



CAPITAL SERVICES
GRUPPOMONTEPASCHI

Outlook 2023: dall'inflazione alla recessione, la reazione delle Banche centrali

Ufficio Market Strategy

Dicembre 2022

INDICE

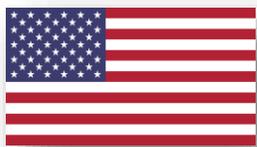
1. CONTESTO DI MERCATO
2. AZIONARIO e TASSI
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME
5. TABELLA PREVISIONI 2023



CONTESTO DI MERCATO



2023: tra recessione, stagnazione e disinflazione



USA	2022	2023
PIL	1,9	0,3 (0,3)
INFLAZIONE	8,0	4,0 (3,8)

➤ Il 2023 sarà un anno caratterizzato a nostro avviso da una marcata **frenata della crescita** e decelerazione dell'inflazione.

➤ **Negli Stati Uniti**, l'inflazione ha fatto il picco (sia la *headline* che la *core*) ed è attesa decelerare in maniera significativa per concludere il 2023 intorno al 3%. Sul fronte crescita, il nostro scenario base vede il crollo del settore immobiliare contribuire in maniera decisiva alla recessione che dovrebbe colpire gli Stati Uniti nell'ultima parte dell'anno.



EURO	2022	2023
PIL	3,2	-0,1 (-0,2)
INFLAZIONE	8,5	6,1 (5,9)

➤ **In Eurozona**, l'inflazione dopo il picco in questa ultima parte del 2022 dovrebbe decelerare in maniera graduale considerati i possibili effetti di secondo livello e che l'enorme divario tra prezzi alla produzione (var. a/a) e quelli al consumo deve ancora riassorbirsi. Sul fronte crescita, come noto, ci si sta avviando verso un inverno recessivo. Il rischio è quello di una successiva stagnazione economica o, peggio, di un *double dip* conseguente all'effetto freno della recessione statunitense e del deciso inasprimento monetario operato dalla BCE.



IT	2022	2023
PIL	3,8	0,0 (-0,2)
INFLAZIONE	8,6	6,6 (6,3)

➤ **La Cina** è attesa stabilizzare e rilanciare la propria crescita grazie alle politiche espansive che sta implementando in particolare verso i consumi interni sfruttando il contesto specifico di disinflazione. In particolare, la crescita cinese è attesa riprendersi in scia all'allentamento delle misure anti-Covid con l'accelerazione più evidente dalla primavera in poi quando si sentiranno gli effetti delle politiche di stimolo poste in atto.

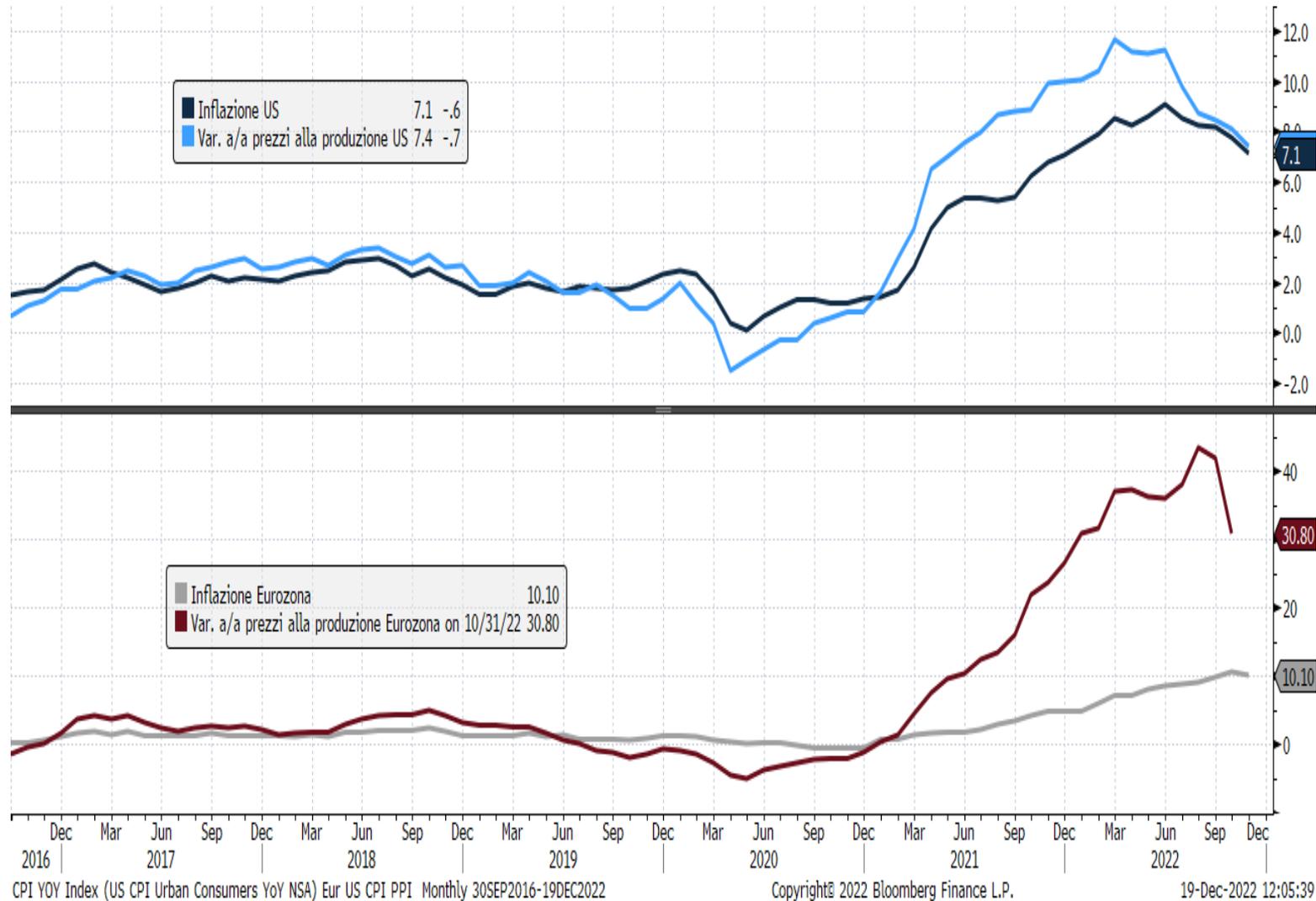


EM	2022	2023
PIL	3,0	4,0
INFLAZIONE	6,4	5,7

Fonte: Economic Forecast Bloomberg (dati al 21 dicembre 2022, in %); tra parentesi previsioni MPSCS.



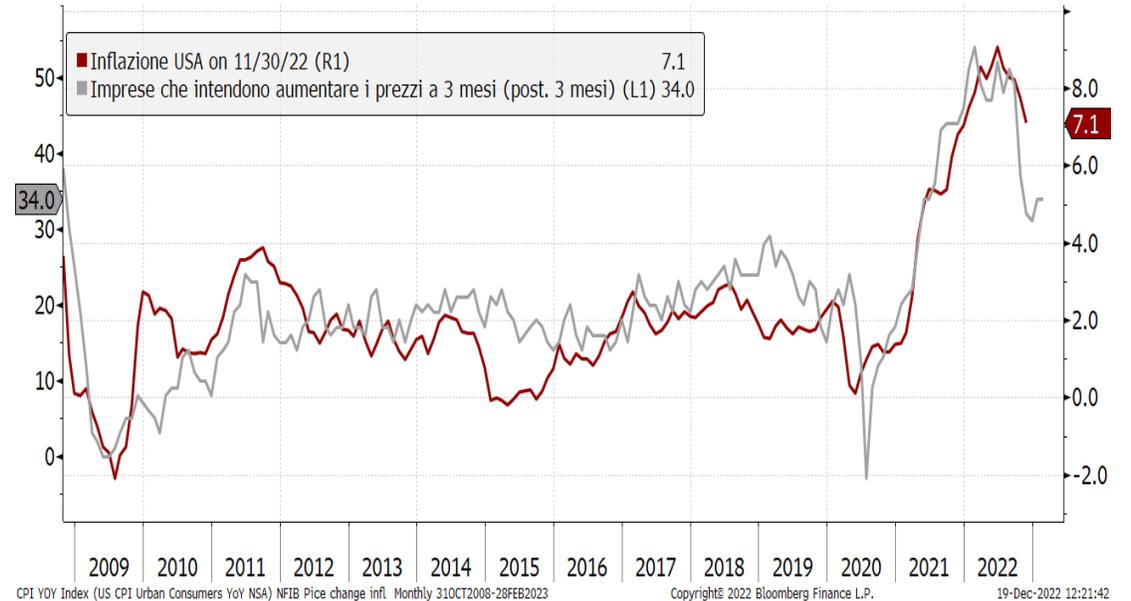
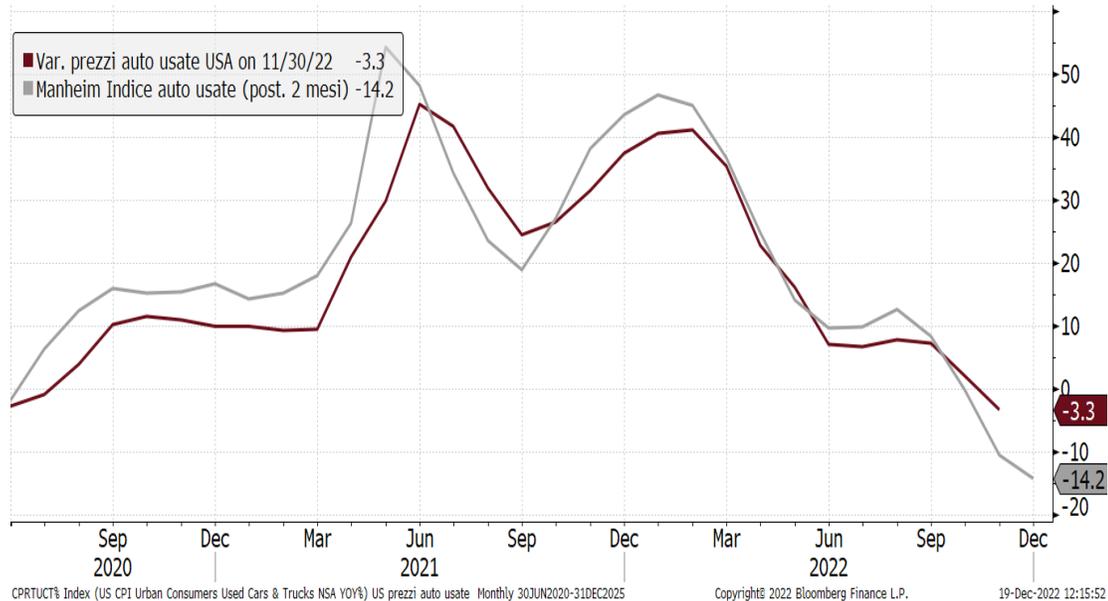
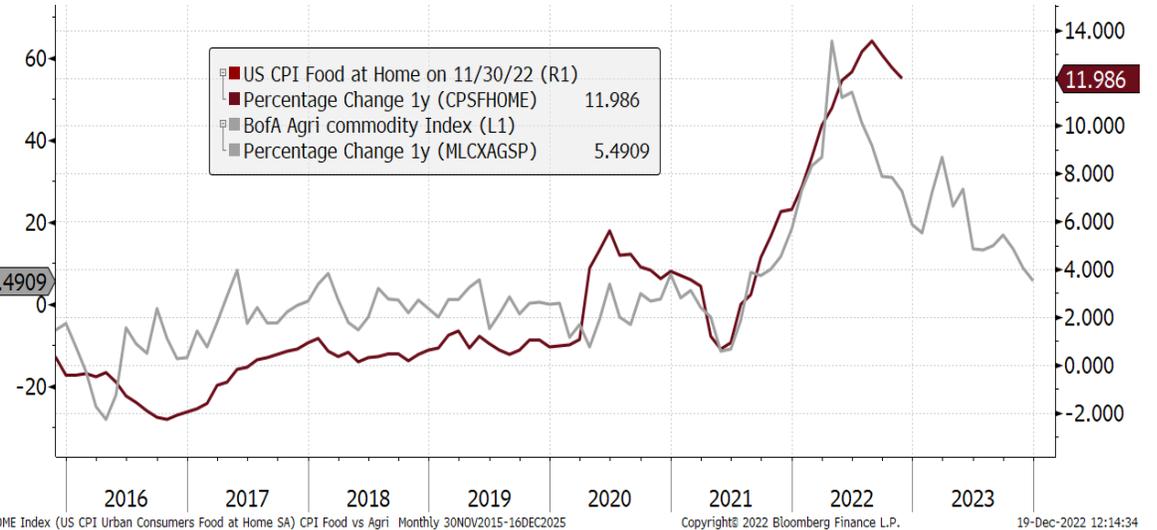
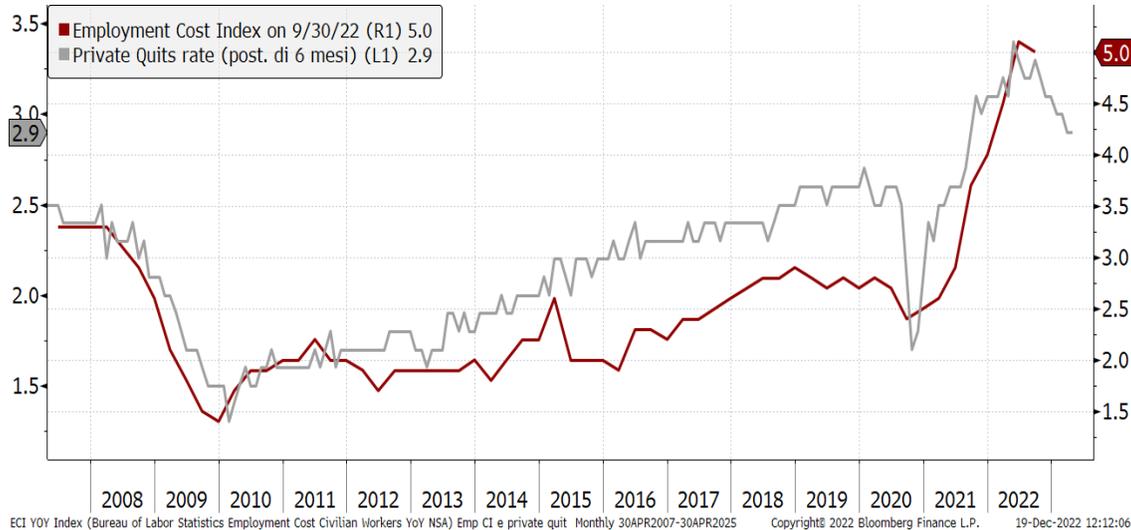
Inflazione: USA e Eurozona: «gemelli diversi»



