pertanto, in prospettiva crediamo che difficilmente il tasso decennale Bund possa tornare, se non marginalmente e temporaneamente, sopra lo 0%, mentre lo scenario di ribasso guadagnerà forza e consenso.



# BTP: il Tesoro ha ampia liquidità a disposizione

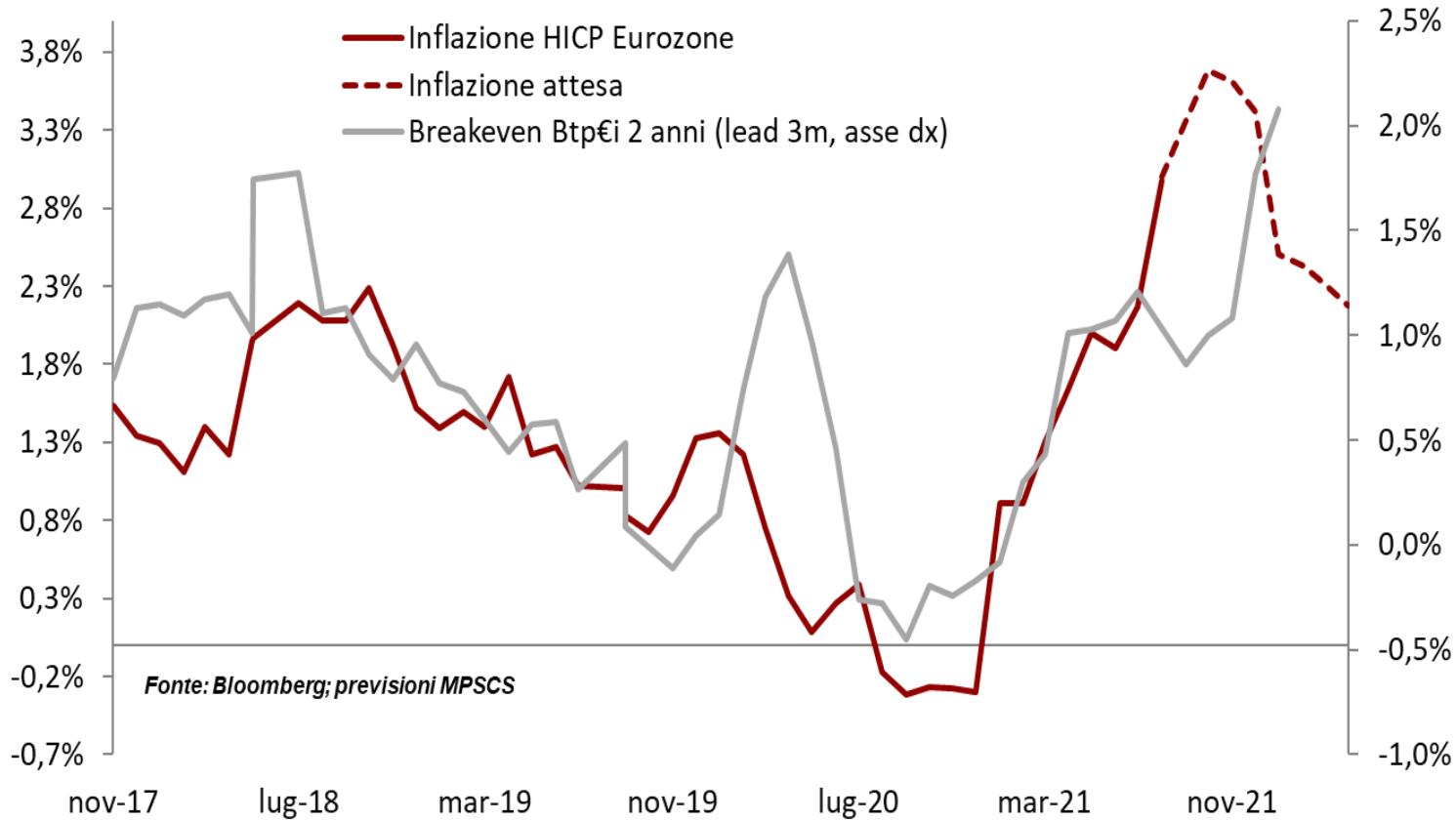
Totale disponibilità liquide (Mld€)



- Il **BTP** dovrebbe seguire l'andamento descritto del Bund in precedenza.
- L'atteso ridimensionamento degli acquisti PEPP potrebbe incidere sullo spread **nel 2022, meno probabile che succeda in questa parte finale dell'anno.**
- Il Tesoro, inoltre, dispone al momento di ampie disponibilità liquide (quasi 100 Mld€) che permette di avere una certa flessibilità nella gestione dell'offerta in questa parte finale dell'anno.
- Tutto considerato, **ci aspettiamo uno spread** stabile intorno agli attuali valori, sebbene in ottica 2022 il nostro scenario base prevede un tendenziale allargamento a causa di: 1) minor supporto BCE; 2) premio per il rischio stabile/crescente.
- Con riferimento al **tasso decennale BTP**, da un punto di vista tecnico, la tenuta della resistenza in area 0,92% potrebbe portare ad un calo del tasso verso 0,73% (gap aperto il 24 settembre) e successivamente verso 0,65%. In caso di ritorno stabile sopra 0,92% si aprirebbe invece lo spazio per un ritorno verso i massimi dell'anno.



# Linker: prendere profitto



- Secondo il nostro modello, le *breakeven inflation* sono *expensive* su tutta la curva.
- In particolare, la parte a breve della curva *linker*, grazie al rialzo delle materie prime, ha continuato a performare bene nei mesi estivi ed in particolare nelle ultime settimane, quando si è assistito all'esplosione dei prezzi del gas.
- La parte della curva a 2-3 anni, quella che abbiamo consigliato di acquistare da inizio dell'anno, ha raggiunto livelli estremi prezzando in termini di *breakeven* un'inflazione pari al target del 2% della BCE.
- Prendere profitto e tornare a privilegiare progressivamente il tasso nominale vs reale.



# VALUTE

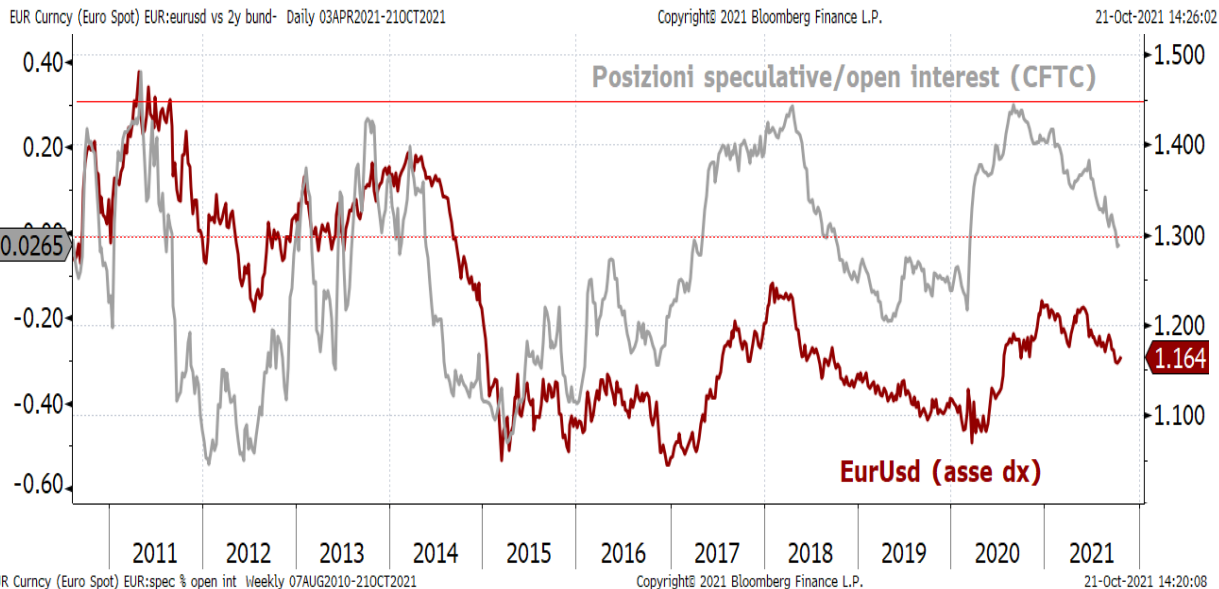




# Eurodollaro: pausa temporanea nel trend di apprezzamento del \$



- Il deciso apprezzamento del dollaro dagli inizi di settembre è avvenuto in un contesto in cui, sul forex, sono state **tendenzialmente premiate le valute di quei Paesi, caratterizzati da una certa indipendenza a livello energetico, le cui banche centrali hanno fatto trasparire un atteggiamento restrittivo/meno accomodante**. Al contrario, sono state tendenzialmente penalizzate le valute riferibili a banche centrali ancora accomodanti e a Paesi importatori di materie prime.
- Un'ulteriore svolta *hawkish* della Fed è arrivata il 22 settembre quando Powell ha delineato i contorni (partenza a novembre fine a metà 2022) del possibile *tapering* e dai Dot Plot sono emersi un rialzo a fine 2022 (anticipato rispetto alle precedenti indicazioni), 3 rialzi nel 2023 e altri 3 rialzi nel 2024.

