



CAPITAL SERVICES  
GRUPPOMONTEPASCHI

# I mercati tra variante Delta, inflazione perdurante e *tapering*

Ufficio Market Strategy

luglio 2021

# INDICE

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



# CONTESTO DI MERCATO

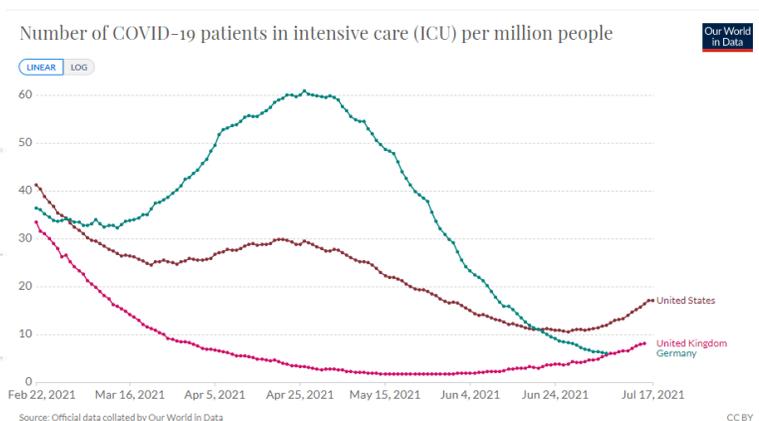


# La variante Delta un rischio gestibile

## Daily new confirmed COVID-19 cases per million people

Shown is the rolling 7-day average. The number of confirmed cases is lower than the number of actual cases; the main reason for that is limited testing.

LINEAR LOG



Our World in Data

➤ La recrudescenza dei casi di virus legata al diffondersi della variante Delta getta un'ombra sulla ripresa economica.

➤ Sebbene i casi di contagio stiano aumentando in maniera significativa, il numero dei ricoveri e decessi (anche considerato il lag temporale) rimangono su livelli contenuti.

➤ **I vaccini**, infatti, (Pfizer, Moderna, Astrazeneca) **semberebbero essere uno scudo efficace** (una volta completato il ciclo di vaccinazione) nei confronti della variante e comunque in grado di contenere/annullare le forme gravi dell'infezione. Secondo un recente studio israeliano, infatti, il vaccino Pfizer (con due dosi somministrate) avrebbe una efficacia del 93% contro sintomi gravi e ospedalizzazione e del 64% nel prevenire il contagio.

➤ Il combinato disposto degli elementi sopra esposti, ci induce a pensare che il **rischio «Delta» sia un rischio che, ad oggi, appare gestibile.**