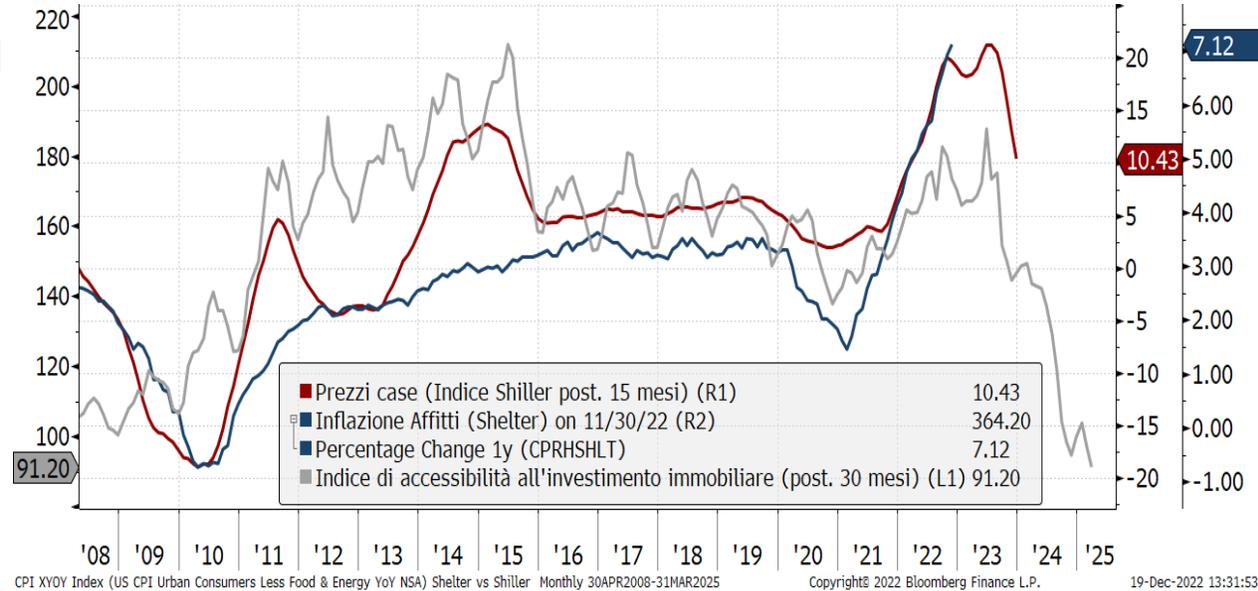
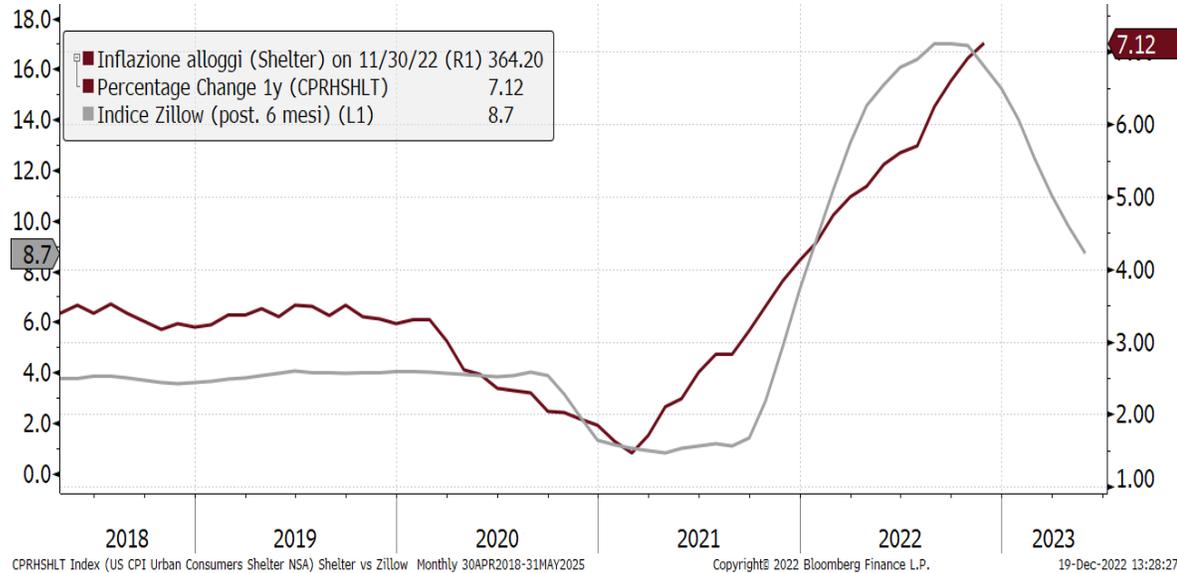
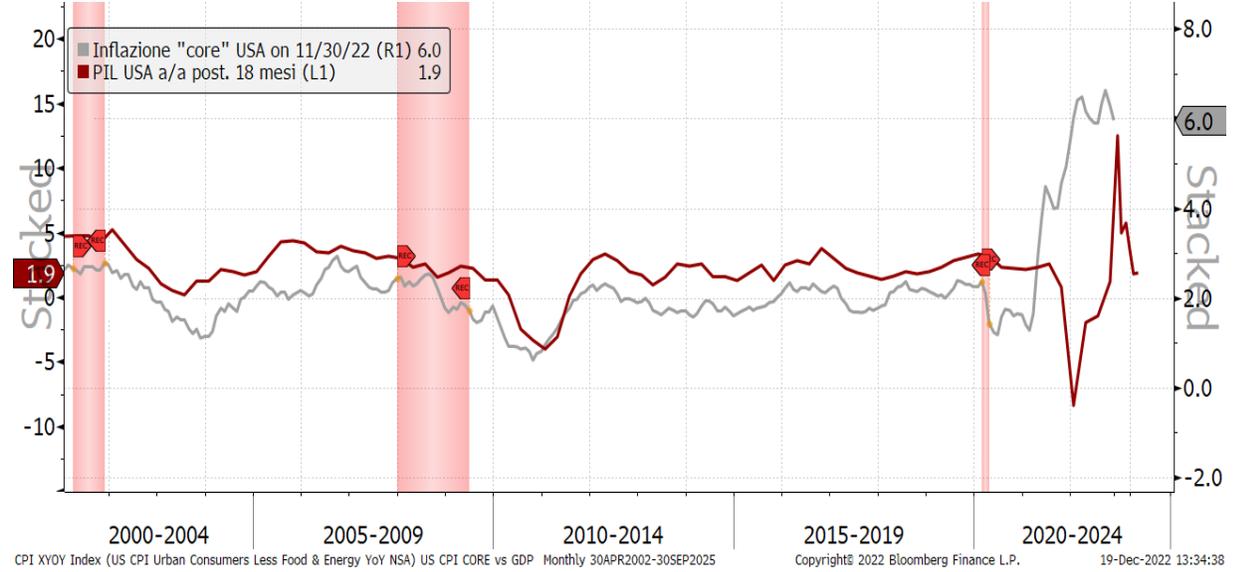
- L'inflazione USA è profondamente diversa da quella dell'Eurozona sia nelle determinanti che nell'andamento e nelle prospettive.
- **Negli Stati Uniti**, ha fatto il picco con quella *core* che, seppur in rallentamento, è tenuta elevata dalla componente dei costi legati alle abitazioni (i c.d. *shelter*). Quest'ultimo è un dato ritardato, destinato a consolidare verso il basso nel 2023.
- **In Eurozona**, l'accelerazione dell'inflazione è da ricollegare principalmente (circa i 2/3) alla componente energetica ed alimentare che stanno avendo importanti effetti contagio sulle altre componenti. Inoltre, a differenza degli USA, l'aumento dei prezzi alla produzione deve ancora in parte riflettersi sui prezzi al consumo.
- La conseguenza di quanto sopra riportato è una marcata decelerazione per l'inflazione USA che dovrebbe terminare il 2023 verso il 3% ed un graduale rallentamento di quella dell'Eurozona che dovrebbe mediamente rimanere intorno al 6% per terminare l'anno intorno al 4%.



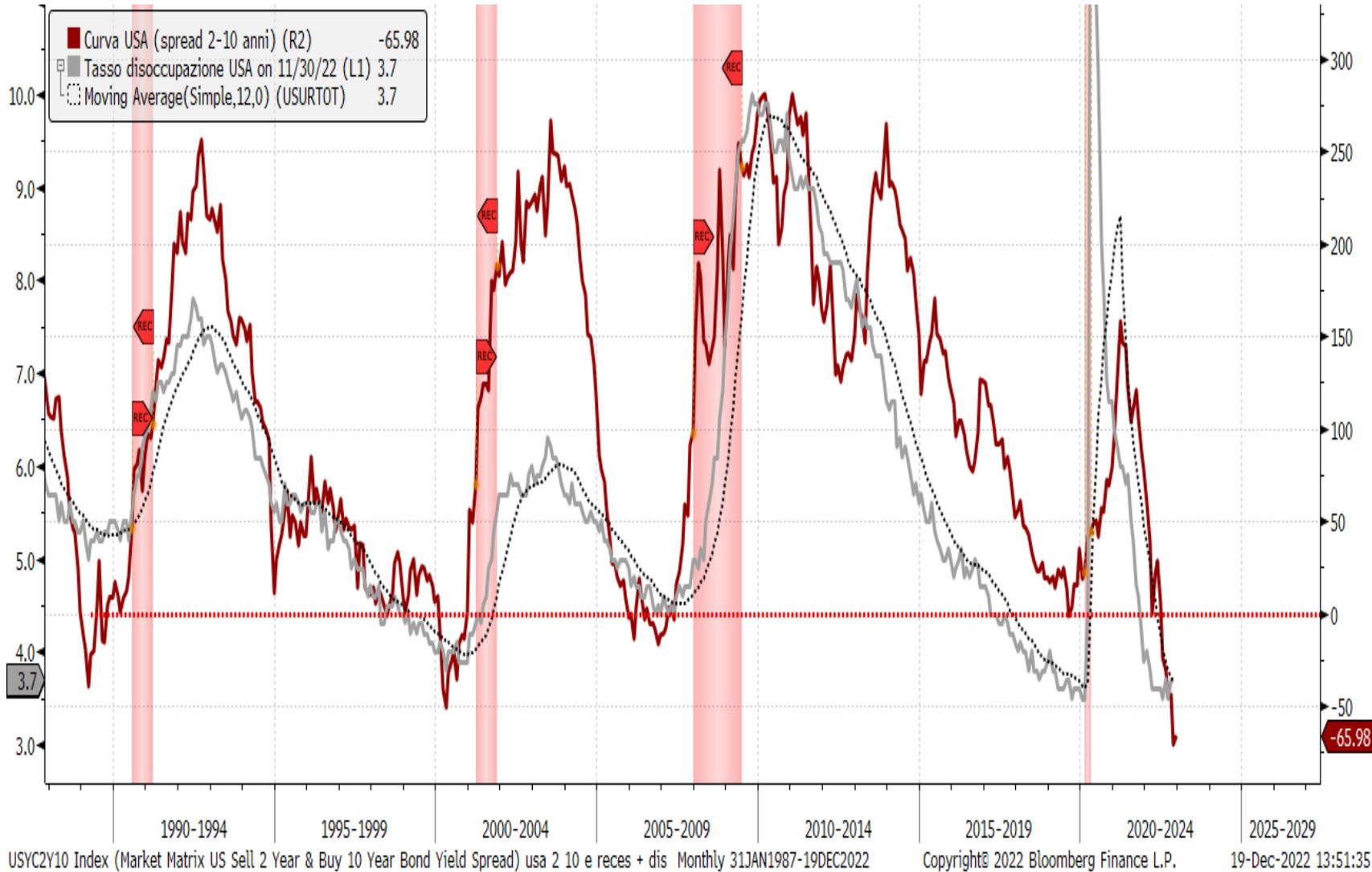
Inflazione USA: tutti in principali dati anticipano un ulteriore declino (1/2)



Inflazione USA: la Fed frena e crea i prodromi per la recessione 2023 (2/2)



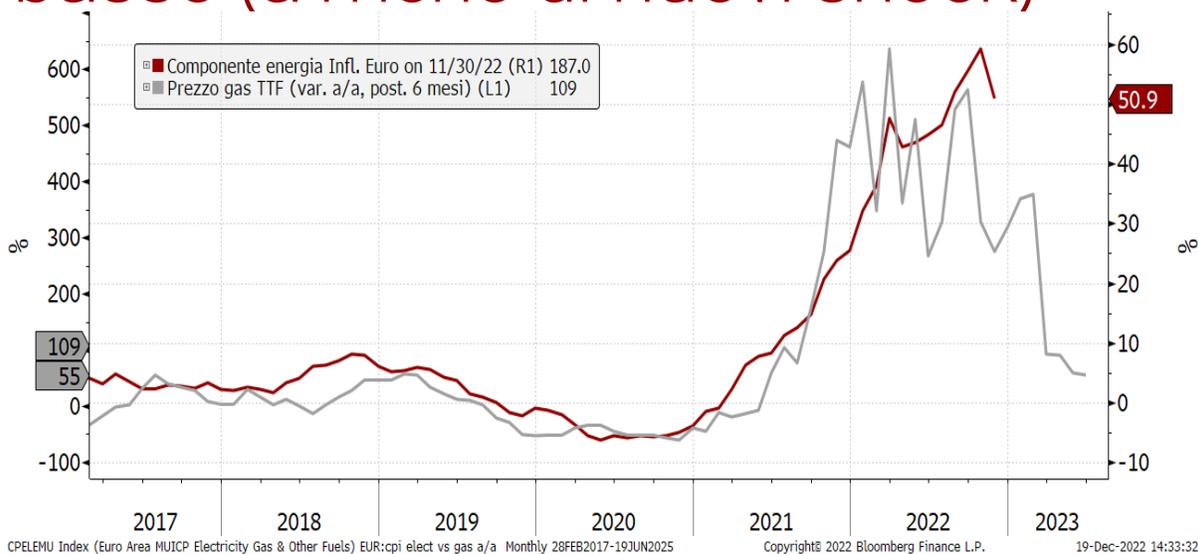
Economia USA: recessione quando la disoccupazione salirà sopra il 4%



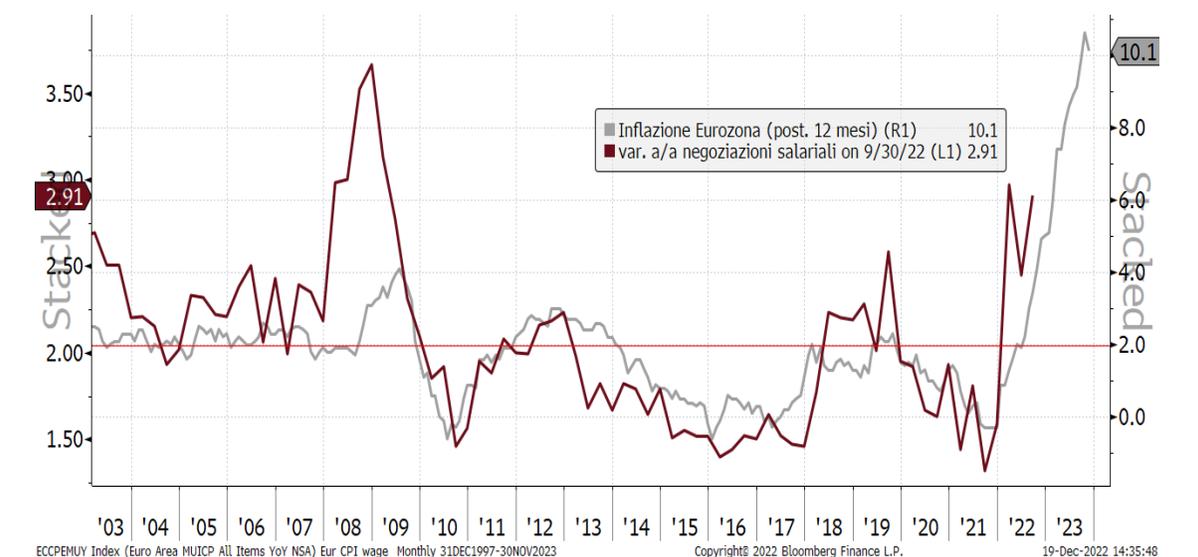
- La curva dei rendimenti statunitensi nel tratto 2-10 anni si è invertita al livello più negativo dal 1982 il che solleva la questione dell'errore di politica monetaria da parte della Fed e di un'inevitabile conseguente recessione dell'economia USA.
- Quest'ultima, guardando alla storia si realizzerà entro pochi mesi da quando il tasso di disoccupazione salirà stabilmente sopra la media mobile a 12 mesi. D'altro canto il mercato del lavoro è rimasto una delle poche note liete dell'economia a stelle e strisce, mentre il deterioramento si diffonde sempre più a manifattura, servizi e di recente ai consumi.