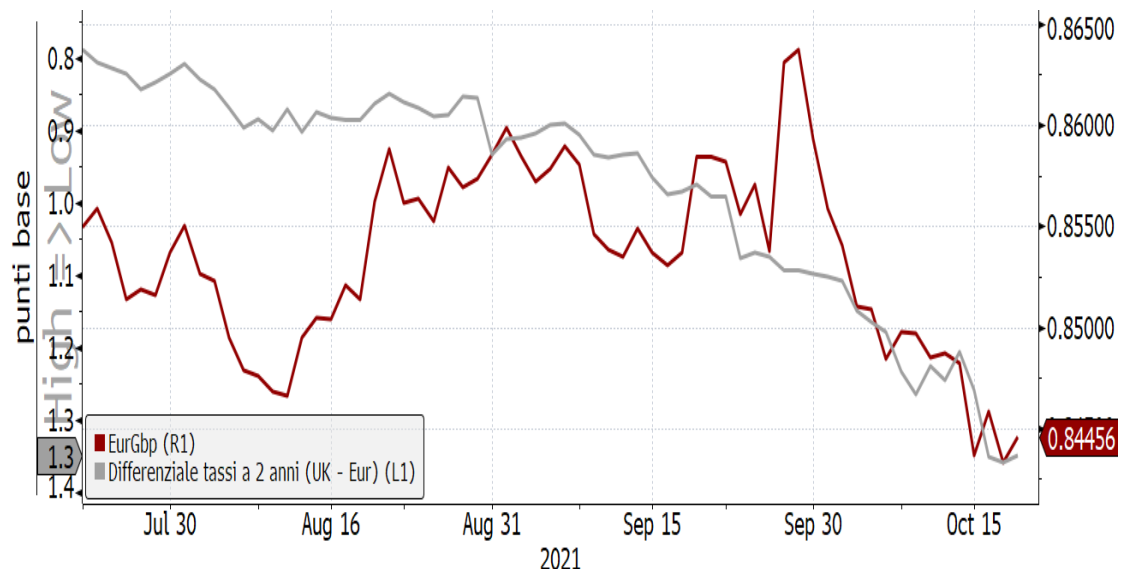


- Il posizionamento speculativo, sull'eurodollaro si è sostanzialmente neutralizzato non evidenziando, al momento, segnali particolari.
- Da qui a fine anno, crediamo che molto sul fronte della politica monetaria e dell'inflazione sia prezzato, mentre il mercato sembra essere impreparato di fronte a possibili revisioni al ribasso sulla crescita. Pertanto, pensiamo che il cambio **EurUsd possa rimbalzare spingendosi verso 1,18 entro fine anno**, approfittando anche di una stagionalità favorevole. Eventuali rimbalzi sono comunque occasioni per coprirsi dall'apprezzamento del dollaro in quanto il trend di medio termine rimane impostato al ribasso.





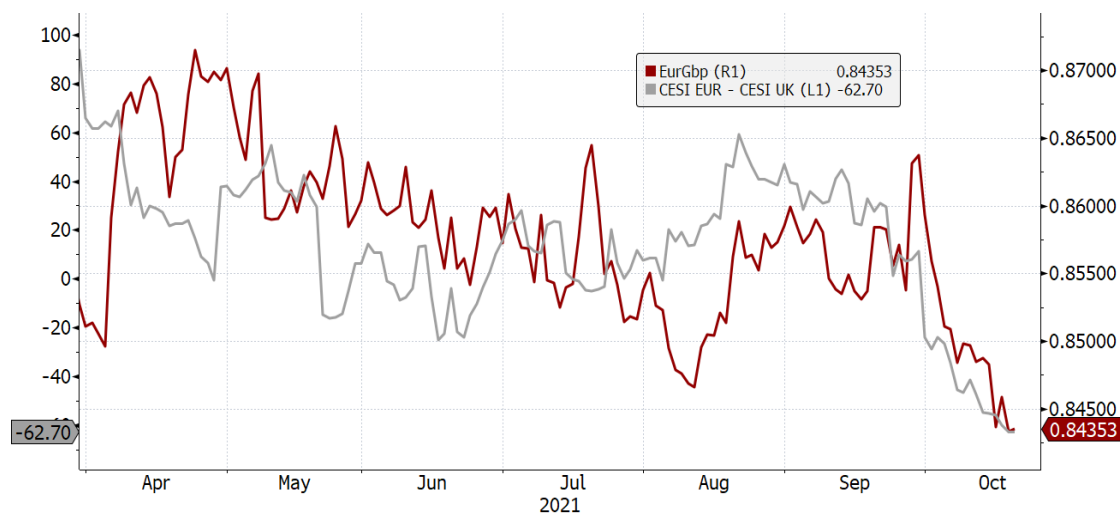
# Sterlina: limitato spazio di apprezzamento



EURGBP Curncy (EUR-GBP X-RATE) EURGBP:Spread UK-GER 2y Daily 22JUL2021-20OCT2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

20-Oct-2021 16:06:48



EURGBP Curncy (EUR-GBP X-RATE) GBP:EurGbp vs cesi Daily 07APR2018-20OCT2021

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

20-Oct-2021 16:31:31

➤ Dall'ultima riunione BoE e dalle ultime dichiarazioni di diversi da membri (tra cui il Governatore Bailey) è emerso un atteggiamento *hawkish*, volto a contenere l'inflazione galoppante. Il mercato ha così alzato l'asticella sul rialzo dei tassi, arrivando a prezzare un rialzo da 15 pb il prossimo 4 novembre, un rialzo intero da 15pb entro dicembre e ben altri tre rialzi da 25 pb nel 2022, ovvero un tasso di riferimento di circa 100 pb in più dai livelli attuali (0,10%). Il tutto si è tradotto in un apprezzamento della sterlina con il cambio EurGbp che è tornato sotto 0,85.

➤ Non a caso il cambio ha seguito il differenziale di tassi a 2 due anni, proxy della diversa politica monetaria tra le due sponde della Manica. A tendere, crediamo che l'ormai sbandierato rialzo dei tassi, che arriverà probabilmente a dicembre vista la recente debolezza dei consumi, possa tradursi in un possibile errore di politica monetaria in quanto andrebbe a frenare ulteriormente una crescita già debilitata dalla Brexit, dalla crisi energetica e dalla recente recrudescenza del virus.

➤ Tutto sopra considerato, reputiamo limitato lo spazio di ribasso del cambio, il quale potrebbe spingersi al massimo (anche se poco probabile) fino ad area 0,83. Le fasi di calo rappresentano a nostro avviso un'occasione per coprirsi dalla progressiva debolezza che, secondo noi, colpirà la sterlina nel 2022.