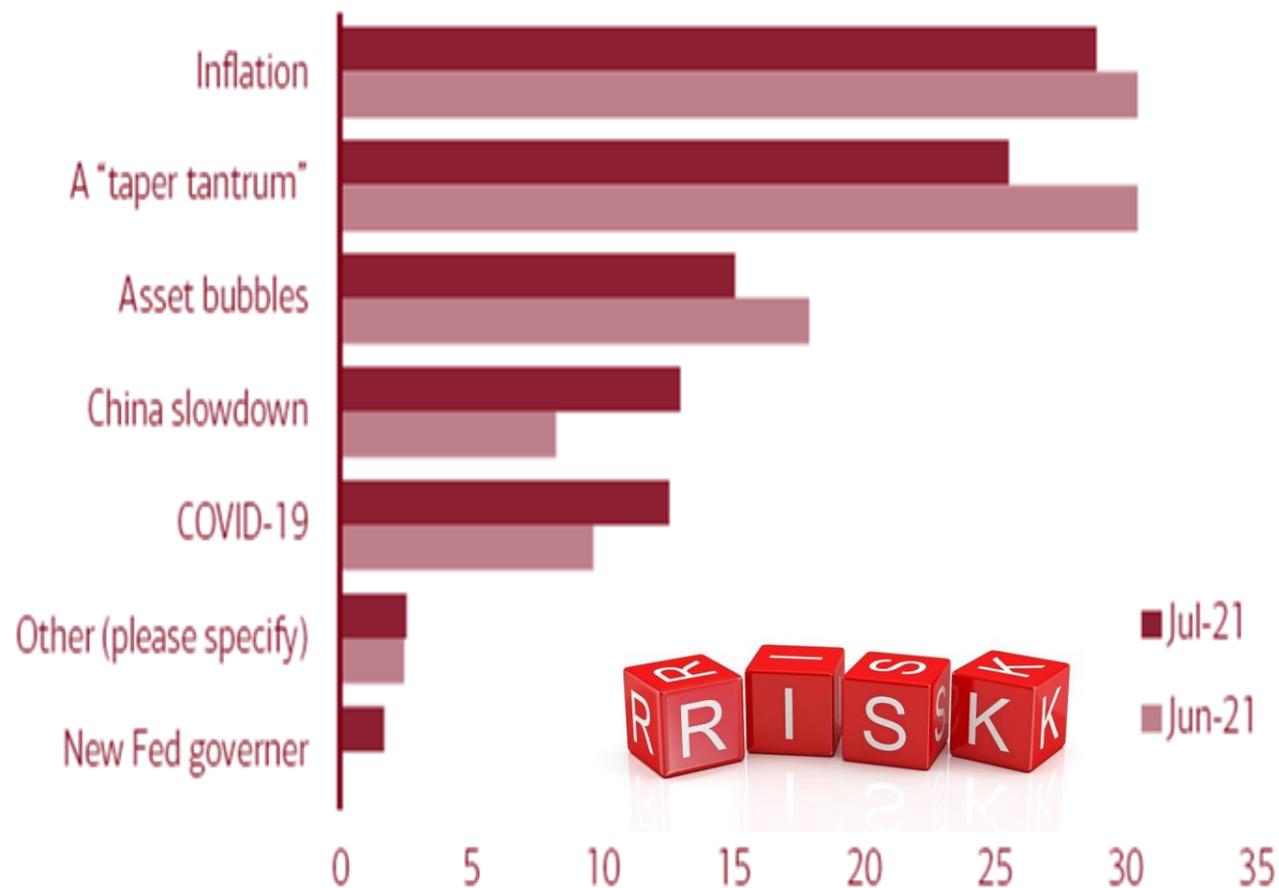
➤ **Fattore critico**, sarà naturalmente la disponibilità a vaccinarsi delle persone che inciderà inevitabilmente sul **ritmo di progressione della campagna vaccinale.**

Fonte: <https://ourworldindata.org/covid-vaccinations>



# Gli altri rischi temuti dal mercato: Inflazione e *tapering*

What do you consider the biggest "tail risk"?