Inflazione Euro: l'effetto confronto la riporterà gradualmente verso il basso (a meno di nuovi shock)



- L'inflazione in Eurozona è in buona parte (circa i 2/3) conseguenza dell'accelerazione delle componenti energetica ed alimentare.
- La prima è attesa rallentare come effetto confronto dei prezzi principalmente del gas. Questi ultimi di recente sono tornati a scendere in maniera decisa grazie alle importazioni record di LNG, alle scorte che restano su livelli elevati e alle temperature più miti rispetto la media stagionale.



- La decelerazione sarà, tuttavia, **graduale** per l'effetto riassorbimento dei prezzi alla produzione e possibili effetti di secondo livello sui salari (cfr. grafico a fianco).



Banche Centrali: guidando con lo specchietto retrovisore



- ✓ Ci aspettiamo la conclusione del ciclo di rialzi nel primo trimestre 2023 con un *terminal rate* al 5%–5,25% in linea con la mediana dei Dots. A marzo l'evidenza del rallentamento delle pressioni inflazionistiche sarà tale da scoraggiare qualsiasi ulteriore intervento.
- ✓ Ritorno al taglio dei tassi a fine 2023 con la recessione in atto e 250-300 pb di taglio nei 12 mesi successivi.
- ✓ Stop al QT nello stesso periodo (prima solo in caso di tensioni o segnali disfunzionali nel mercato monetario)



- ✓ Come sopra con un *Terminal rate almeno al 3%* (altri 100-125 pb di rialzo totale dei tassi)
- ✓ La riduzione del bilancio (QT) continuerà con il reinvestimento parziale delle scadenze (15-20 Mld€ al mese) fino a fine anno.



- ✓ Ci aspettiamo che la BoJ porti il tasso di riferimento a 0% nella riunione di aprile.
- ✓ Successivamente un aumento del target yield a 0,25% con fluttuazione tra -0,25% e 0,75%.



Rischi allo scenario



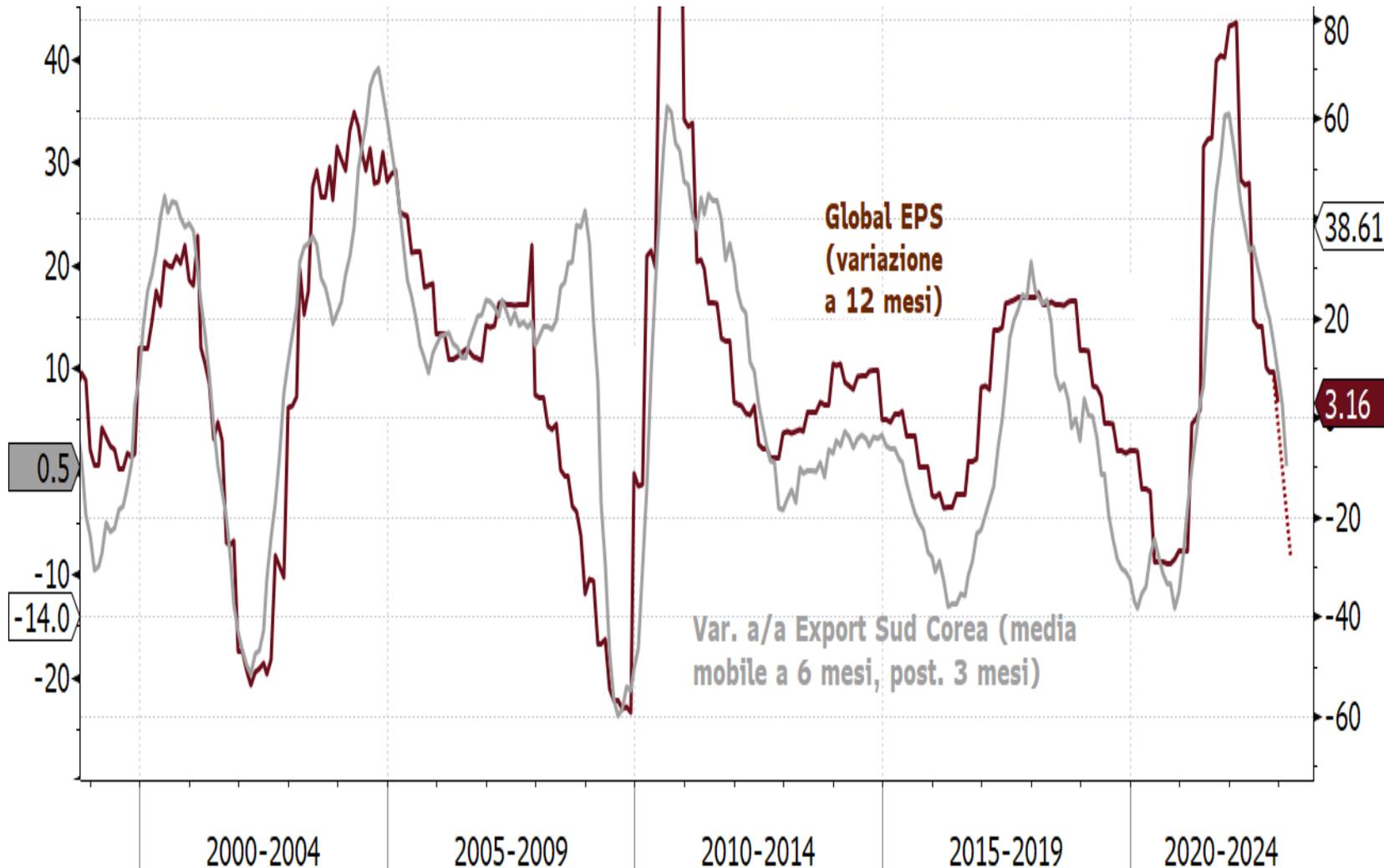
- **Inflazione perdurante:** rischio che, soprattutto, in Eurozona, l'inflazione rimanga più elevata più a lungo delle attese a causa di nuovi *shock* esogeni o degli effetti di secondo livello (i.e. aumenti salariali).
- **Rischi Geopolitici:** 1) incidente nucleare sul fronte Ucraina; 2) escalation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



AZIONARIO E TASSI



EPS globali ancora in contrazione



- La discesa dei mercati azionari quest'anno è stata determinata dal rialzo dei tassi e in parte riflette la decelerazione degli utili per azione (EPS).
- Tuttavia, a nostro avviso, il mercato ancora non incorpora completamente la contrazione degli EPS globali che vedremo nel 2023.

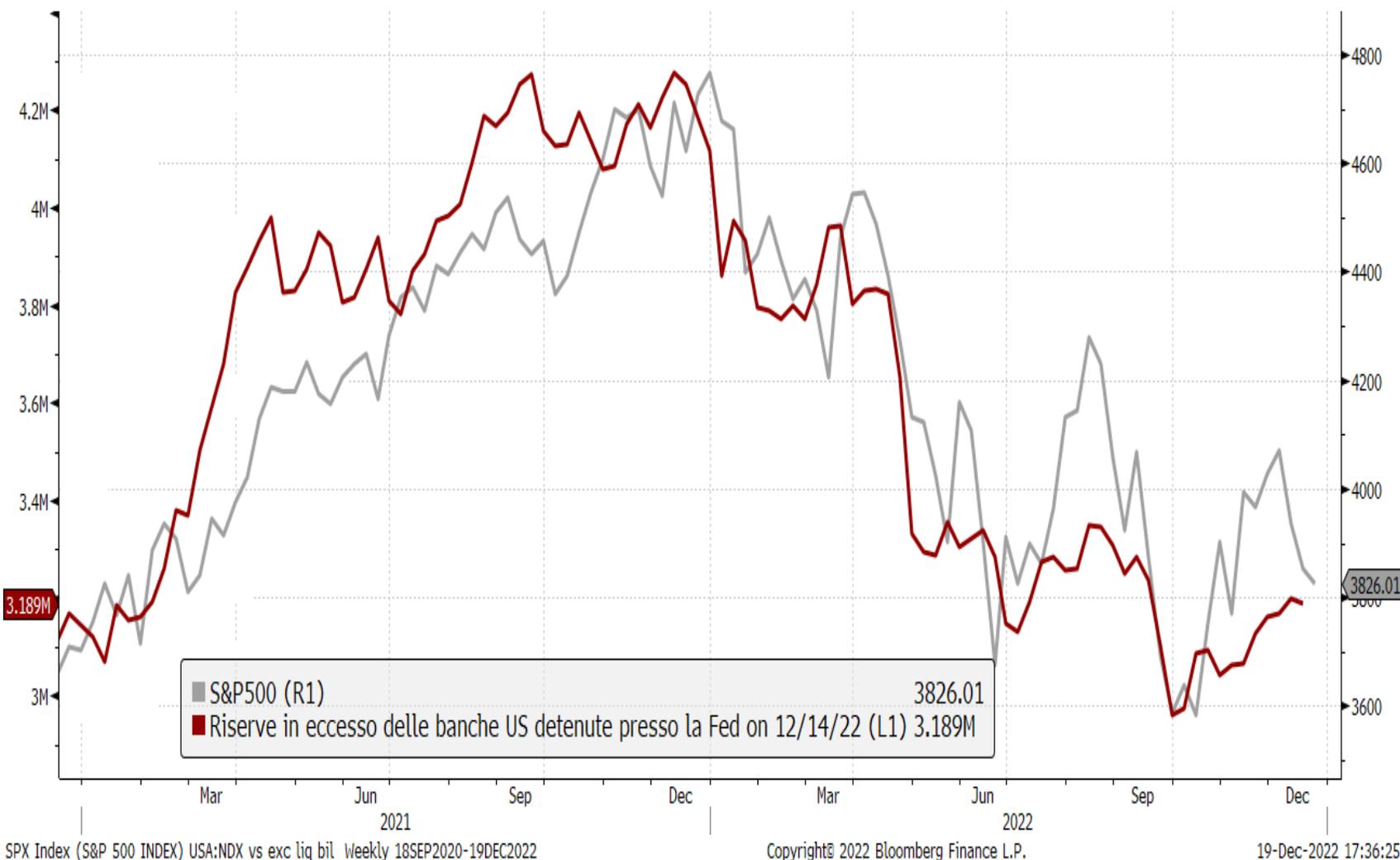
MXWD Index (MSCI ACWI Index) MSCI W EPS vs SK EXP Monthly 31OCT1998-28FEB2025

Copyright© 2022 Bloomberg Finance L.P.

19-Dec-2022 16:08:38



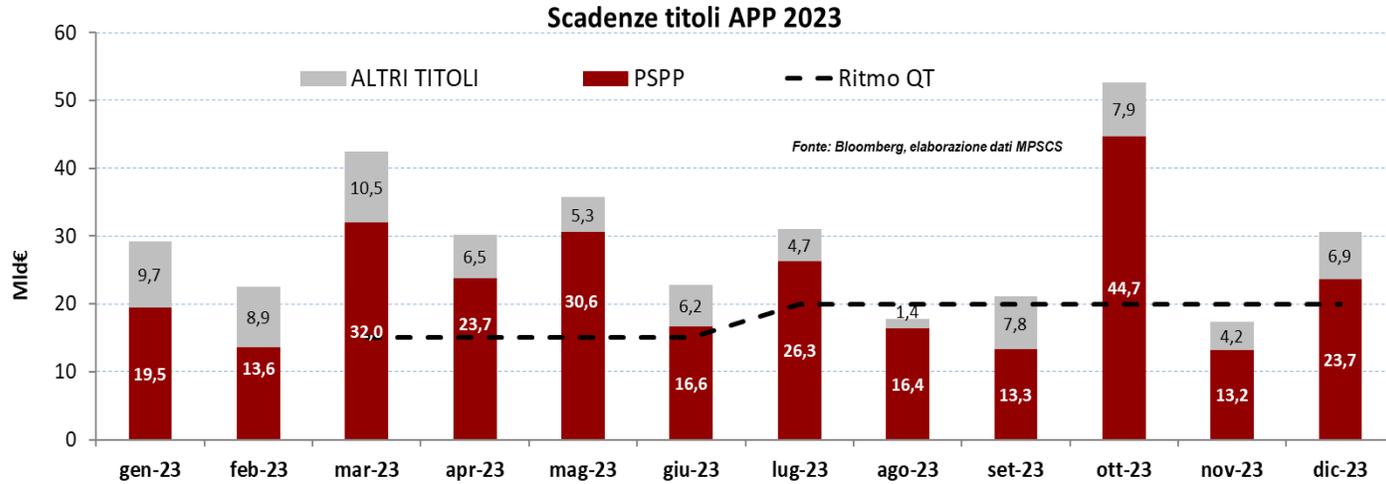
Azionario: cautela finché i bilanci delle BC si restringono ...