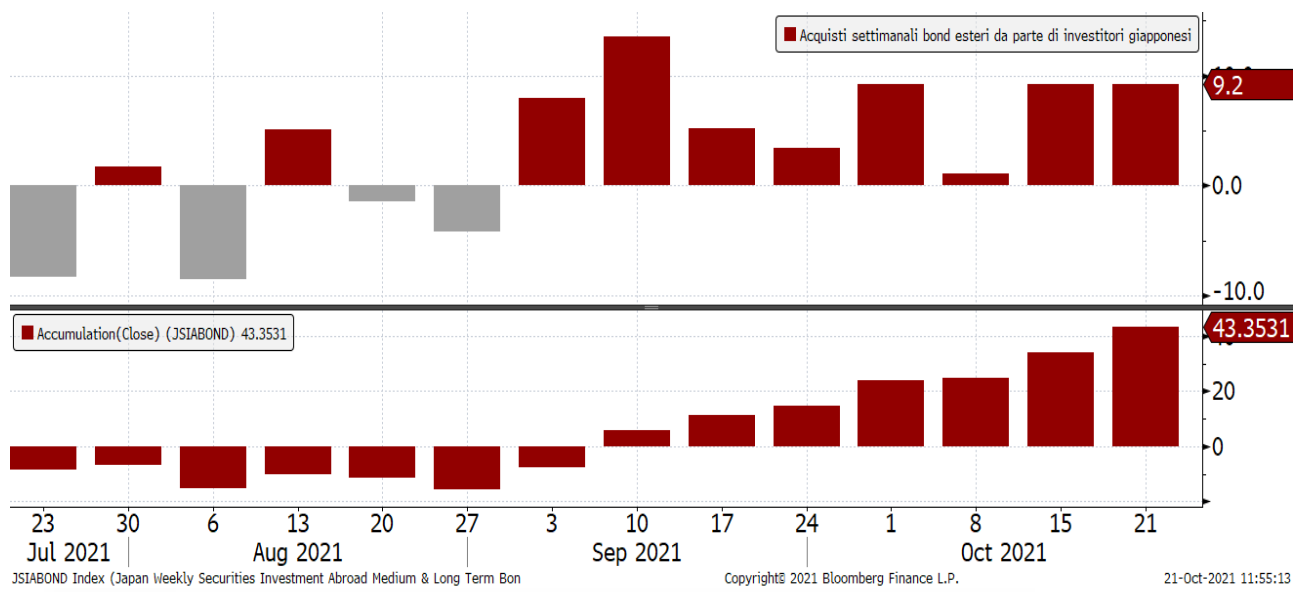


# EurYen: spazio di rialzo limitato



➤ **A partire da inizio ottobre**, lo yen è tornato a deprezzarsi riallineandosi ad un differenziale dei tassi (favorevole all'Eurozona e agli USA) che già aveva anticipato il movimento. Quest'ultimo è stato inoltre accompagnato, da un costante aumento degli acquisti di obbligazioni estere da parte dei residenti.

➤ A pesare sulla valuta nipponica anche altri elementi quali: 1) il nuovo primo ministro giapponese, Fumio Kishida, considerato un sostenitore dell'Abenomics (negativo per lo JPY); 2) la crisi energetica (il Giappone è un importatore e la valuta debole non aiuta); 3) La Banca centrale giapponese sarà verosimilmente l'ultima a cambiare atteggiamento sulla politica monetaria.

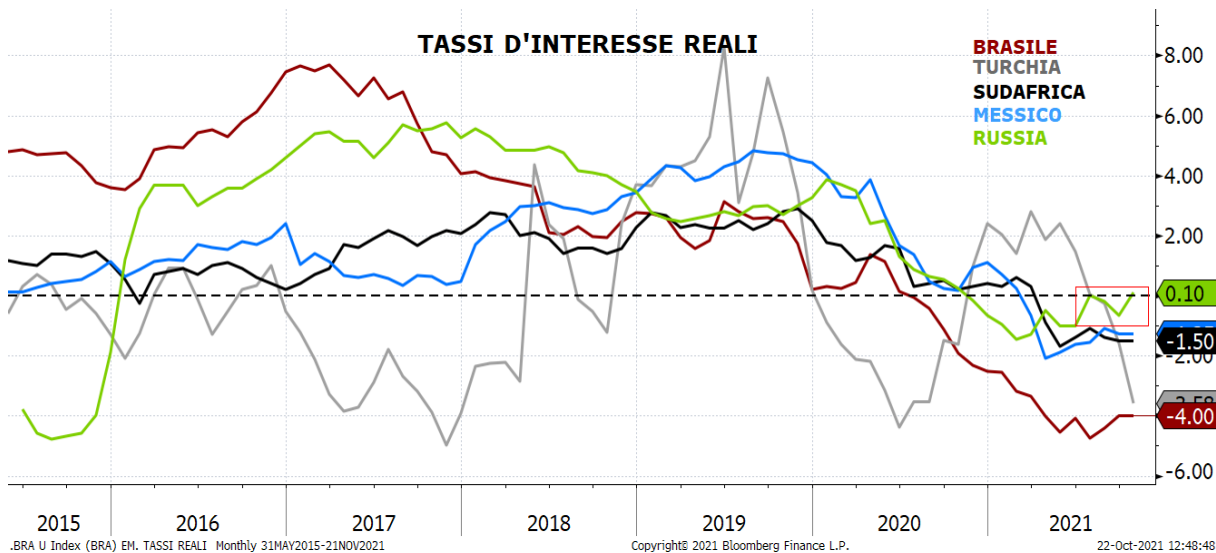


➤ Il cambio EurJpy si è così spinto fino al target tecnico individuato a luglio di 133,64.

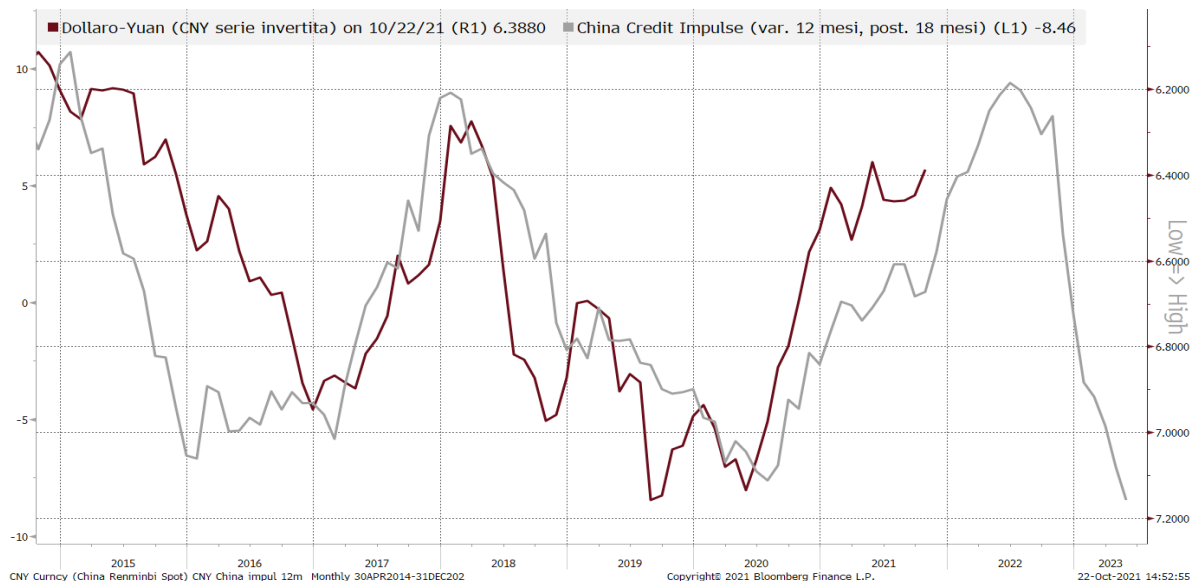
➤ **In prospettiva**, da qui alla fine dell'anno, crediamo ce l'EurJpy abbia limitati spazi di rialzo. Un'eventuale rottura al rialzo di 133,64, aprirebbe la strada verso **134,4** prima e 137,50 poi. Un'occasione per posizionarsi verso un ritracciamento dell'EurJpy verso il **supporto posto a 128,63** prima e a 126,44 poi.