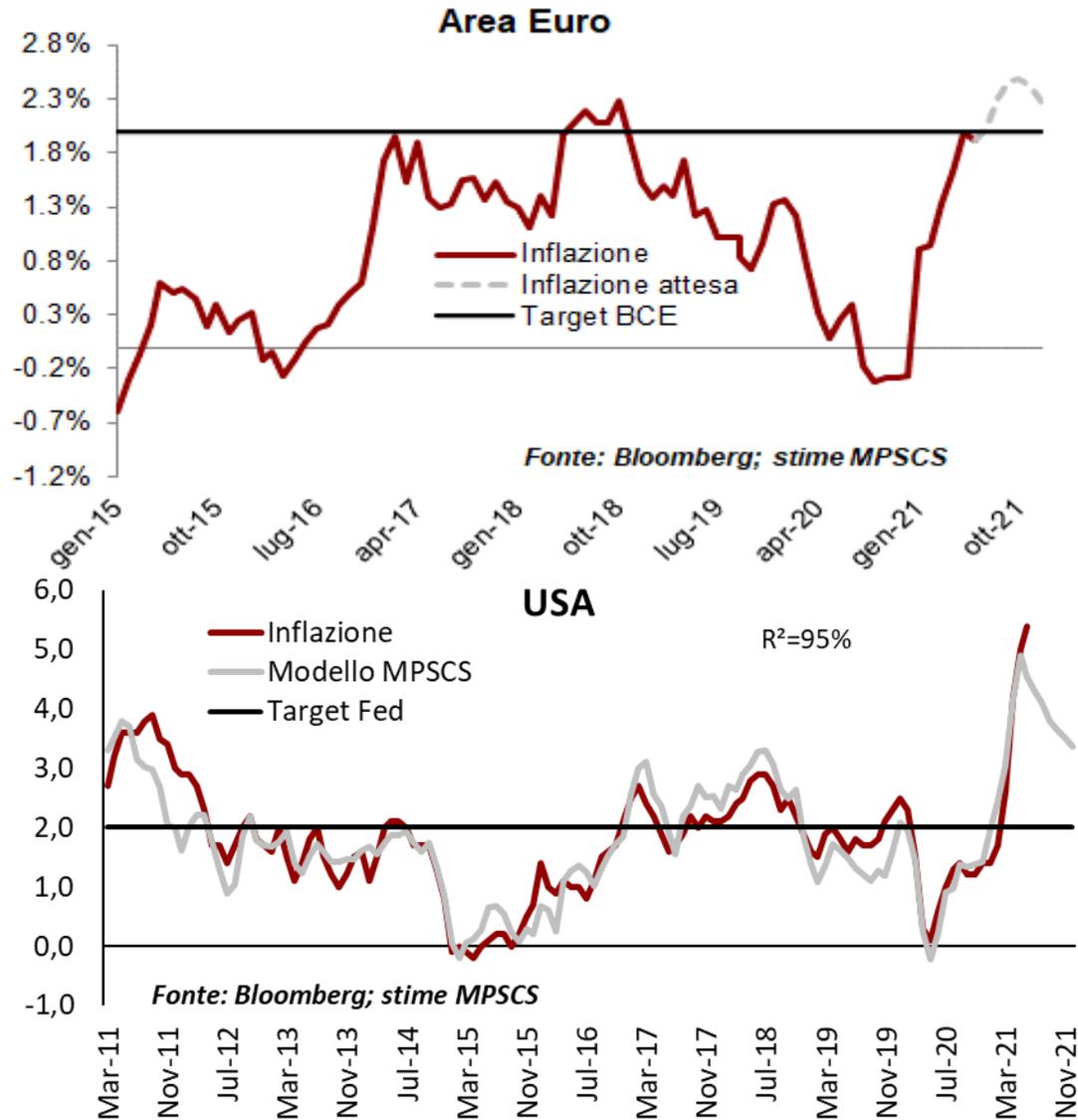
Source: BofA Global Fund Manager Survey

Fonte: Global Fund Manager Survey di BofA ML del 13 luglio 2021.

- Secondo l'indagine mensile di BofA ML, il rischio di un'**inflazione superiore alle attese** per un lungo periodo di tempo resta al primo posto seguito dai timori di un nuovo «**Taper Tantrum**» (come nel 2013).
- Quest'ultimo rischio è passato in secondo piano rispetto a giugno, quando il 63% degli intervistati ha dichiarato di aspettarsi la segnalazione del *tapering* tra fine agosto (secondo il 38% in occasione del Jackson Hole) e settembre (il FOMC del 22).
- Più che rischi, sono entrambi una realtà.