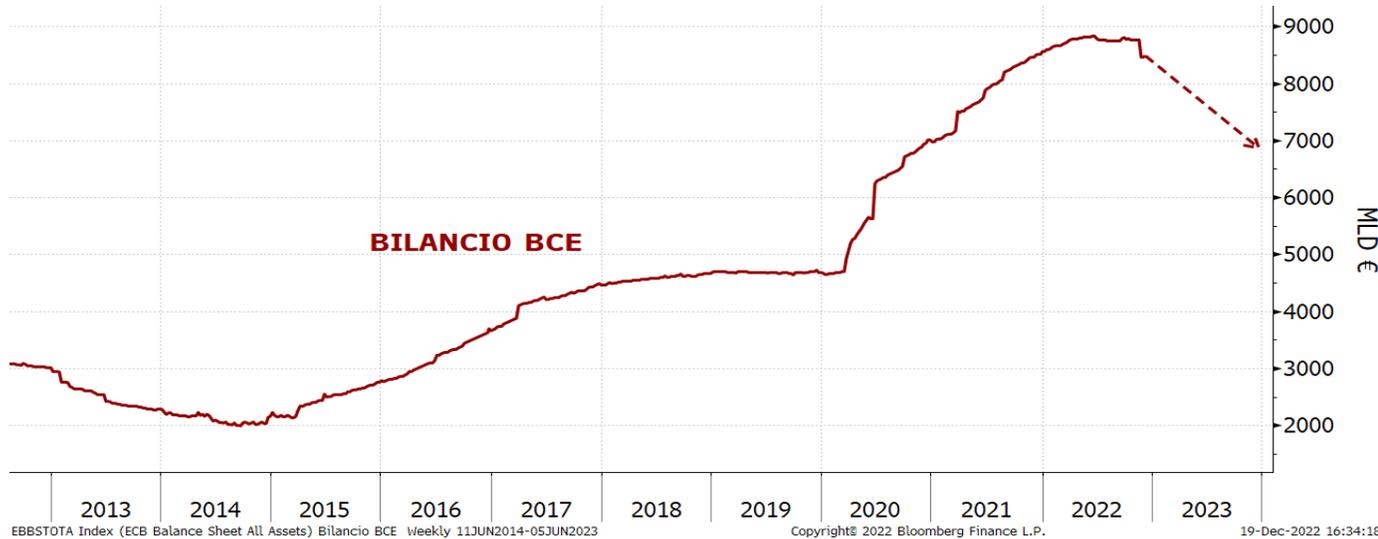
- Da quando (con la Grande Crisi Finanziaria del 2008) le banche centrali sono diventate arbitro protagonista della partita sui mercati finanziari, il **loro bilancio ha svolto un ruolo primario** nel determinare la salita e discesa soprattutto dei listini azionari.
- Con il *quantitative tightening* avviato dalla Fed e in fase di lancio da parte della BCE, la marea di liquidità che ha sostenuto i mercati si ritirerà ulteriormente su valori ancora più bassi.
- Solo la svolta (c.d. *pivot*) nell'atteggiamento delle banche centrali potrà cambiare il quadro.



BCE: circa 1000 Mld€ di drenaggio liquidità nel 2023



Fonte: BCE, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html>

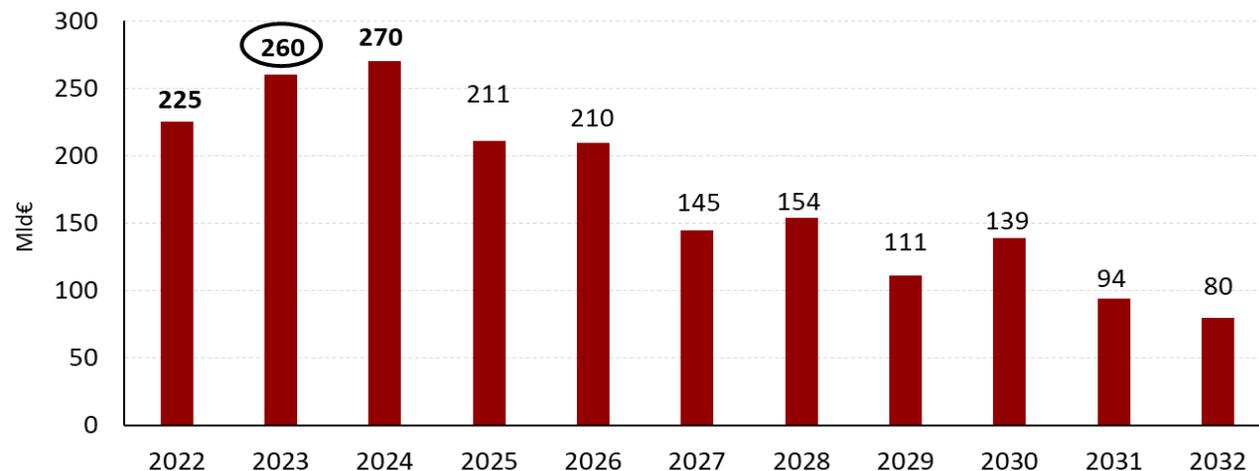


- La BCE ha iniziato il processo di riduzione del proprio bilancio in questa parte finale del 2022 per effetto del rimborso anticipato/scadenza delle operazioni TLTRO per circa 800 Mld€. La fase di riduzione dovrebbe proseguire nel corso del prossimo anno per effetto sia della scadenza naturale delle operazioni TLTRO lanciate nel 2020, che per effetto della partenza del *Quantitative tightening* (QT) a marzo 2023 ad un ritmo iniziale di 15 Mld€/mese fino alla fine del 2° trimestre.
- Riguardo alle operazioni TLTRO, nel 2023 scadranno 811 Mld€, di cui oltre il 75% (632 Mld€) riferibili all'operazione *monstre* del giugno 2020. Una parte consistente potrebbe essere rimborsata anticipatamente già nel primo trimestre del prossimo anno considerate le condizioni peggiorative. Inoltre, a questa cifra, si potrebbero aggiungere anche i rimborsi anticipati di una parte dei 506 Mld€ in scadenza nel 2024.
- Riguardo al QT, il ritmo da 15 Mld€ iniziale potrebbe essere aumentato a 20 Mld€ a partire dal mese di luglio e mantenuto tale fino alla fine del 2023. La partenza del QT ha per lo più una funzione simbolica e gli stessi membri della BCE hanno sempre dichiarato che dovrà essere un processo molto graduale, questo per evitare a nostro avviso un ritorno del rischio frammentazione (i.e. allargamento eccessivo degli spread). Il QT **dovrebbe in tutto drenare circa 180 Mld€** dall'Eurosistema che aggiunti agli 811 (soglia minima) delle TLTRO portano ad un totale di circa 1.000 Mld€. **Il bilancio BCE pertanto dovrebbe tornare sotto i 7.000 Mld€ a fine 2023.**



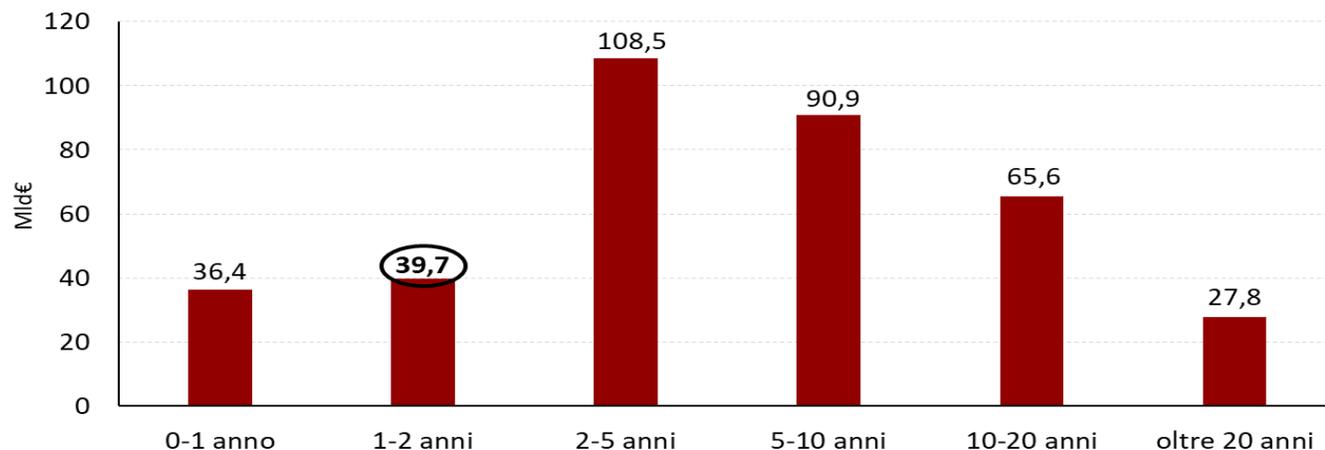
BTP: «maturity wall» nel 2023

SCADENZE TITOLI DI STATO ITALIA M/L termine



Fonte: MEF, https://www.dt.mef.gov.it/it/debito_pubblico/dati_statistici/scadenze_titoli_suddivise_anno/

PORTAFOGLIO PSPP BANKIT



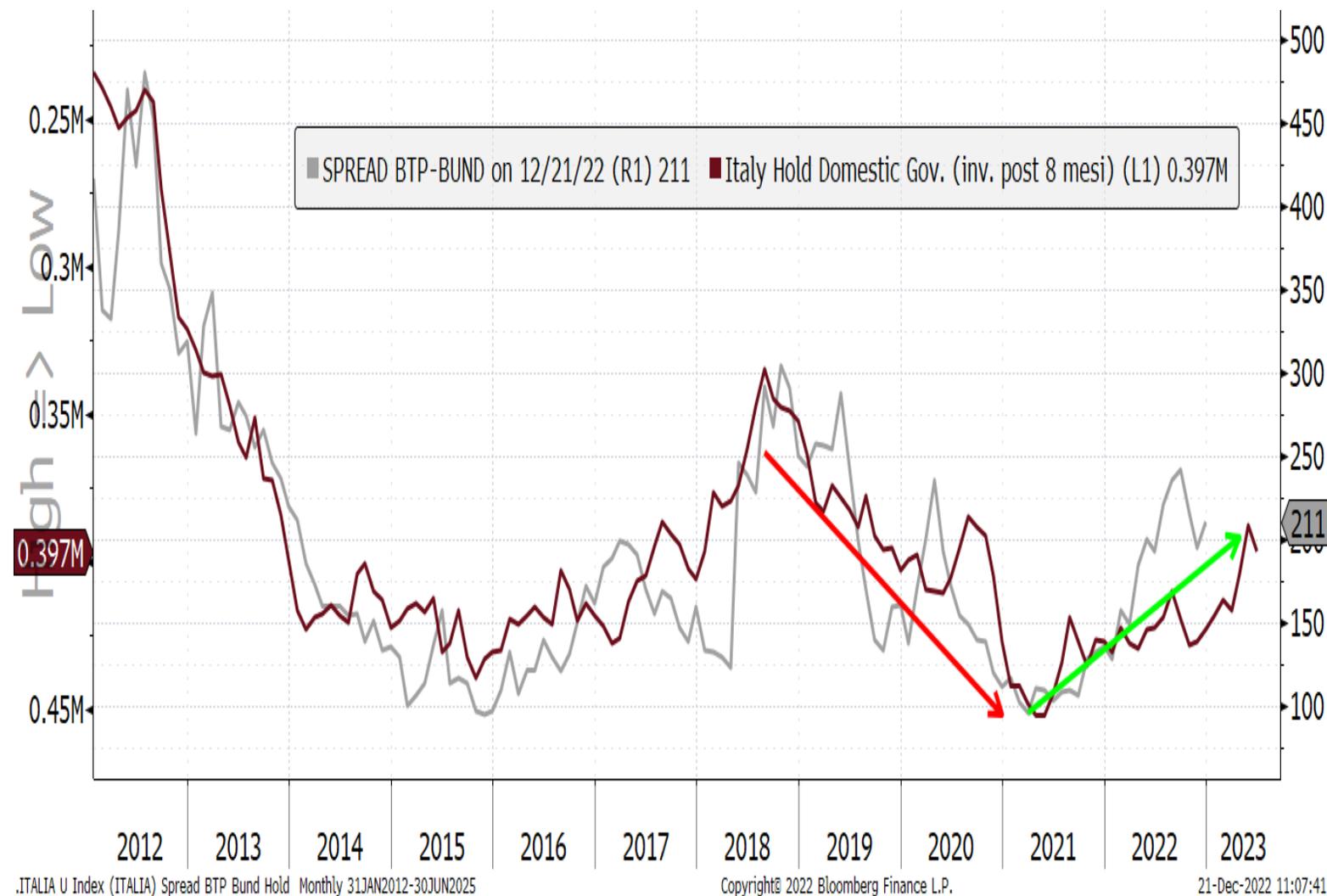
Fonte: Bankit, [bilancio annuale 2021](#)

➤ Il 2023 (soprattutto l'inizio) sarà particolarmente delicato sul fronte dell'offerta di titoli di stato italiani. In effetti, il Tesoro dovrà rifinanziare circa **260 Mld€ di titoli in scadenza** (un ammontare consistente se si confronta con i circa 225 Mld€ che erano in scadenza quest'anno) oltre al deficit aggiuntivo (pari a circa 90 Mld€). Tutto quanto sopra considerato al netto dei trasferimenti del PNRR (circa 20-25 Mld€) dovrebbe portare ad **emissioni intorno ai 320 Mld€** di titoli di medio lungo termine, con rischio di revisione al rialzo qualora la congiuntura economica dovesse risultare negativa più negativa delle attese. Ricordiamo infatti che nel Nadef il Governo ha previsto per il 2023 una crescita reale dello 0,6%.

➤ A rendere il contesto ancor più sfidante, il fatto che le pressioni sull'offerta si inseriscono in un contesto in cui la domanda probabilmente sarà più debole. In primis per il **minor supporto BCE** che verrà gradualmente meno vista la partenza del *Quantitative Tightening*. Stando ai dati forniti da Bankit, l'ammontare dei **titoli italiani in scadenza all'interno del portafoglio PSPP** ammonta per il 2023 a circa **40 Mld€**, di cui circa una metà non dovrebbe essere reinvestita.