# Yuan e rublo: le migliori valute emergenti YtD



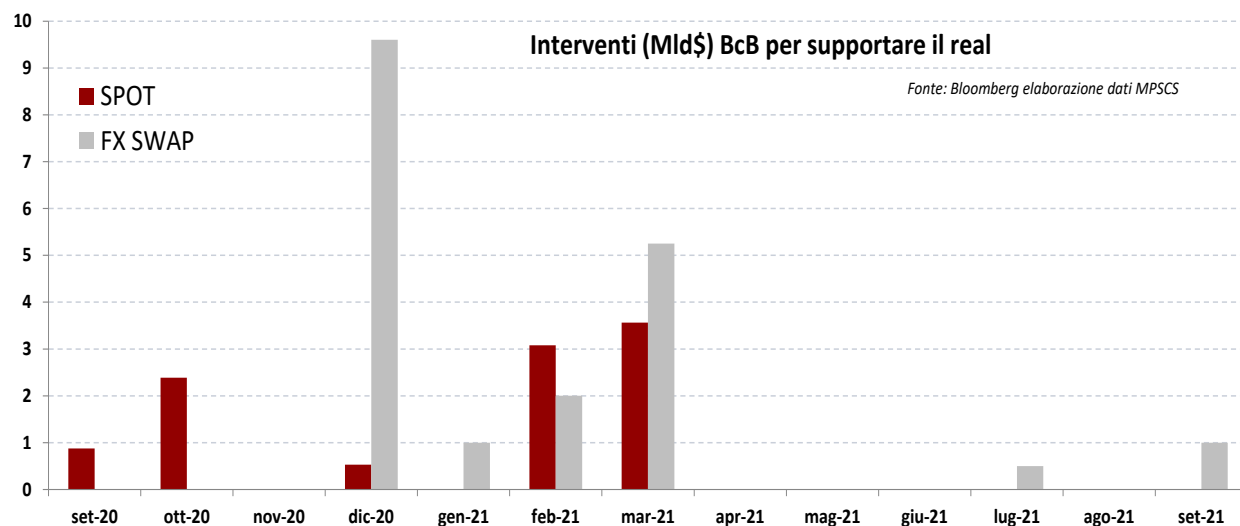
- Yuan e rublo sono senza dubbio le valute che più hanno brillato YtD, risultando le migliori in assoluto all'interno del comparto emergente sebbene con motivazioni piuttosto differenti.
- Il **rublo**, complice l'allentamento delle tensioni con gli USA ed il completamento del gasdotto Nord Stream2, è tornato a beneficiare del rialzo delle quotazioni petrolifere, del forte interventismo della Banca centrale che, oltre a riportare i tassi reali in territorio positivo, ha lasciato la porta aperta ad altri rialzi nelle prossime riunioni (target tasso medio 2022 nel range 7,30-8,30%, oggi è al 7,50%)
- Il cambio EurRub si è così portato verso i target indicati nell'ultimo outlook di luglio. In prospettiva, al di là di momentanei rimbalzi, considerati i buoni fondamentali del Paese (surplus di parte corrente, alto livello di riserve in divisa estera, etc.), riteniamo possibile un'ulteriore discesa del cambio verso i 78\$/b nei prossimi mesi.



- **Lo yuan**, ha continuato ad apprezzarsi nonostante il rallentamento economico, la crisi energetica e quella immobiliare e una Banca centrale «neutrale». Tutti elementi che avrebbero portato semmai ad un deprezzamento della valuta cinese. Il movimento è in buona parte riconducibile alla volontà delle Autorità cinesi di avere una divisa forte per contrastare l'aumento dei prezzi delle materie prime.
- Pertanto, fintanto che i prezzi delle materie prime resteranno su livelli elevati, è difficile che lo yuan possa esibire un deprezzamento significativo. Quest'ultimo è più probabile in ottica 2022, specialmente dalla primavera in poi, visto il forte ridimensionamento atteso delle quotazioni delle commodity ed in vista del 20° Congresso del Partito Comunista (autunno 2022).



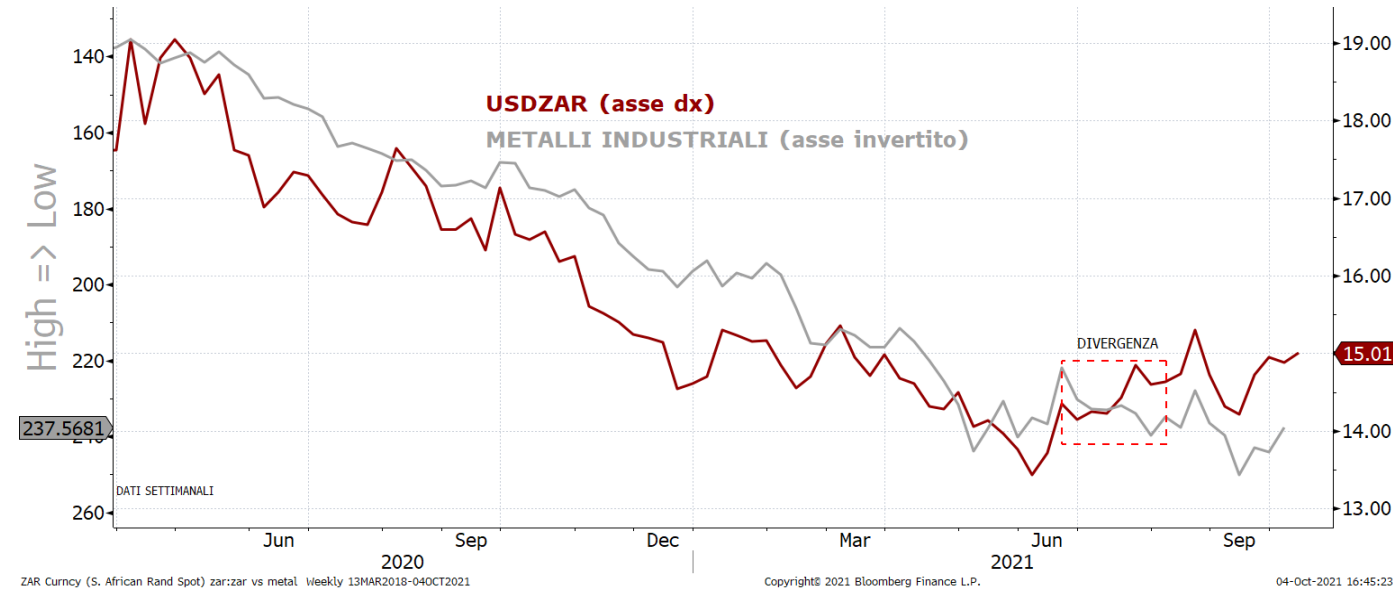
# Real: 3°T da dimenticare, ma spazio per un consolidamento



- Durante la stagione estiva, le vendite sono tornate a colpire la divisa carioca con l'attenzione degli investitori che è tornata a focalizzarsi sulla politica interna.
- In particolare ha pesato la volontà dell'esecutivo di aggirare il *cap* costituzionale alla spesa pubblica in modo tale da finanziare i programmi di spesa sociale di Bolsonaro in cerca di consenso in vista delle elezioni nell'autunno 2022. In segno di protesta, 4 alti funzionari hanno lasciato il Ministero dell'Economia portando ulteriore debolezza sulla divisa.
- Il cambio **EurBrl**, ha così esibito una vera e propria divergenza con l'andamento del tasso di riferimento in termini reali (al netto dell'inflazione corrente).
- In prospettiva, è necessario superare le tensioni sul bilancio e i piani di spesa per rivedere quantomeno una fase di stabilizzazione/recupero della divisa carioca. Solo a quel punto, infatti, l'attenzione tornerebbe sull'azione della BCB.
- In effetti l'Istituto ha dichiarato di voler inasprire ulteriormente le condizioni monetarie, segnalando quindi, in maniera implicita, la possibilità che il Selic Rate (i.e. il tasso di riferimento), possa raggiungere livelli ben superiori al tasso «neutrale» (al momento stimato intorno al 7,5%).
- In prospettiva, la debolezza della valuta brasiliana dovrebbe trovare un argine intorno all'area 6,75-7 in termini di cambio EurBrl grazie soprattutto all'interventismo della Banca centrale che, recentemente, è tornata ad intervenire sul forex tramite aste in swap.