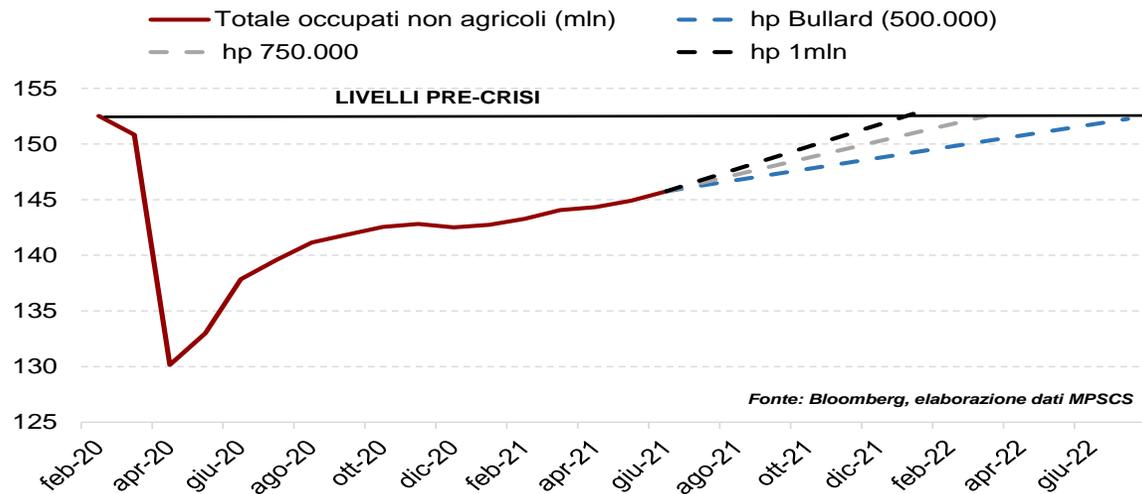
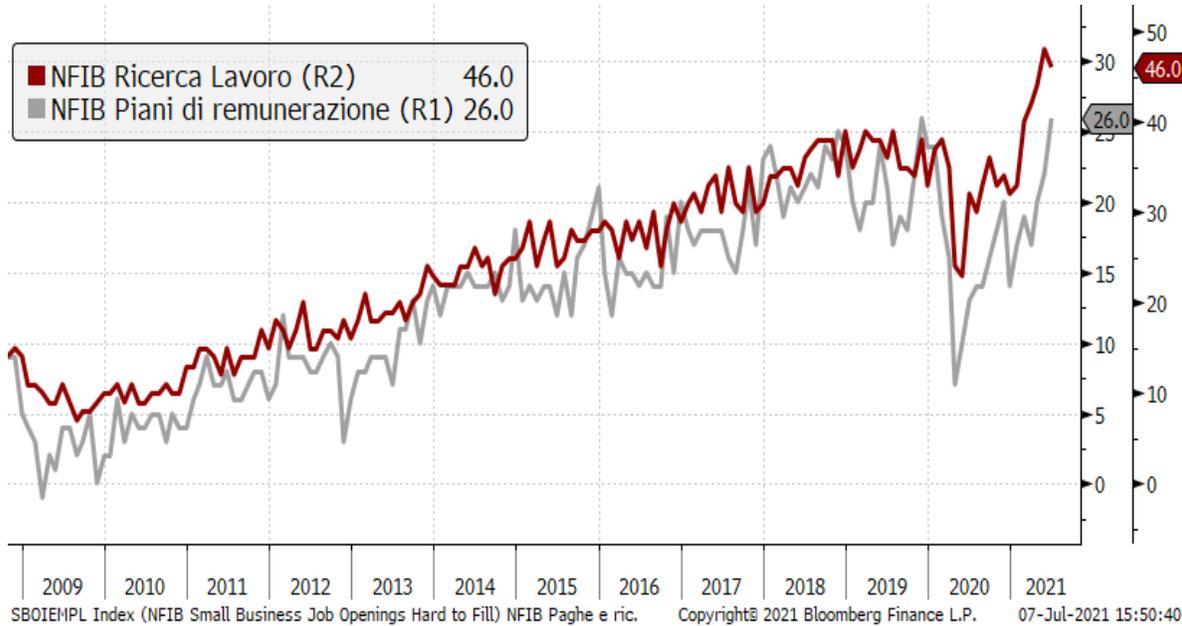
# Inflazione: picco raggiunto in USA, ma non ancora in Area euro



- In Area euro, nei prossimi mesi è atteso un ulteriore incremento dell'inflazione legato, oltre che al rialzo della componente energetica, ad alcuni effetti distorsivi e temporanei (taglio IVA in Germania, aumento dei prezzi dell'elettricità, slittamento saldi 2020) che, tuttavia, sono attesi venir meno nel 2022.
- Concordiamo infatti con l'idea BCE di un rialzo dell'inflazione «temporaneo» (le stime di giugno della BCE vedono un'inflazione all'1,9% nel 2021 e successivo rallentamento fino all'1,4% nel 2023). Secondo le nostre stime, il picco dell'inflazione si registrerà in autunno, quando è attesa salire al 2,6% (media annua 2021 all'1,9%).
- Negli USA a giugno abbiamo registrato un inatteso rialzo (anche per noi che ci aspettavamo il picco a maggio) dell'inflazione, che ha fatto segnare il 5,4%.
- Tale rialzo è stato legato principalmente al forte aumento dei prezzi delle auto usate e dei servizi connessi con le riaperture (hotel, tariffe aeree, ecc.). Il rialzo dei prezzi alla produzione è stato fin qui solo parzialmente scaricato sui prezzi finali. Questo processo potrebbe accelerare in scia alla ripresa economica e della domanda e trasferirsi sui salari e stipendi.
- Gli USA presentano infatti un mercato del lavoro sensibilmente più flessibile di quello dell'Eurozona (in entrata/uscita e nella ricontrattazione salariale). Il rialzo dei prezzi al consumo in un contesto di ripresa economica unito alle problematiche sulle assunzioni potrebbe presto tradursi in pressioni salariali, contribuendo a mantenere l'inflazione elevata anche nel prossimo anno (oltre il target Fed). Secondo il nostro modello, l'inflazione USA dovrebbe rallentare nei prossimi mesi, ma mantenersi intorno al 3,5% verso la fine anno.