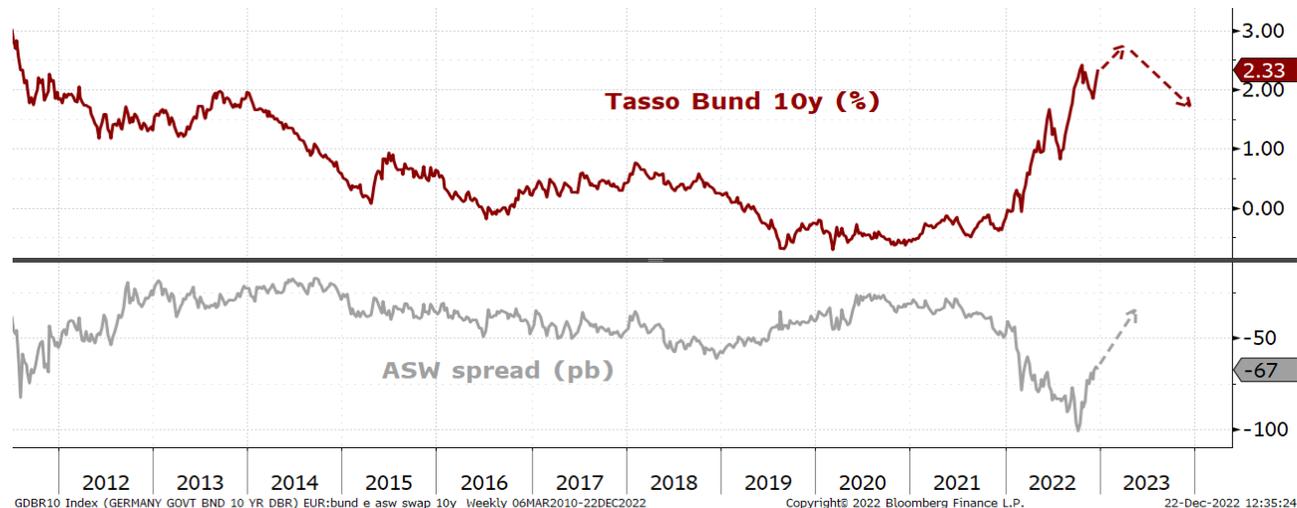
BTP: gli investitori domestici, per ora, non accumulano



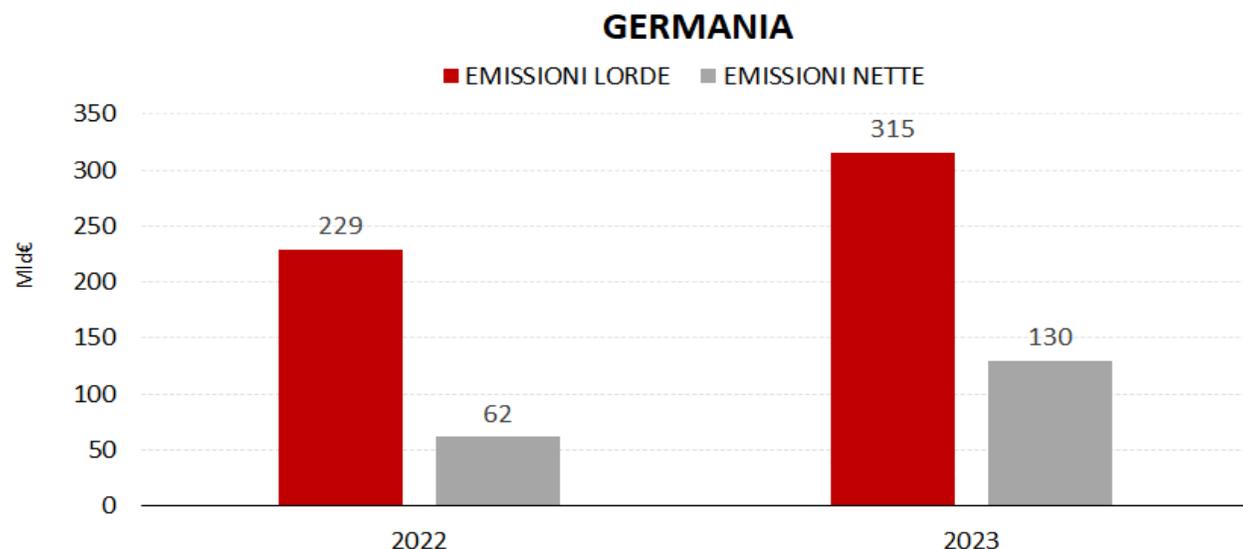
- Anche il trend di decumulo degli gli investitori domestici non sembra dare, almeno per il momento, segni di inversione (cfr. grafico a sinistra). Storicamente questa situazione si è accompagnata ad un allargamento dello spread.
- Il combinato disposto di maggiore offerta e domanda debole in un contesto di BCE ancora aggressiva, dovrebbe portare ad un'ulteriore gamba rialzista sui rendimenti BTP (decennale verso i recenti massimi in area 5%) e ad un ulteriore allargamento dello spread (Btp-Bund verso i 250 pb) nella primissima parte dell'anno.
- Successivamente, in ottica fine 2023 il decennale BTP dovrebbe tornare a quotare intorno al 4%.



Bund: normalizzazione dell'asset swap spread nel 2023



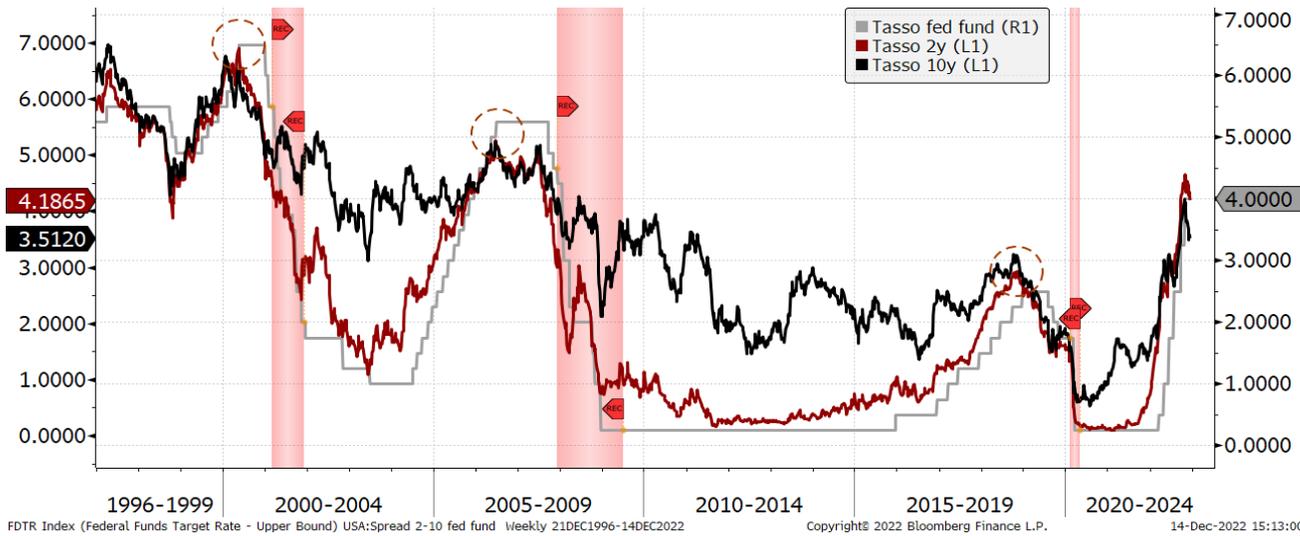
- Il primo trimestre del prossimo anno potremmo ancora assistere ad un'ultima gamba rialzista dei rendimenti **Bund** verso i recenti massimi conseguente a: 1) atteggiamento della BCE ancora *hawkish* in un contesto di inflazione ancora elevata e recessione leggera; 2) *repricing* degli operatori in vista della partenza del QT a marzo; 3) forte offerta in arrivo sul M/L termine (oltre i 315 Mld€ vs i 230 Mld€ di quest'anno)
- Superata questa **prima fase di rialzo** che potrebbe riportare il rendimento vs i recenti massimi (con possibile *overshooting* in area 2,75%), il rendimento del decennale dovrebbe iniziare la fase di inversione che potrebbe riportarlo verso area 1,8%.
- Nel **2023**, inoltre, si dovrebbe assistere ad una normalizzazione dell'*asset swap spread* che quest'anno si è spinto fino a -100 pb a causa della scarsità di collaterale conseguente agli ingenti acquisti BCE effettuati col PEPP. Nel 2023, infatti, questa problematica dovrebbe in parte risolversi considerato: 1) forte aumento delle emissioni nette (circa 130 Mld€); 2) riduzione della carta detenuta dalla BCE con il QT; 3) scadenza delle operazioni TLTRO che libereranno circa 390 Mld€ (dati a fine 3°T 2022) di titoli governativi dell'Eurozona utilizzati come collaterale. Pertanto lo spread dovrebbe normalizzarsi e tornare a scambiare sui livelli visti negli ultimi dieci anni sopra i -50pb.



Fonte: Ministero delle finanze [Deutsche Finanzagentur: Home - Deutsche Finanzagentur \(deutsche-finanzagentur.de\)](https://www.deutsche-finanzagentur.de)



Treasury: dal «bear flattening» al «bull steepening»



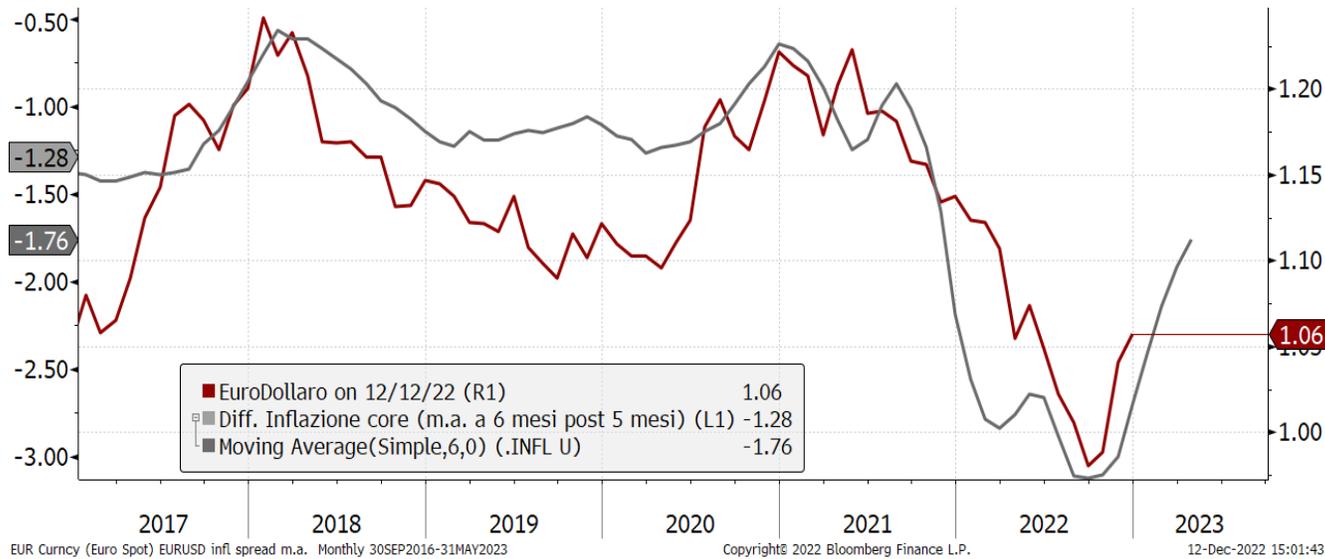
- La salita dei rendimenti governativi USA potrebbe essere nella sua fase finale considerato che il deciso rallentamento dell'inflazione USA dovrebbe portare la Fed a interrompere il ciclo di rialzi entro marzo 2023.
- Storicamente, è proprio in prossimità dell'ultimo rialzo dei tassi che i rendimenti, sia sul 2 che sul 10 anni hanno fatto registrare il picco (vedi fig.). Pertanto, sebbene nel primo trimestre potremmo ancora assistere ad un'ultima gamba rialzista dei rendimenti verso i massimi visti nel corso di quest'anno, a partire dalla primavera in avanti, ovvero quando sarà più evidente il rallentamento della componente affitti (che oggi frena una discesa più decisa dell'inflazione core), dovremmo assistere ad un inversione del trend.
- La curva 2-10 dovrebbe tuttavia mantenersi in territorio negativo per gran parte dell'anno, considerato l'atteso *stand-by* della Fed. Solo nella parte finale dell'anno, il movimento di *bull steepening* (curva in irripidimento con tassi di rendimento in calo) potrebbe prevalere, ovvero quando il rallentamento dell'inflazione sarà più evidente così come il deterioramento della crescita e del mercato del lavoro. In quel contesto il rendimento decennale treasury è atteso tornare verso il 3% o anche sotto.
- Indicazioni in tal senso ci giungono già dallo spread di curva 10-30, che storicamente anticipa di circa 8 mesi l'evoluzione del 2-10 (vedi fig.)
- Ricordiamo, inoltre, che il Tesoro americano quest'anno non beneficerà dei trasferimenti da parte della Fed degli utili ottenuti dal proprio portafoglio titoli, che risulta in perdita per effetto del rialzo dei rendimenti. Tale somma ammontava a **107,4 Mld\$** lo scorso anno.



VALUTE



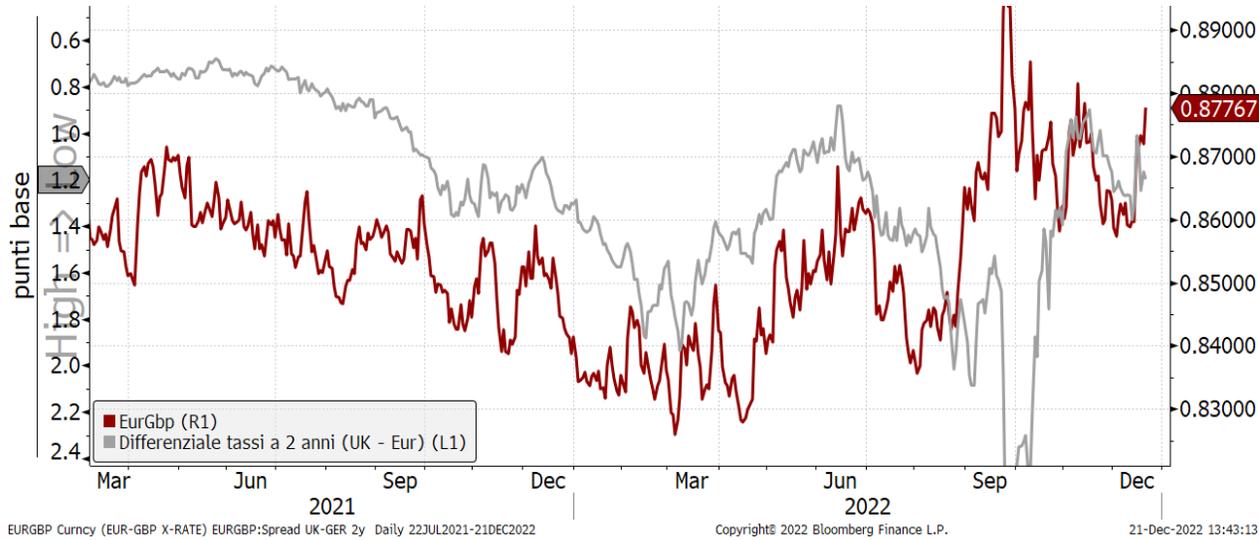
Eurodollaro: il differenziale di inflazione anticipa un ulteriore rialzo



- Il **differenziale di inflazione core** tra le due sponde dell'Atlantico (con quella dell'eurozona più resistente) ha anticipato una BCE in termini relativi più aggressiva delle aspettative, il che si è riflesso sull'importante recente risalita del cambio eurodollaro.
- Il movimento è stato talmente rapido e forte che potrebbe richiedere una pausa di riflessione anche considerato che le aspettative sui rialzi Fed si sono sensibilmente (a nostro avviso troppo) ridotte e probabilmente con l'inizio dell'anno dovranno essere riprezzate. Il mercato sui fed funds prezza infatti un terminal rate al 4,86% (dati al 21 dicembre), 25-50 pb sotto quella che è l'indicazione della Fed.
- **Qualsiasi discesa del cambio è, a nostro avviso, un'occasione per vendere dollari**, considerato che sia il differenziale di inflazione che le prospettive per la fine dell'anno indicano un probabile ulteriore allungo del cambio **sopra 1,10**.
- In effetti, secondo la teoria del *dollar smile*, il biglietto verde tende a deprezzarsi quando l'economia USA rallenta più del resto del mondo e la Fed torna a tagliare i tassi che è quello che ci aspettiamo per la fine del 2023.
- Lo **scenario di rischio** è rappresentato da un nuovo shock esogeno (esacerbazione conflitto, nuova crisi energetica, etc.) o da una recessione in Eurozona più profonda del previsto che porterebbe la BCE e frenare sui rialzi.