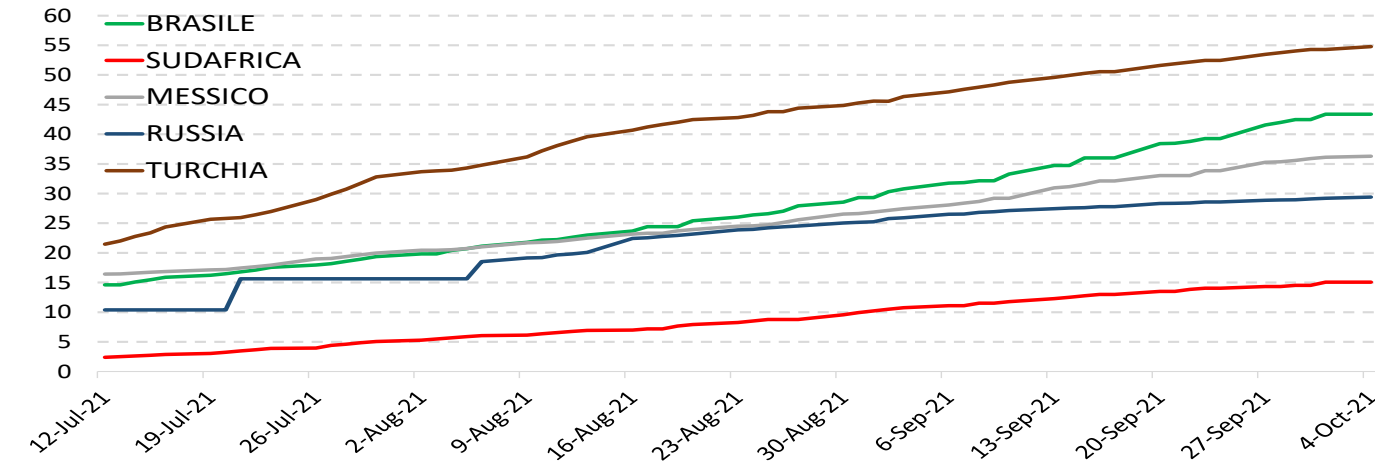
# Rand sudafricano: il meglio è alle nostre spalle



- Il rand sudafricano ha continuato ad esibire un andamento molto simile a quello dei metalli industriali, sebbene ci siano state fasi, durante l'estate, di momentanea divergenza dettate da: 1) *escalation* contagi (il ritmo di crescita ha registrato un nuovo record a luglio); 2) proteste e tensioni nel Paese per l'incarcerazione dell'ex Presidente Zuma.
- Sul fronte monetario, la **Banca centrale** ha rotto gli indugi alzando il tasso di riferimento di 25pb nell'ultima riunione, con i tassi reali che, tuttavia, permangono ancora abbondantemente in territorio negativo.
- L'Istituto ha inoltre proiettato un ulteriore rialzo nel 2021 e 4 rialzi nel 2022, rendendo così il percorso di normalizzazione dei tassi piuttosto lento, soprattutto in confronto ai *peers*.

## VACCINAZIONE COMPLETA (% POPOLAZIONE)

Fonte Bloomberg



- Questi elementi, uniti alle **difficoltà strutturali del Paese** (deficit del 7% atteso nel 2022, gestione del [caso di Eskom](#)), sono passati fino ad ora in secondo piano proprio per il rally dei metalli industriali. Le quotazioni di questi ultimi dovrebbero, a nostro avviso, rimanere elevate fino a fine 2021/inizio 2022 per poi tornare a scendere in maniera decisa dalla primavera 2022.
- Se questa idea si dimostrerà corretta crediamo che il meglio sia alle nostre spalle e che l'attuale fase di accumulazione sia utile per coprirsi dal deprezzamento della valuta sudafricana in ottica 2022.
- Per fine 2021, il nostro obiettivo in termini di **EurZar** si colloca intorno ad area 17,5.