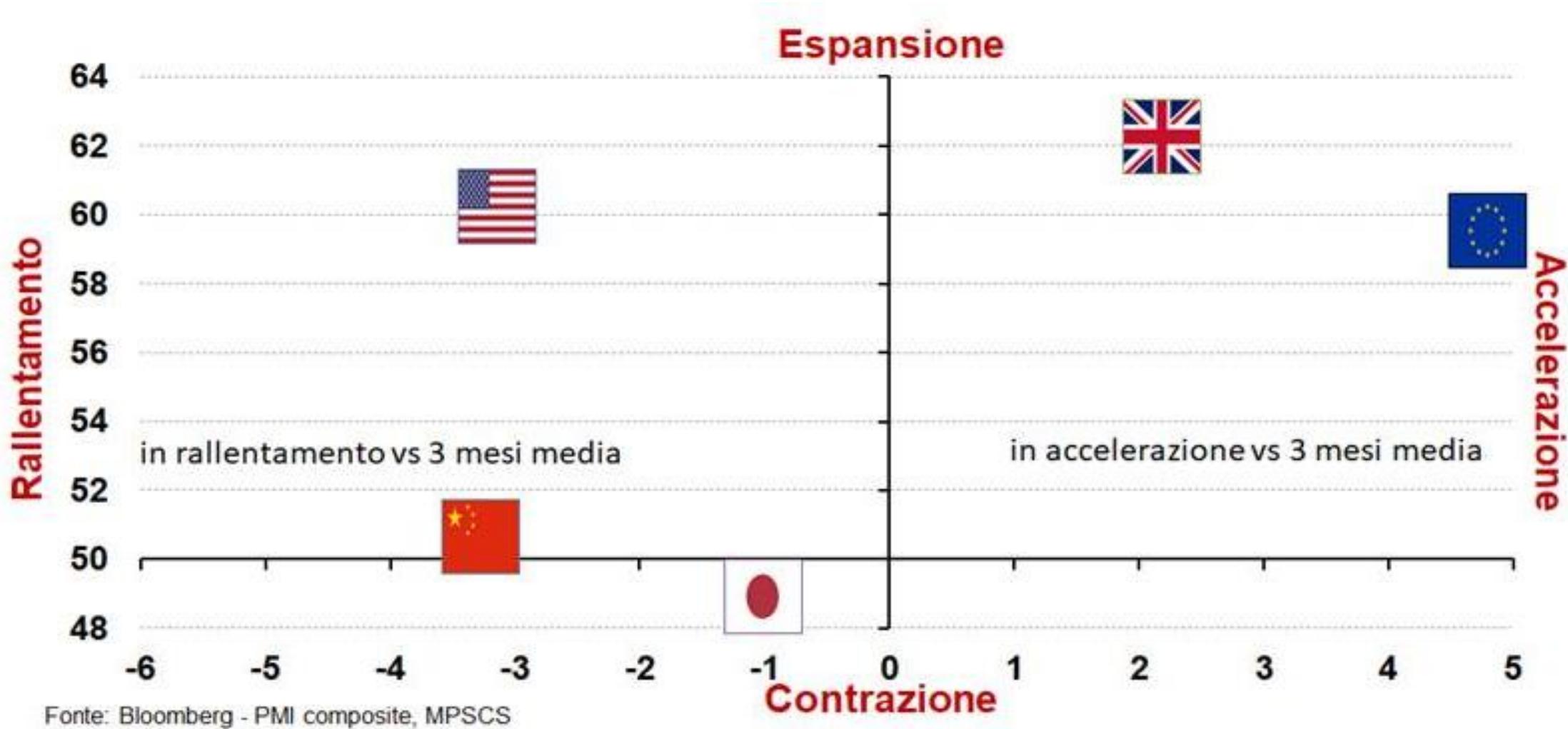
# Mercato del lavoro USA sotto osservazione