Euro/Sterlina: atteso ritorno verso 0,90



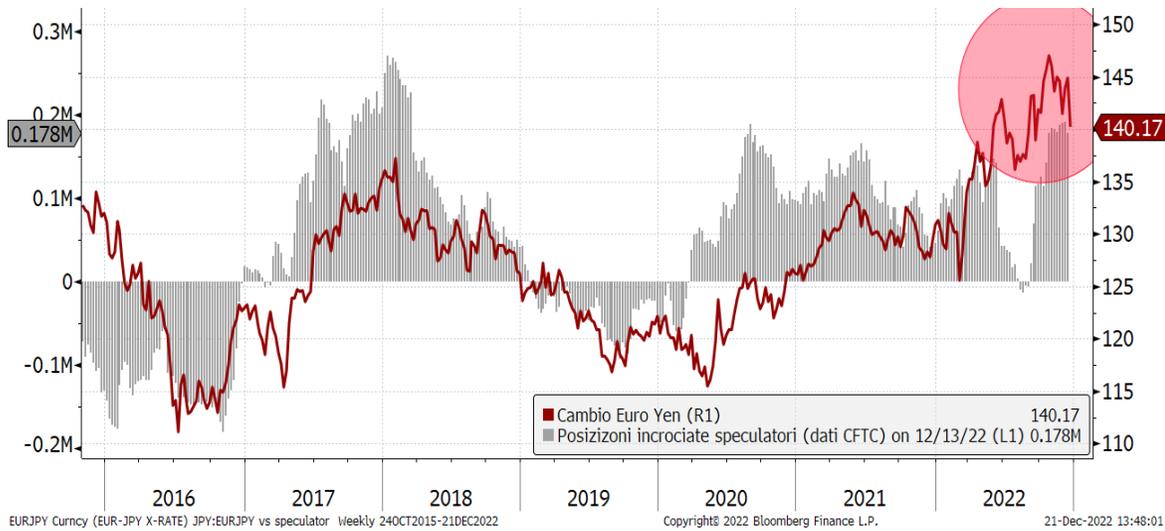
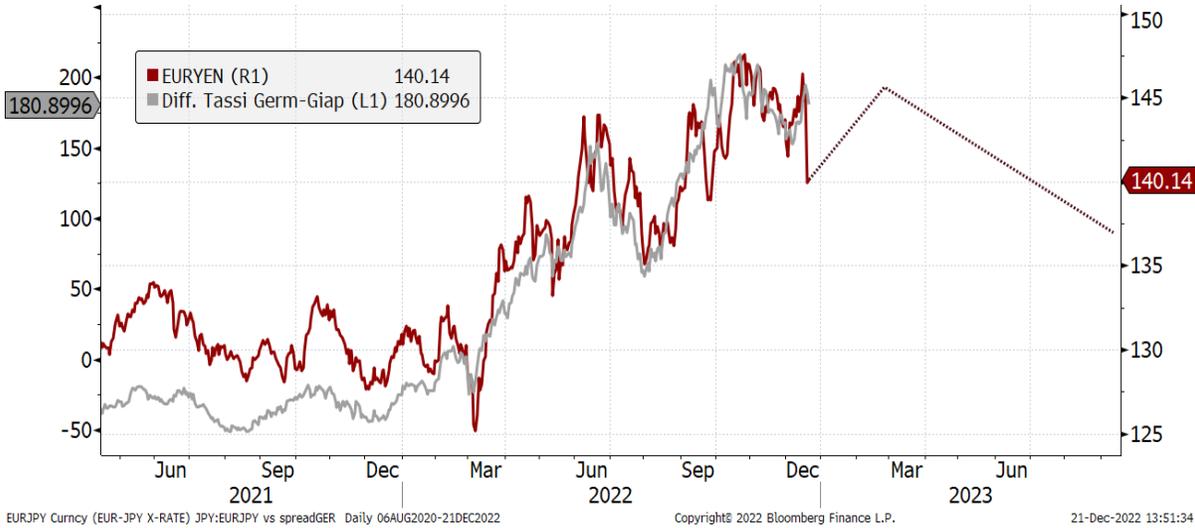
- In questo 2022 il cambio EurGbp si è mosso in linea con il differenziale dei tassi di rendimento (con quello a 2 anni proxy della politica monetaria). L'eccezione è stata rappresentata dal periodo settembre-ottobre con la crisi generata dal piano fiscale del governo Truss e l'intervento della BoE per arginare i problemi di liquidità dei fondi pensione conseguenti alla svendita di Gilt.
- Sul fronte macro l'economia britannica si presenta relativamente più debole di quella dell'Eurozona. Il PIL del terzo trimestre è già in contrazione (-0,3% t/t da 0,1%) e gli indicatori prospettici (PMI manifatturiero e servizi) restano sotto 50. L'inflazione a dicembre si è portata al 10,7% dopo l'11,1% di novembre e quella core in rallentamento al 6,3%, ma comunque su livelli elevati visti in precedenza solo nel 1992.



- La BoE ha proseguito il percorso di rialzo dei tassi effettuando a dicembre un "dovish hike" ovvero aumentato i tassi, come da attese, di 50pb, ma con diverse divisioni al proprio interno e con ben due membri favorevoli a lasciare i tassi fermi.
- Per il 2023 il cambio è atteso continuare a muoversi con il differenziale tassi che a nostro avviso si restringerà a favore dell'euro in scia a :1) crescita economica relativamente più debole dell'Eurozona; 2) BoE relativamente più dovish della BCE; 3) ritorno dell'attenzione sul tema Brexit. Il cambio EurGbp, pertanto, dopo una partenza d'anno intorno ai valori attuali è atteso tornare a puntare area 0,90, con possibilità di spingersi fino ai massimi di ottobre di quest'anno in area 0,92.



EuroYen: comanda il differenziale di rendimenti



- Per buona parte del 2022 il cambio **EurJpy** si è mosso in linea con il differenziale tassi di rendimento, fino a quando la **BoJ**, sorprendendo il mercato, ha allargato la banda di oscillazione sul decennale da 25pb a +/-50pb. Ufficialmente si tratta di una scelta per migliorare l'efficienza del mercato, ma di fatto la mossa è stata interpretata dal mercato come l'inizio della fine del controllo della curva (YCC) e prodromico ad un possibile rialzo dei tassi nel 2023 dopo la fine del mandato del governatore Kuroda (ad aprile).
- Il cambio EurJpy che si è spinto fino a quota 140, ma sulla base del differenziale dei tassi tra Germania e Giappone il *fair value* del cambio sarebbe ancora intorno ad area 145. Quindi nei primissimi mesi del 2023 è possibile un rimbalzo verso quell'area (considerata anche la nostra view sui rendimenti dell'Eurozona), ma questa sarebbe a nostro avviso solo un'occasione per acquistare yen che potrebbe essere una delle migliori valute 2023.
- A favore di un apprezzamento della valuta nipponica vi è anche il **posizionamento speculativo** che sebbene distante dai massimi storici di inizio 2018, si colloca su livelli che in passato hanno supportato un apprezzamento dello yen.
- Pertanto il cambio **EurJpy** è atteso tornare verso area 134 entro fine 2023.



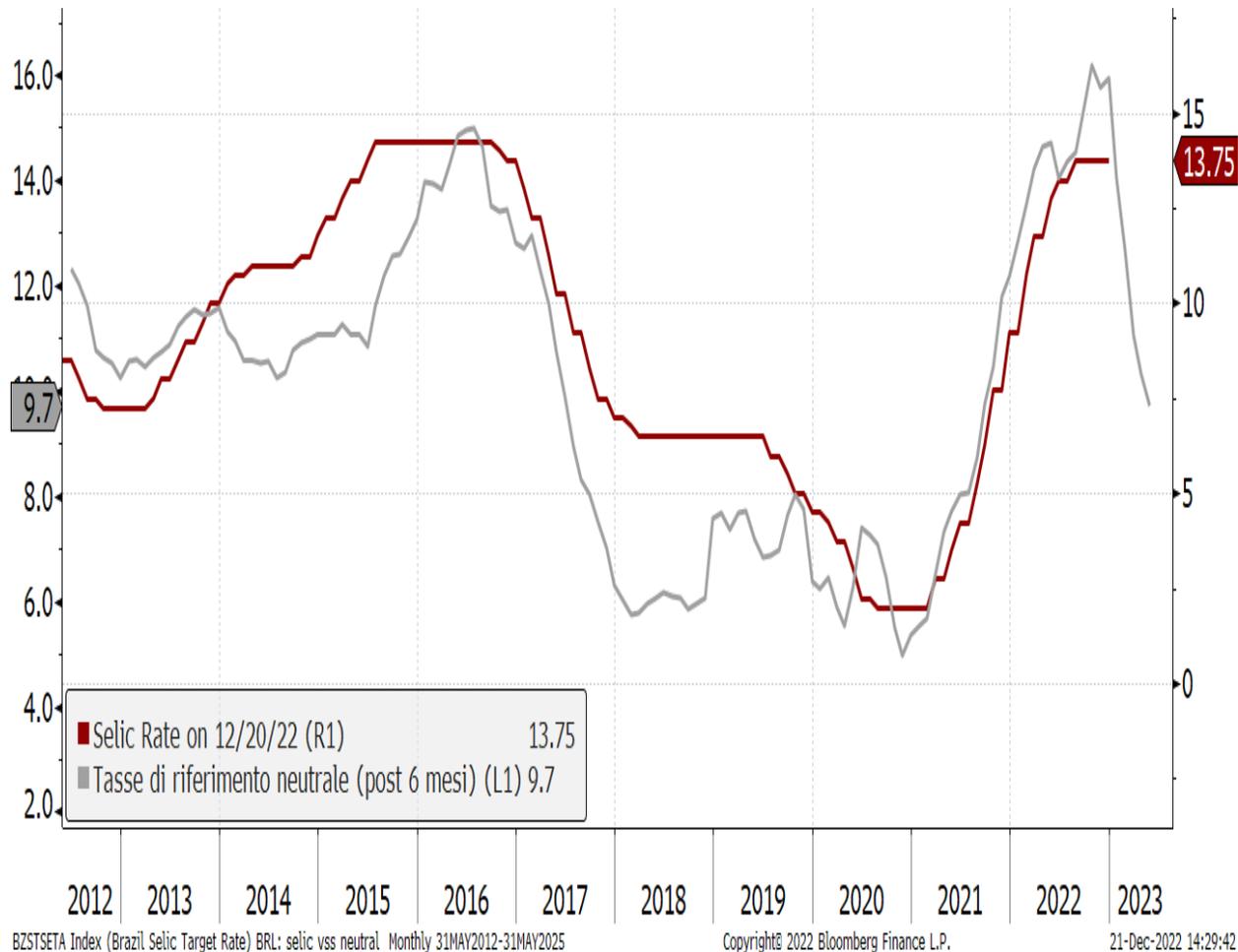
Yuan: atteso in deciso rafforzamento vs \$ dalla primavera 2023 in poi



- Nel 2022 si è concretizzato l'atteso deprezzamento dello yuan con il cross verso dollaro salito fin sopra il 7,3, massimi dal 2008. La debolezza è da ricondurre a quella dell'economia a causa della crisi immobiliare e delle misure di contenimento del Covid, con una Banca centrale accomodante.
- Recentemente il governo ha annunciato un allentamento della politica Zero-Covid a seguito delle numerose manifestazioni di insofferenza nel Paese. Tale decisione, tuttavia, è messa alla prova dal sensibile rialzo dei contagi.
- **Sul fronte economico** i continui *lockdown* hanno portato ad un forte peggioramento dell'economia con i PMI manifatturiero e servizi in contrazione, mentre l'inflazione è rallentata scendendo decisamente sotto il 2%, con i prezzi alla produzione (affidabile anticipatore) addirittura in contrazione. In tale contesto, il governo ha messo in campo varie misure a sostegno dell'economia e soprattutto del settore immobiliare in profondo rosso, con la banca centrale che ha fatto la sua parte riducendo il tasso sulla riserva obbligatoria.
- **In prospettiva** crediamo che continui a rimanere valida la relazione del cross verso dollaro con il **credit impulse** (posticipato di 15 mesi). Se questa idea si rivelerà corretta, il **cambio Usd/Cny, nel corso del 2023** (in particolare dalla primavera) è **atteso tornare a scendere verso area 6,80** e il **cambio EurCny (data la view sull'eurodollaro) salire in area 7,8**.