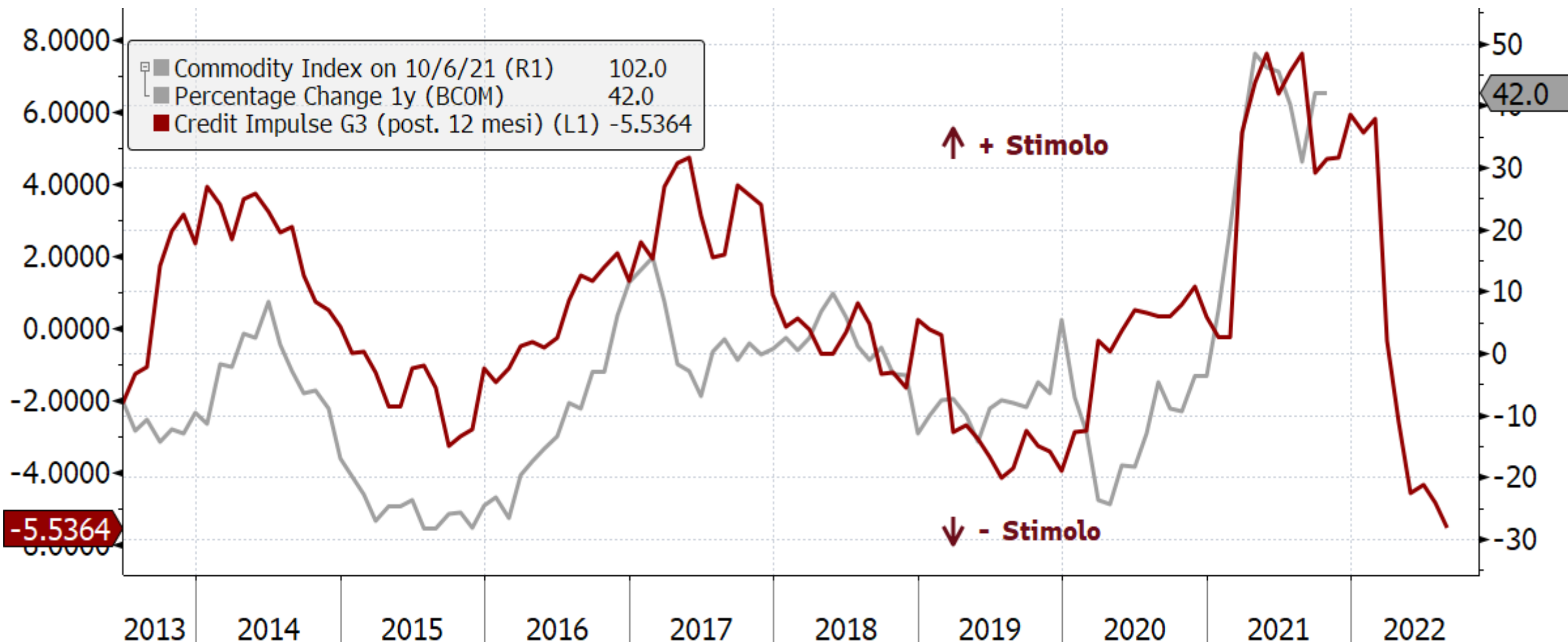


# MATERIE PRIME





# Materie Prime: picco raggiunto, ma pressioni fino a fine 2021 /inizio 2022



BCOM Index (Bloomberg Commodity Index) Com Credit Impulse G3 Monthly 30JUN2013-

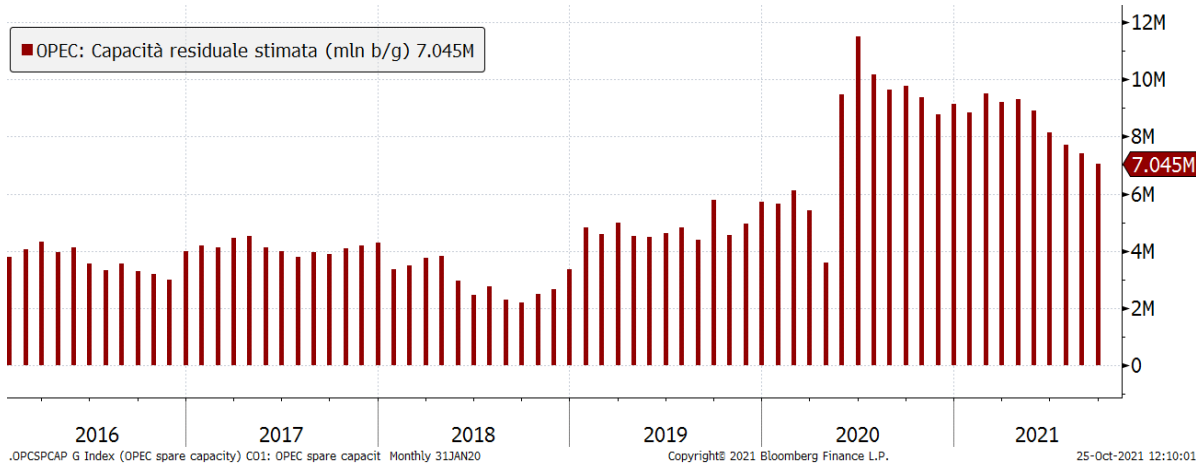
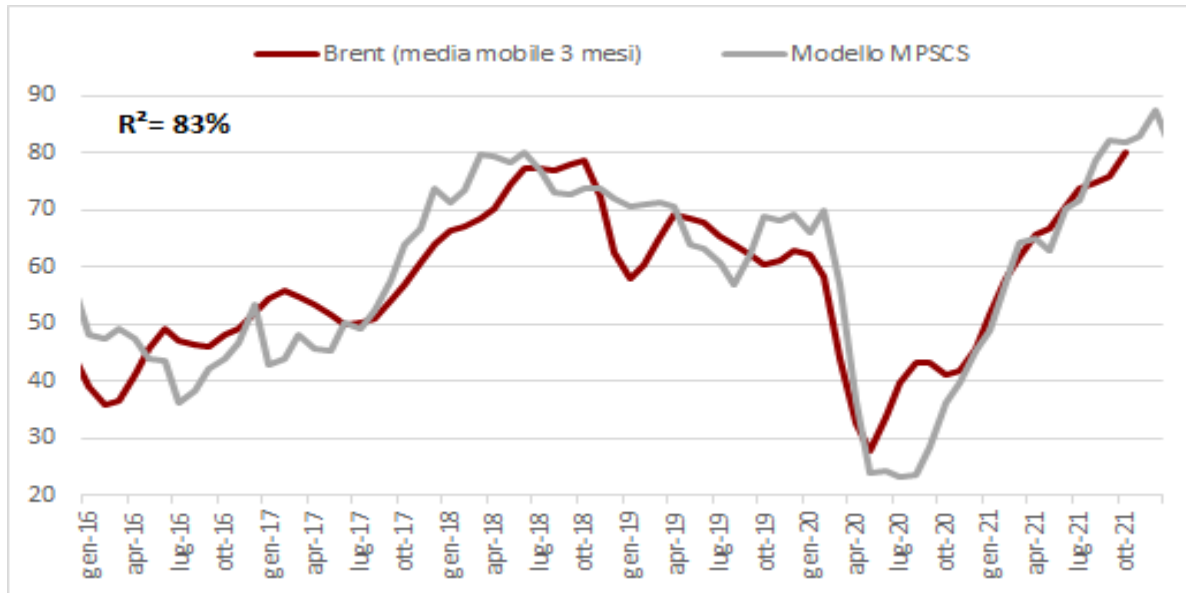
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

06-Oct-2021 17:10:37

**Nota:** Bloomberg Commodity Index vs Indice Credit Impulse G3. Quest'ultimo è calcolato da MPSCS come ponderazione dei credit impulse delle tre principali aree economiche (Cina, USA ed Euro).



# Brent: stretto legame con il gas per fine 2021/inizio 2022



- Il Brent è salito oltre gli 86 \$/b, sul **massimo dal 2018**, grazie ad una serie di fattori concomitanti: 1) crisi energetica, in particolare in Europa e Cina; 2) danni alla produzione nel Golfo del Messico causati dal passaggio di due uragani (Ida e Nicholas); 3) decisione attendista dell'OPEC+ con la conferma dell'aumento mensile già pianificato da 400.000 b/g a novembre.
- **A tendere, le nostre attese sono per prezzi del greggio che rimangono su livelli elevati fino alla fine del 2021/inizio 2022 (fine inverno)** in linea con l'andamento del gas naturale di cui il petrolio è il naturale sostituto per la produzione di energia elettrica (la domanda da «effetto sostituzione» è stimata in ca. 500.000 b/g)
- A riportare più in basso le quotazioni potrebbero essere solo fattori quali: 1) Un ulteriore aumento dei livelli produttivi oltre i 400k da parte dell'Opec+; 2) La possibilità di un accordo sul nucleare con l'**Iran** entro fine anno (non semplice data la maggiore difficoltà nel negoziare con l'amministrazione del neo-presidente Raisi); 3) inverno particolarmente mite.
- Da un punto di vista tecnico, crediamo che le quotazioni consolideranno all'interno del *trading range* 78,75-88,59 \$/b.





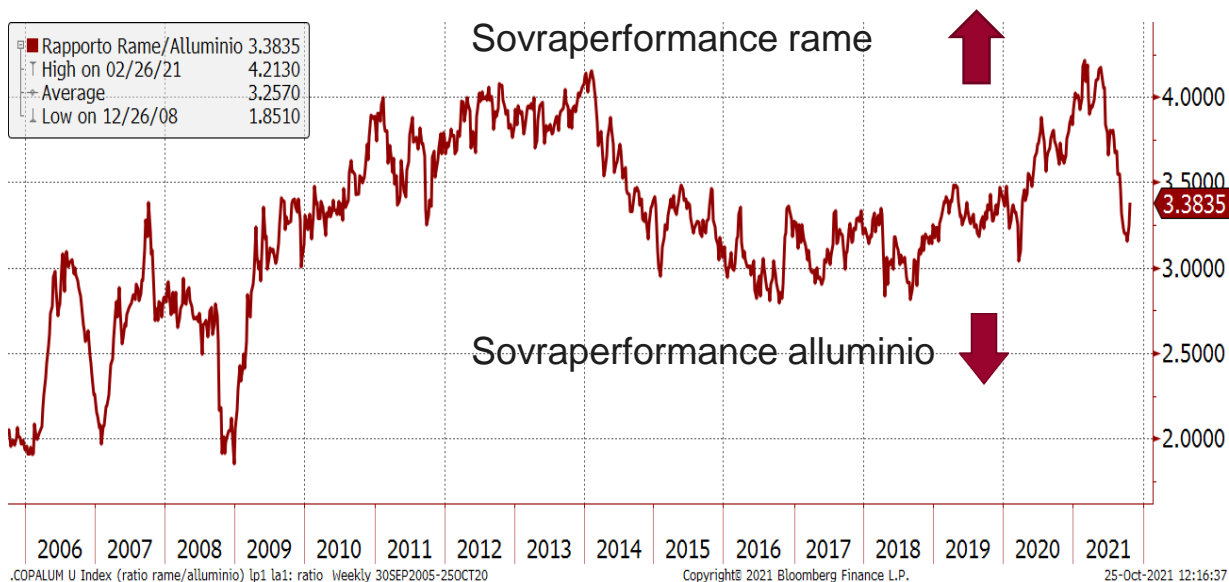
# Industriali: rischio al rialzo maggiore sull'alluminio



➤ L'ammontare contenuto delle riserve strategiche vendute dalla Cina durante l'estate ha avuto un effetto limitato sui prezzi che hanno invece risentito di altre notizie provenienti dal colosso asiatico. In particolare, l'attuale **crisi energetica in Cina** rappresenta una fonte d'incertezza sia lato offerta (in termini di riduzione della produzione dei metalli *energy intensive* come acciaio e alluminio) che sulla domanda (ripercussioni negative attese sulla crescita cinese per fine anno) e sta contribuendo ad una forte volatilità delle quotazioni nel corso di questo mese.

➤ **Continuiamo a ritenere che le fasi di correzione siano un'opportunità per coprirsi dal rischio di ulteriori rialzi da qui a 6 mesi.**

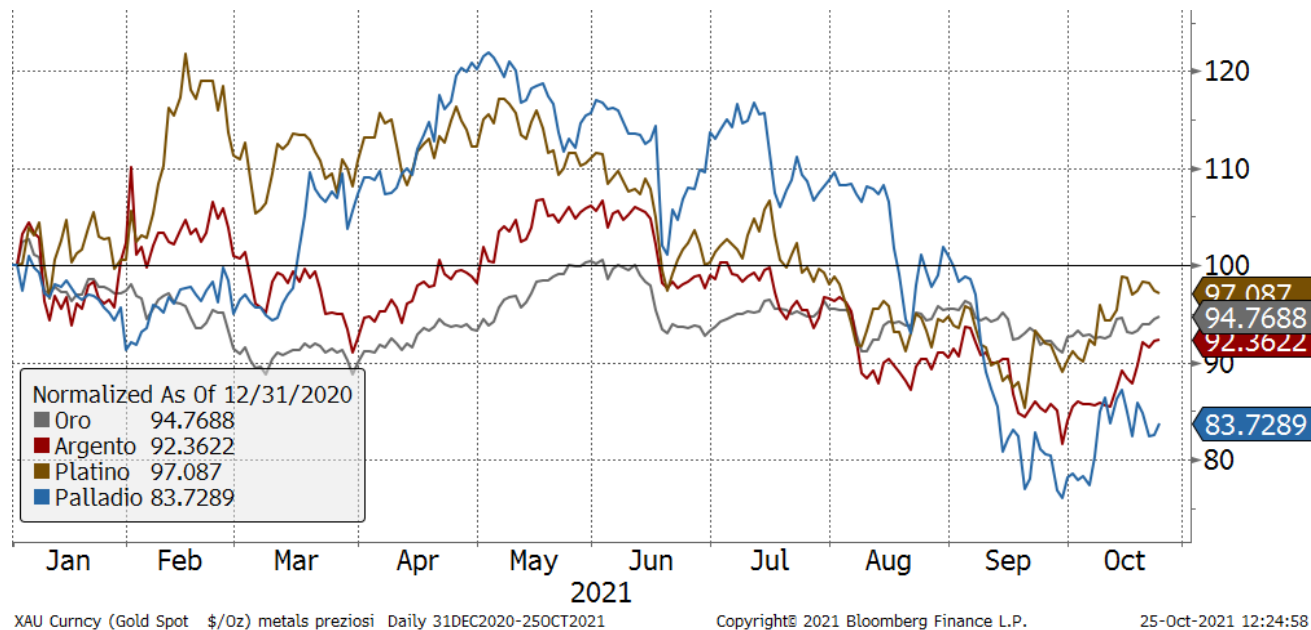
➤ **Alluminio:** coperture già a 2800\$/t visto il rischio di possibile spike verso i massimi storici poco sotto i 3400\$/ton nei prossimi mesi se i prezzi dell'energia restassero elevati. **Rame:** verosimilmente ha fatto il picco, sebbene le quotazioni rimarranno elevate nei prossimi mesi. Preferiamo coperture nel caso di estrema debolezza. Il supporto 8800\$/t è un livello tecnico importante, al di sotto del quale si aprirebbe lo spazio per un'accelerazione al ribasso delle quotazioni.



➤ In termini relativi, **l'alluminio ha ancora spazio di sovraperformance vs rame**, grazie al deficit globale di produzione (l'andamento record dei premi regionali sembra confermare la difficoltà nel reperire il metallo), sebbene non sia più a forte sconto come nella prima parte di quest'anno. Il rame ha invece un mercato globale bilanciato, spazio di rialzo limitato per fine anno, anche se sono presenti alcuni segnali di rafforzamento della domanda in base al recupero dei premi cinesi per la consegna fisica negli ultimi due mesi e delle scorte locali ai minimi dal 2009 (al LME quelle disponibili, cosiddette «on warrant» sono addirittura al minimo dagli anni '70). Da segnalare un rischio al rialzo sul rame legato alle elezioni in **Cile** (principale produttore) a novembre, che potrebbero temporaneamente aumentare i timori per la stabilità dell'offerta locale.

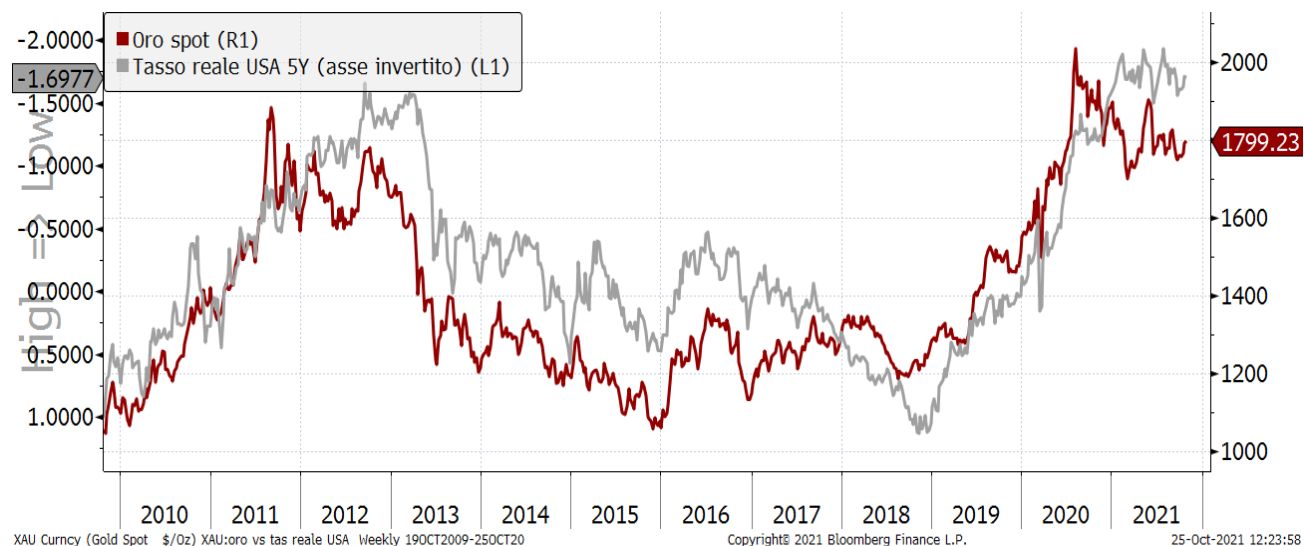


# Oro: ancora *trading range*



➤ Il 2021 non è stato finora un anno facile per i metalli preziosi, soprattutto negli ultimi due mesi dove si sono indeboliti anche quelli con caratteristiche industriali (argento, platino e palladio). Questi ultimi due hanno risentito della minore domanda dal settore auto, oltre che del contesto sfavorevole causato da rafforzamento del dollaro, rialzo dei tassi reali/nominali e aspettative legate all'avvio del tapering da parte della Fed.

➤ **Oro:** per i prossimi mesi ci aspettiamo che il **trading range possa proseguire** tra i 1670\$ e la resistenza dinamica 1850\$. Ribadiamo l'importanza della tenuta del **supporto statico 1670\$/o**, al di sotto del quale sarebbe sancito la fine del trend rialzista. Il fatto che l'oro sia rimasto poco sopra area 1800\$/o durante l'estate, anche nella fase teoricamente più favorevole (ad inizio agosto i tassi reali a 5 e 10 anni hanno registrato nuovi minimi storici), conferma la debolezza di fondo del prezioso che ha subito anche in parte la concorrenza delle crypto currency.

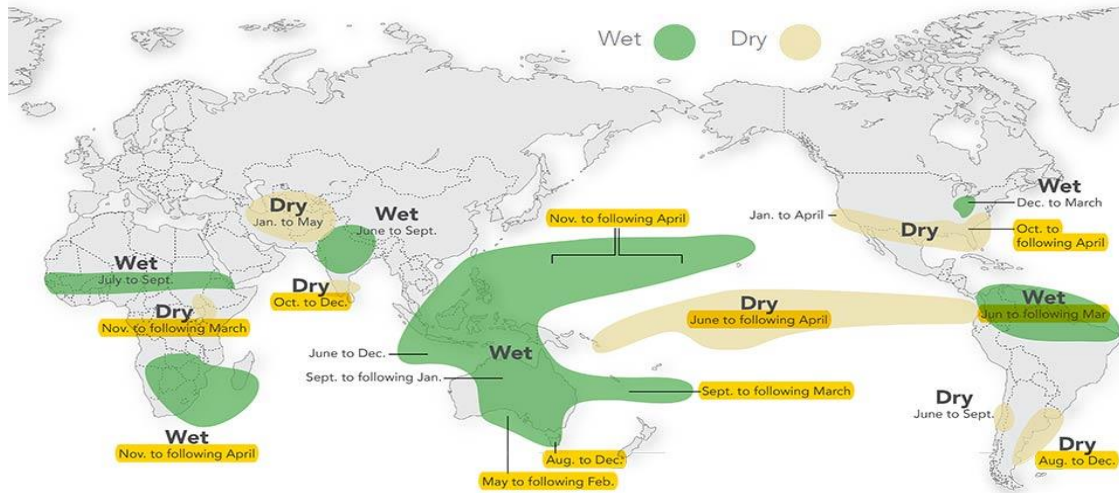


➤ Su **platino e palladio**, penalizzati in questo momento dai legami con il settore auto, la debolezza potrebbe essere stata eccessiva e si potrebbe assistere ad un rimbalzo nei prossimi mesi qualora giungessero notizie di miglioramento legate alla carenza di chip a livello globale (che comunque dovrebbe durare anche per buona parte del 2022). Livelli tecnici di supporto da monitorare in caso di ulteriore debolezza si collocano a 840\$ per il platino e 1707\$ per il palladio. **L'argento** sembra invece aver trovato un supporto importante a 22\$/o, livello al di sotto del quale si aprirebbero gli spazi per una discesa di oltre 4\$/o.