Real: atteso in tendenziale deprezzamento



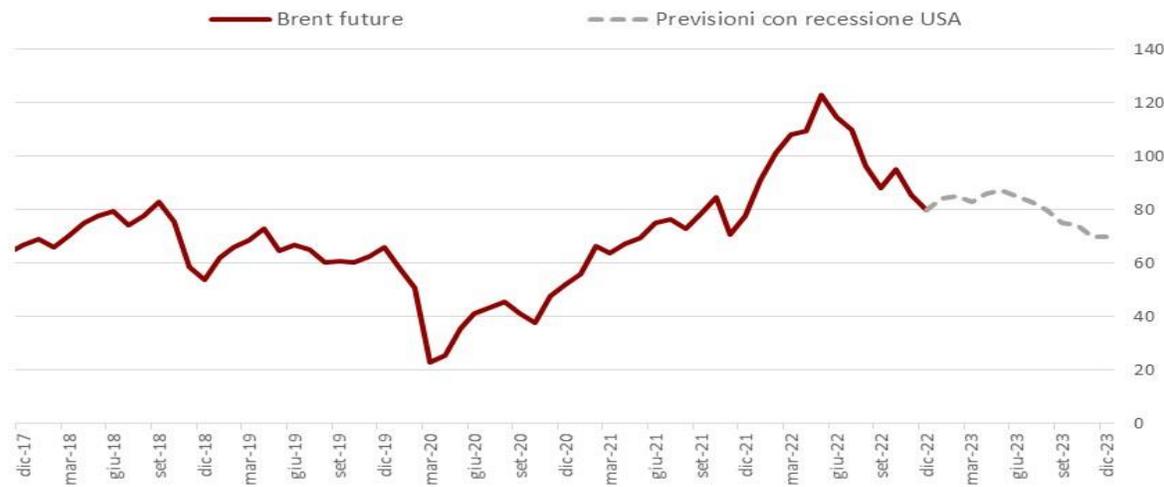
- Il **real** si appresta a chiudere il 2022 al primo posto sul podio come migliore valuta dell'anno. L'apprezzamento è da imputare principalmente alla politica monetaria super-restrittiva della Banca centrale che a partire da marzo 2021 ha portato i tassi dal 2% al 13,75%. Ciclo di rialzo che però si è interrotto ad agosto in scia, principalmente, al deciso rallentamento dell'inflazione in contesto di indebolimento dell'economia.
- Il cambio **EurBrl** dopo aver toccato il minimo a 4,95 ad inizio novembre è tornato a salire in scia ai timori legati ad un forte aumento della spesa da parte del Governo di Lula per dare seguito alle promesse elettorali.
- Per il 2023 ci attendiamo un ritorno di **tendenziale debolezza della valuta brasiliana** con la Banca centrale che, per far fronte alla debolezza dell'economia in un contesto di inflazione in rallentamento, tornerà a tagliare i tassi in linea con quanto anticipato dal tasso neutrale (cfr. grafico a sinistra).
- In tale contesto il cambio EurBrl è atteso tornare **verso 6,40**.



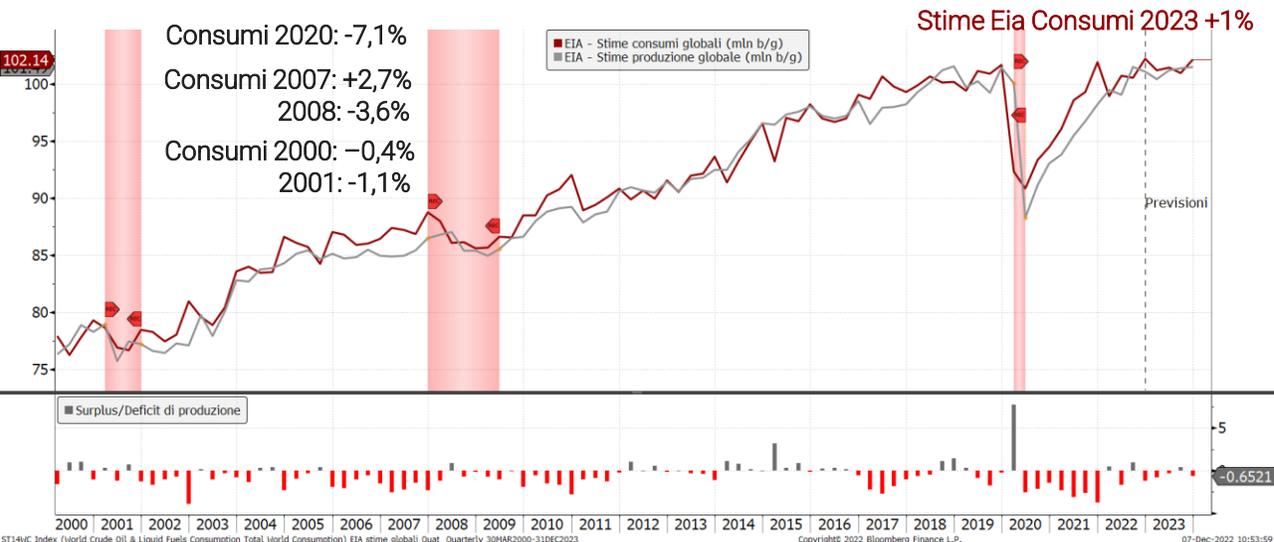
MATERIE PRIME



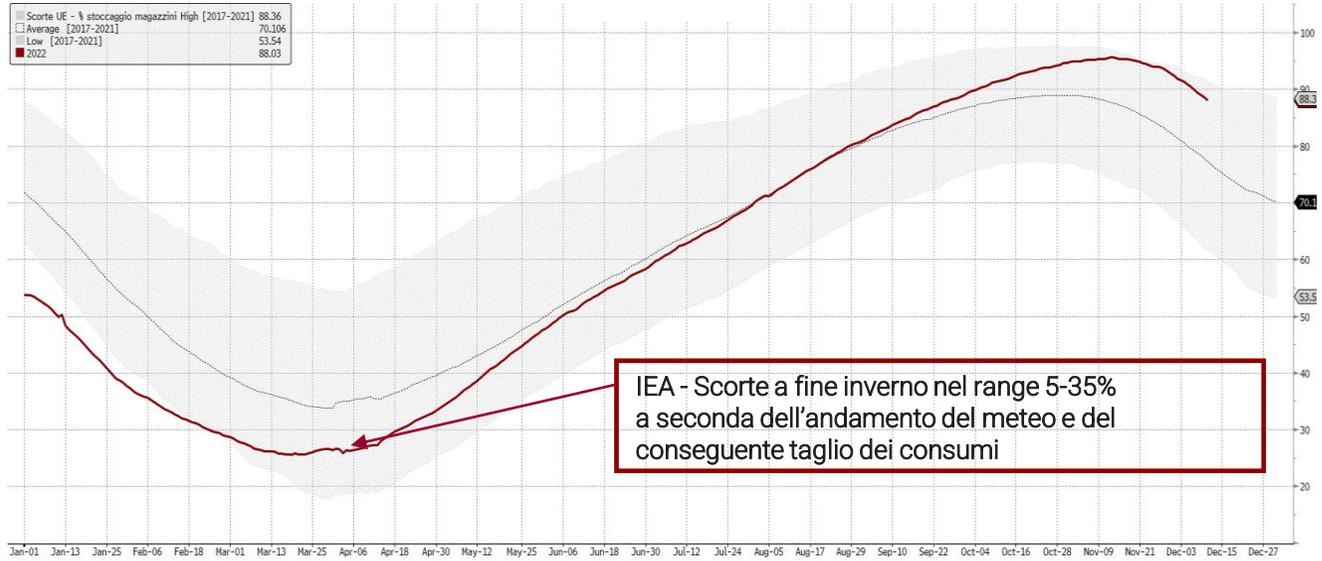
Petrolio: 70\$/b target del 2023 con rischio overshooting al ribasso



- L'Energy Information Administration (EIA), la principale agenzia USA per le statistiche di settore, stima per il prossimo anno una crescita dell'1% dei consumi. A nostro avviso, tale stima è troppo ottimistica considerata l'elevata probabilità di una recessione. In questo scenario, riteniamo che i **70\$/b di Brent rappresentino un primo target al ribasso**. D'altro canto sul fronte offerta se è vero che un'ulteriore discesa delle quotazioni potrebbe attivare nuovo intervento dell'OPEC+, dall'altra parte la possibilità di una **tregua nel conflitto in Ucraina** nel corso dell'anno potrebbe limitare questa eventualità.
- Alla luce delle considerazioni fatte, **eventuali rimbalzi verso i 90\$/b sono a nostro avviso occasioni di alleggerimento**.
- **Lo scenario di rischio** (al rialzo) è invece riconducibile a una contrazione oltre le attese della produzione russa a causa delle sanzioni UE, oppure ad eventi imprevisti che danneggiano la produzione di qualche importante *player* di mercato (ad esempio sono presenti forti tensioni in Medio Oriente tra Iran e Arabia).



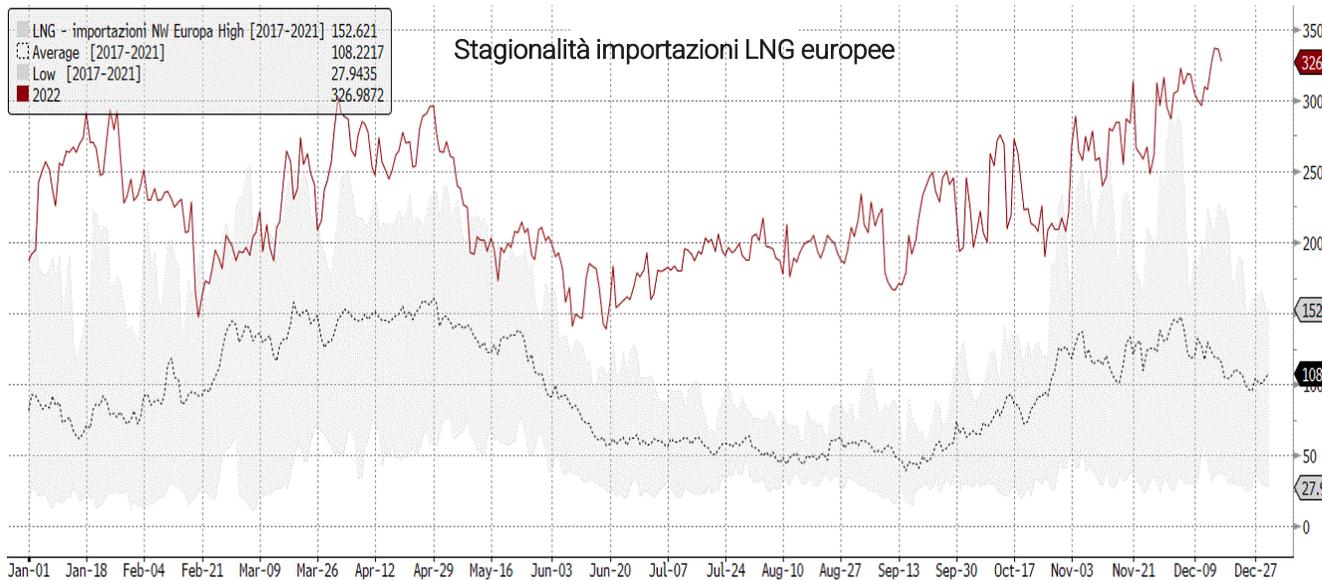
GAS TTF: in calo per fine inverno, incertezza elevata per fine 2023



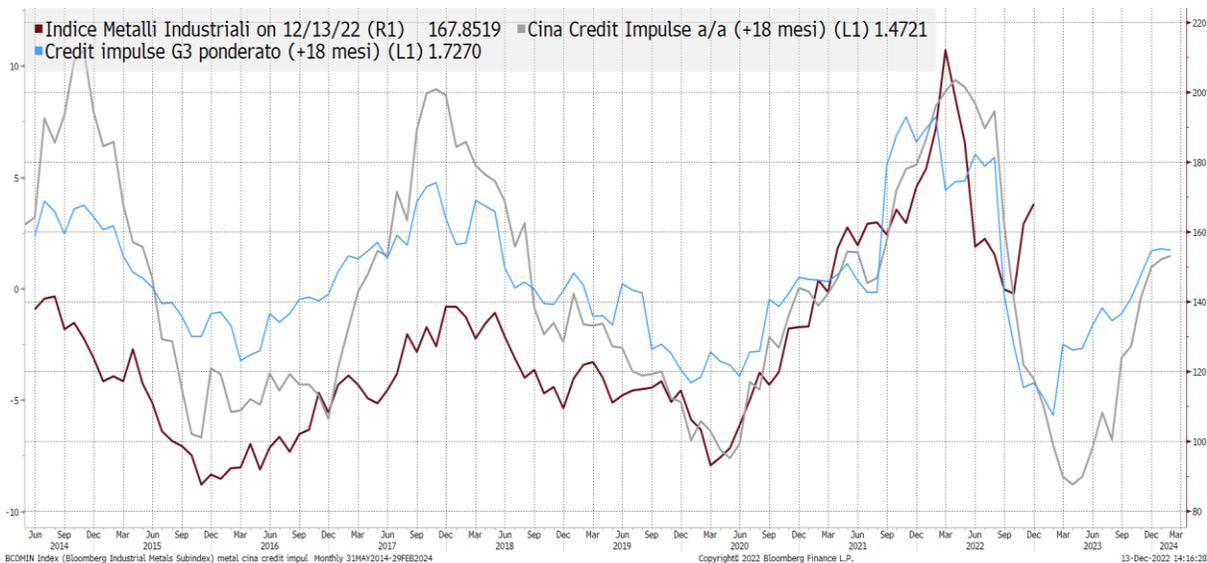
➤ La recente discesa delle quotazioni del gas TTF è dovuta a: 1) distruzione della domanda causata dai prezzi elevati e dalla congiuntura economica avversa; 2) bassa probabilità di inverno particolarmente rigido in base al modello di **ECMWF**; 3) scorte europee su livelli di sicurezza. Il **price cap** di 180€/Mwh deciso dalle autorità europee ha avuto un ruolo marginale in quanto «morde» relativamente e presenta elevate condizionalità.

➤ Nel nostro scenario base i fattori sopra riportati continueranno a guidare le quotazioni anche nei primi mesi del nuovo anno. Pertanto **ci aspettiamo quotazioni del gas TTF sotto i 100€/Mwh** con possibile *overshooting* al ribasso verso il supporto statico a 72€/Mwh.

➤ Più difficile fare previsioni per l'**inverno 2023/24** in quanto molto dipenderà dalla capacità di ricostituire le scorte in un contesto in cui ci sarà una maggiore competizione dall'Asia (in particolare dalla Cina) sulle importazioni di LNG. Inoltre, sarà naturalmente fondamentale monitorare l'evoluzione del conflitto in Ucraina.