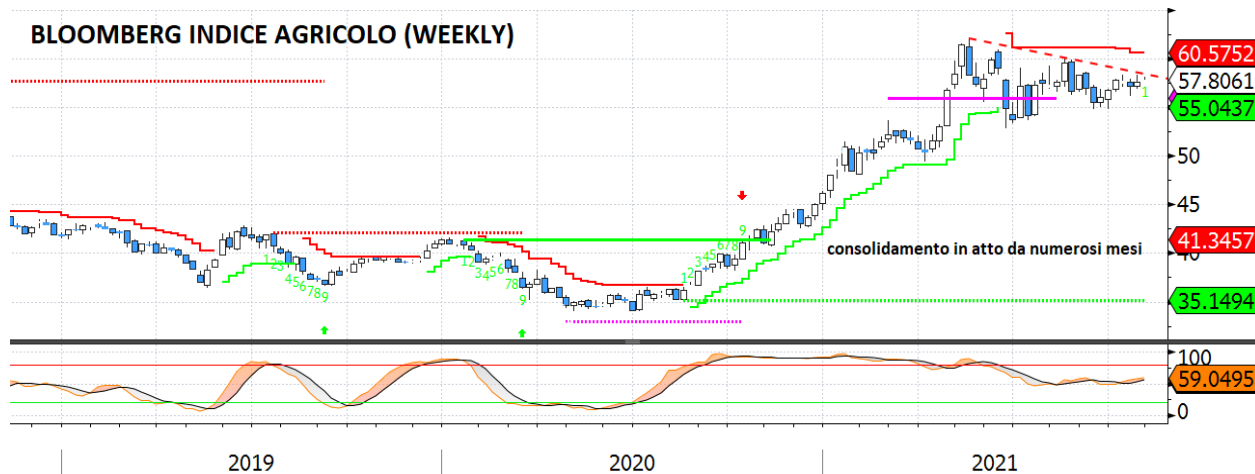
# Agricole: smaltiti alcuni eccessi, incognita Niña

## LA NINA E IMPATTO SUL METEO



Fonte: FAO

## BLOOMBERG INDICE AGRICOLO (WEEKLY)



BCOMAG Index (Bloomberg Agriculture Subindex) grafico chart Weekly 22OCT2011-25

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

25-Oct-2021 12:33:50

- Come indicato nel precedente outlook, i prezzi di mais e soia, avendo già scontato gran parte delle notizie «bullish», hanno corretto raggiungendo i target indicati (soia sotto 1300 e mais a 500). Diversa è stata la situazione sul grano alla luce dei forti danni al raccolto USA che ha dato luogo ad un marcato calo delle scorte nazionali e della forza della domanda cinese (soglia 600 sul grano USA non è stata così raggiunta).
- Segnaliamo che anche questo inverno si è ripresentato il fenomeno climatico **La Niña**, anche se potrebbe essere **meno potente rispetto a quello dell'anno scorso**. Per questo, sarà importante monitorare già dalle prossime settimane, se in America Latina si svilupperanno anomalie climatiche tali da impattare sul ciclo di produzione di soia, caffè e zucchero.
- **Zucchero e caffè** hanno il potenziale per ulteriori forti rialzi nel 2022 alla luce della domanda in rafforzamento e dei deficit globali di produzione, ma l'assenza di condizioni climatiche avverse potrebbe dar luogo ad una fase di consolidamento/correzione delle quotazioni (idealmente vs 16 sullo zucchero grezzo e 160 sull'arabica).
- **Soia e mais** potrebbero cercare di trovare una base intorno ai valori attuali o poco sotto (1000-1200 per la soia e 450-500 mais).
- Il **grano** potrebbe essere quello più resiliente mantenendosi oltre i 650c\$ sul future USA dati i fondamentali attuali, in attesa di avere indicazioni più chiare sui raccolti nell'emisfero settentrionale nel 2022.



# MPS Capital Services Awards



Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali FOREX** al 30 settembre 2021:

MPS Capital Services **3° posto valute G10**, 4° Eurodollaro, 3° Sterlina e Dollaro Canadese, 2° Franco Svizzero, 1° Dollaro Australiano

Classifica Bloomberg **migliori previsori mondiali MATERIE PRIME** (trailing a 12 mesi) :

MPS Capital Services **1° posto Rame**, Alluminio e Zinco, 2° Ferro, 5° Brent.





# Il Team di Market Strategy



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



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



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



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



**Alex Papi**  
Specialista Market Strategy  
+39 0577 209943  
[alex.papi@mpscs.it](mailto: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 mandatari. Pertanto il destinatario dovrà considerare la rilevanza delle informazioni contenute nel Documento ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza. Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento si basano su fonti ritenute affidabili ed elaborate in buona fede alla data di redazione dello stesso, tuttavia MPS Capital Services non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Qualsiasi riferimento diretto ed indiretto ad emittenti o titoli non è, né deve essere inteso, quale offerta di vendita o acquisto di strumenti finanziari di qualsiasi tipo. Le informazioni ed i dati contenuti nel presente Documento non costituiscono una ricerca in materia di investimenti o una raccomandazione, una sollecitazione né un'offerta, invito ad offrire o messaggio promozionale finalizzata/o alla sottoscrizione alla vendita, all'acquisto, allo scambio, alla detenzione o all'esercizio di diritti relativi a prodotti e/o strumenti finanziari e/o a qualsiasi investimento in emittenti in esso eventualmente menzionati. Esse non configurano consulenza, e non possono essere in alcun modo considerate come una raccomandazione personalizzata ovvero come prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti da parte di MPS Capital Services, in quanto il Documento e le informazioni in esso contenute non sono stati redatti tenendo conto delle caratteristiche, della situazione finanziaria e degli obiettivi specifici dei soggetti cui gli stessi sono trasmessi. MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, i relativi amministratori, rappresentanti, funzionari, quadri o dipendenti, non possono essere ritenuti responsabili per eventuali perdite determinate dall'utilizzo del presente Documento. Si avverte inoltre che MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi, gli amministratori e/o rappresentanti e/o le rispettive persone ad essi strettamente legate, possono avere rapporti di natura bancaria e finanziaria con eventuali emittenti qui citati ovvero avere interessi specifici con riferimento a società, strumenti finanziari o operazioni collegate al presente Documento. A titolo meramente esemplificativo MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi possono svolgere attività d'investimento e d'intermediazione, avere rapporti partecipativi diretti ed indiretti con emittenti qui menzionati e prestare ad essi servizi di consulenza; inoltre, con particolare riferimento agli strumenti finanziari eventualmente citati, esse possono altresì svolgere attività di "prestito-titoli", sostenerne la liquidità con attività di "market making" su mercati regolamentati, sistemi multilaterali di negoziazione o sistemi di scambi organizzati. MPS Capital Services e/o altre Società appartenenti al Gruppo Montepaschi potrebbero strutturare titoli ed operazioni con rendimenti collegati a parametri e strumenti finanziari qui menzionati. Si specifica che l'elenco dei potenziali conflitti d'interesse indicati può non esaurire il complesso dei conflitti stessi; per ulteriori approfondimenti sulla politica di gestione dei conflitti d'interesse adottata dalla medesima MPS Capital Services si rinvia alla specifica informativa messa a disposizione della clientela ai sensi della disciplina vigente. Per quanto non riprodotto nelle presenti Avvertenze, si fa espresso rinvio a quanto riportato nel sito internet [www.mpscapitalervices.it](http://www.mpscapitalervices.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.