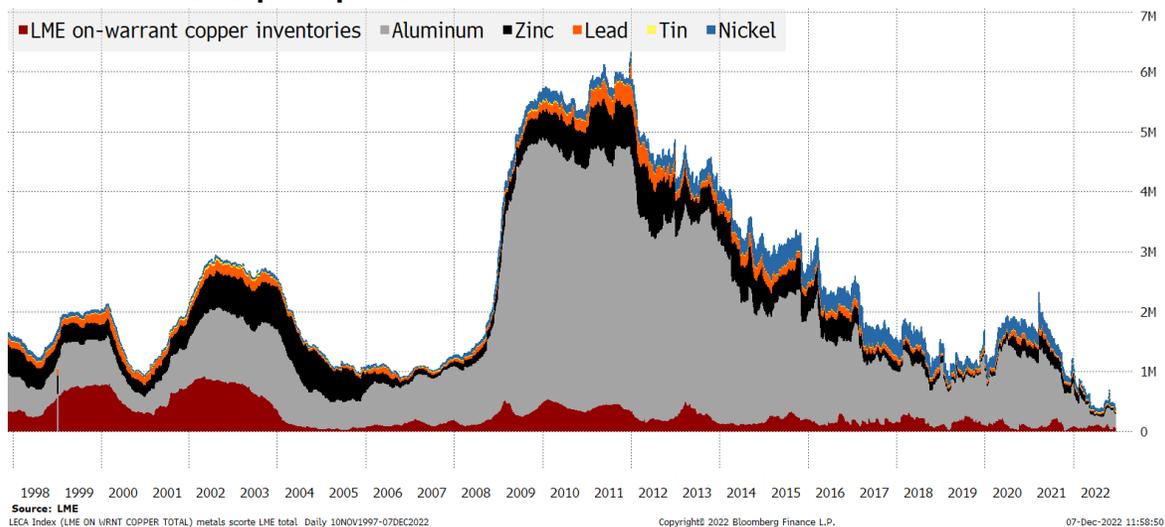


Metalli industriali: atteso un andamento a «U» nel 2023



- Ci aspettiamo un inizio 2023 all'insegna ancora della debolezza per i metalli industriali, dato lo scenario macro delineato sulla Cina all'inizio di questa presentazione. In questa fase, le quotazioni potrebbero riavvicinarsi ai minimi testati durante l'estate.
- Successivamente, si dovrebbe manifestare un marcato recupero grazie all'effetto ritardato delle misure di stimolo (*credit impulse*) poste in atto in particolare in Cina. Tale andamento potrebbe essere condizionato da eventuali danni all'offerta di qualche produttore dato il livello estremamente basso di scorte globali.
- La debolezza della prima parte dell'anno potrebbe pertanto utilizzata per coperture in ottica fine 2023/inizio 2024. Livelli tecnici importanti di supporto sono i seguenti: rame (7930 – 7460/7211 – 6670), alluminio (2137 – 2000 – 1760), zinco (2751 – 2428 – 2000), nichel (19200 – 17085 – 14240).

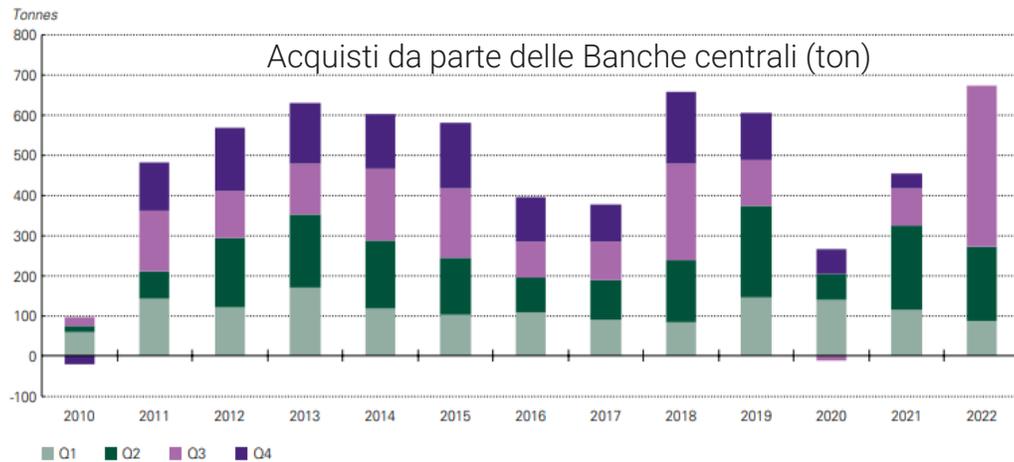
Scorte totali LME principali sei metalli



Oro: in trading range ampio



- **Gli acquisti record delle Banche centrali** durante la seconda parte del 2022 spiegano l'ottima tenuta del metallo nonostante il forte rialzo dei tassi reali USA che, a parità di altri fattori, avrebbe implicato quotazioni dell'oro inferiori ai 1400\$/o. In particolare, la **Cina** ha ufficialmente aumentato a novembre le proprie riserve per la prima volta da oltre tre anni.
- **Per il 2023** la presenza delle BC aumenta la possibilità dell'esistenza di una **sorta di «paracadute»** alle quotazioni del metallo nel nostro scenario base di ulteriore allungo al rialzo dei rendimenti globali nel corso del 1°T 23. Questo dovrebbe essere il periodo più critico.
- Diversamente, **la seconda parte dell'anno potrebbe essere il momento migliore per l'oro che potrebbe beneficiare delle prospettive di recessione e di taglio dei tassi negli USA**. Storicamente la performance dell'oro è stata positiva in cinque delle ultime sette recessioni e il metallo potrebbe ricevere un *boost* anche da un ritorno degli investimenti tramite ETF.
- Lo **scenario di rischio al ribasso** è quello di un contesto macro di «*soft-landing*» nel quale il *pivot* della Fed sarebbe rinviato al 2024 e ci sarebbe il rischio di sorprese al rialzo sui tassi.
- A livello tecnico dovrebbe restare valido il *trading range* 1615-1980.

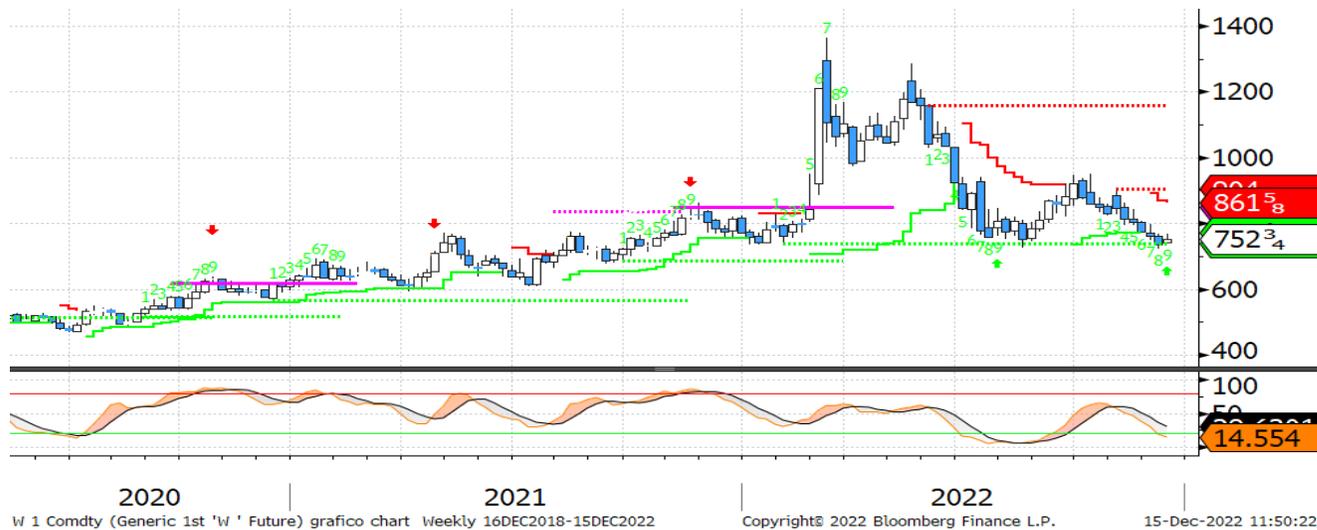
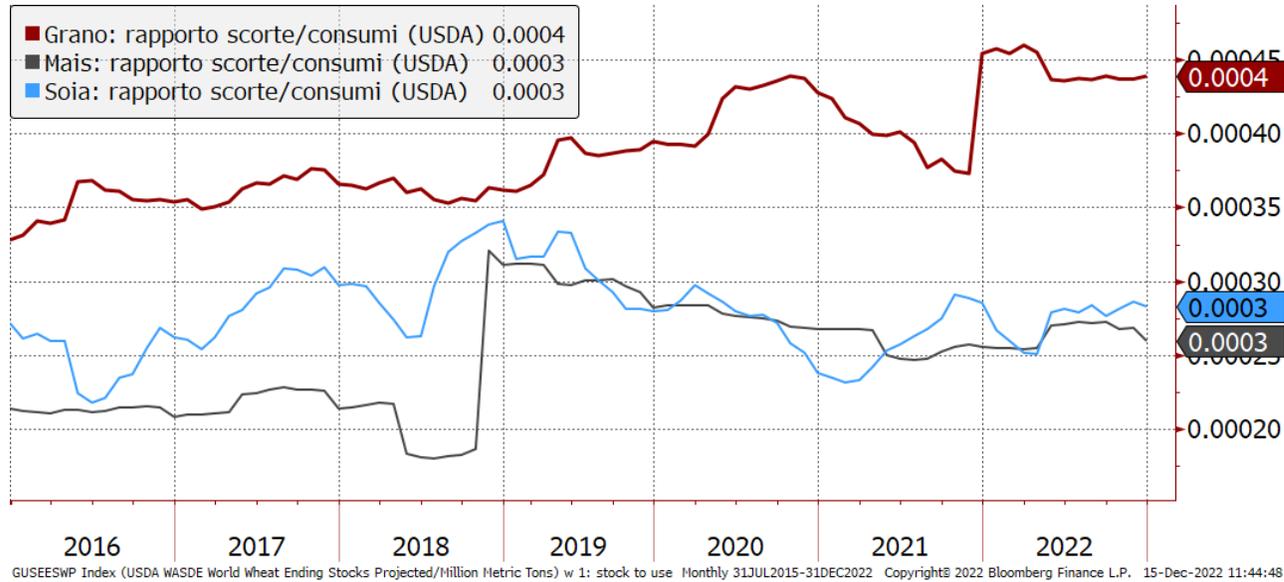


*Data to 30 September 2022.

Source: Metals Focus, Refinitiv GFMS, World Gold Council



Agricole: prezzi più bassi



- Secondo le ultime stime di dicembre dell'[ENSO Alert](#), l'evento climatico *La Niña* dovrebbe indebolirsi notevolmente ad inizio 2023, con un 71% di probabilità di conclusione nel periodo febbraio-aprile. Se tale previsione si rivelasse corretta, la probabilità di danni consistenti ai principali raccolti mondiali si ridurrebbe significativamente. Nel frattempo l'[estensione](#) fino a marzo dell'[Iniziativa sui cereali tramite il Mar Nero](#) ha ridotto sensibilmente i timori sull'offerta Ucraina e potrebbe essere estesa anche oltre la primavera.
- Per il 2023 ci aspettiamo prezzi inferiori ai livelli attuali (almeno fino all'estate) in seguito al combinato disposto di maggiore disponibilità di offerta globale e domanda contenuta. Successivamente, nella parte finale dell'anno, lo sviluppo o meno di un altro evento climatico straordinario (La Niña o El Niño) potrebbe impattare sui prezzi, ma al momento fare previsioni in tale senso è impossibile. Un'eccezione potrebbe essere il cacao che, solitamente, tende a beneficiare della fine dell'evento La Niña (come nel 2018), poiché quest'ultimo evento climatico tende a favorire i raccolti africani. Tuttavia, il rialzo potrebbe essere frenato dalle pressioni negative sulla domanda.
- Livelli potenzialmente raggiungibili nel corso dell'anno sono i seguenti:
 - Grano future Chicago 500-560 c\$/bu – future Parigi 240€/ton
 - Mais 500 c\$/bu, possibile overshooting area 400
 - Soia 1180 – possibile overshooting area 1000
 - Caffè arabica area 100-120 c\$/libbra
 - Cacao possibile overshooting al rialzo area 2800\$/t



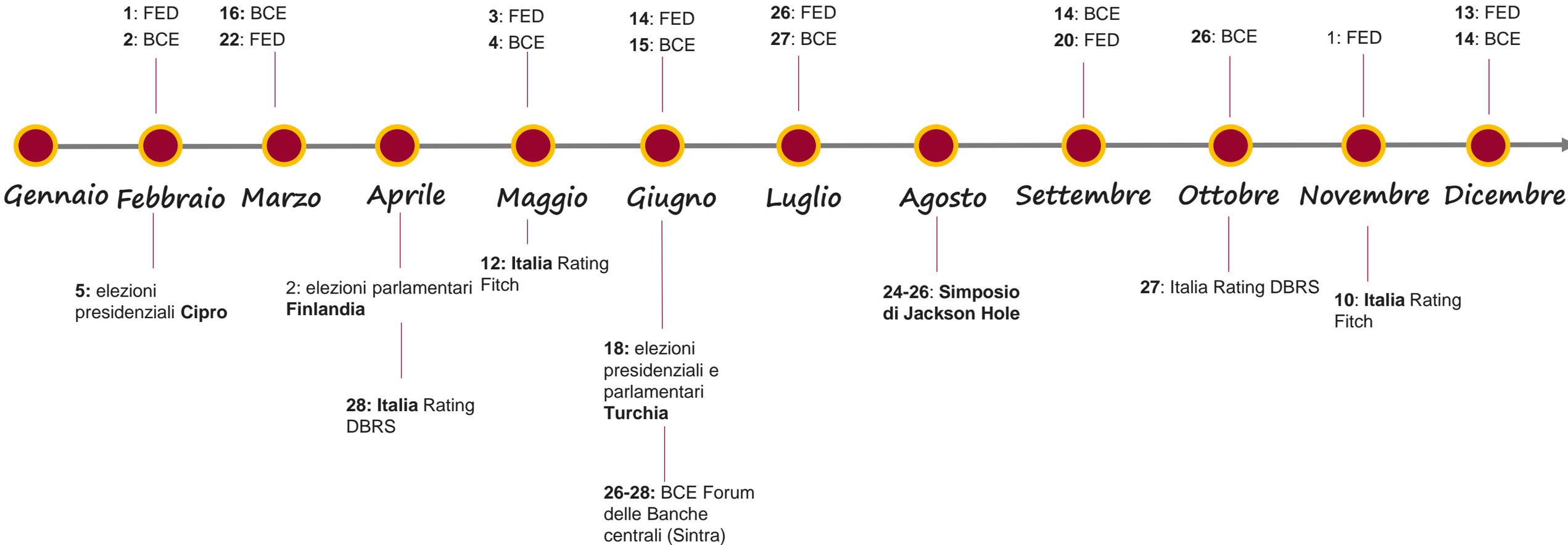
Il 2023 in numeri

		2022	2023
PIL REALE (% a/a)	USA	1,9%	0,3%
	EUROZONA	3,2%	-0,2%
CPI (% a/a)	USA	8%	3,8%
	EUROZONA	8,5%	5,9%
TASSI D'INTERESSE f.p.	Fed Funds	4,25%-4,5%	4,75%-5%
	BCE Deposit Rate	2%	3%
	US TREASURY 10 Y	3,63%	2,75%
	Bund 10Y	2,30%	1,80%
TASSI DI CAMBIO f.p.	EURUSD	1,06	1,11
	EURJPY	140	134
	EURGBP	0,877	0,90
MATERIE PRIME f.p.	BRENT (\$/barile)	82	72
	ORO (\$/oncia)	1828	1900

Nota: Dati Bloomberg e stime MPSCS al 21 dicembre 2022.



Calendario: principali eventi 2023



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



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



Disclaimer

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