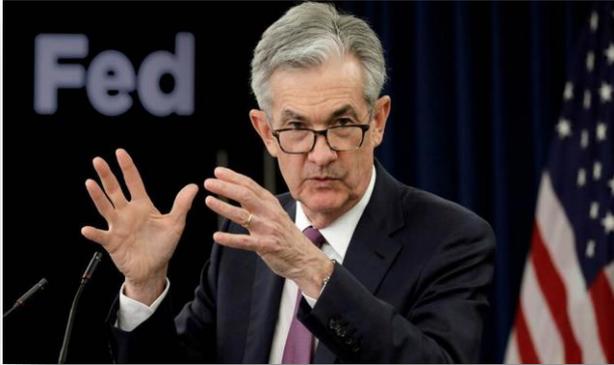
- L'evoluzione del **mercato del lavoro USA** risulta il fattore principale da monitorare nel corso dell'estate, in quanto un suo deciso miglioramento dovrebbe portare la Fed ad accelerare il processo di normalizzazione della politica monetaria (recrudescenze del virus permettendo).
- Dopo la delusione dei dati di aprile e maggio, l'ultimo dato di giugno ha visto una decisa accelerazione dei nuovi occupati (850.000 unità). Tuttavia rimangono in essere le problematiche nel reperire la manodopera necessaria e qualificata (problematiche evidenziate anche negli ultimi indici ISM). Il 46% delle piccole e medie imprese USA (NFIB) ha difficoltà a coprire le posizioni aperte e ciò si sta traducendo in pressioni salariali (cfr. grafico con piani di remunerazione e ricerca di lavoro).
- Una spiegazione del problema dovrebbe risiedere nella presenza dei sussidi straordinari Covid (assegni di 300\$/settimana), implementati dall'amministrazione Biden, che stanno disincentivando il rientro nella forza lavoro per quelle categorie a basso reddito, particolarmente colpite dalla crisi Covid.
- Anche per questo, stando agli ultimi **aggiornamenti**, poco più della metà degli Stati federali hanno deciso di interrompere anticipatamente la misura (la cui scadenza naturale sarebbe stata a settembre). In base a ciò, circa 4 milioni di americani non dovrebbero più percepire tali sussidi e questo dovrebbe riflettersi in un'accelerazione dei posti di lavoro creati.
- Provando a fare delle proiezioni (vedi grafico), qualora nei prossimi mesi si andasse ad un ritmo medio tra i 750.000 e 1 mln di nuovi posti al mese (il nostro scenario base), si tornerebbe ad inizio 2022 sui livelli di occupazione pre-crisi. Nel caso di 500.000 posti, come ipotizzato da Bullard, solo nell'estate 2022).



# Crescita: in accelerazione in Europa, tonica negli USA, in frenata in Cina



# Bance Centrali: la Fed pronta per la discussione sul *tapering*



1. La riunione di giugno ha segnato una svolta nel processo di normalizzazione della politica monetaria.
2. La nuvola dei *dots* ha evidenziato come la maggioranza dei membri si aspetti almeno due rialzi nel 2023 (11 membri su 18), contro previsione di tassi fermi della riunione di marzo.
3. Powell ha dichiarato: «l'inflazione rimane transitoria, ma potrebbe risultare più forte e persistente di quanto atteso; il mercato del lavoro "dovrebbe rafforzarsi abbastanza velocemente"».
4. A meno di sorprese negative e con un mercato del lavoro atteso in marcato miglioramento nel corso dell'estate il tema *tapering* sarà al centro della discussione, con probabile annuncio entro fine 2021. Le riunioni di settembre e dicembre sono attese portare grosse novità. Questa volta, diversamente dal 2013, il tapering potrebbe essere accelerato (un anno) con primo rialzo tassi a dicembre 2022

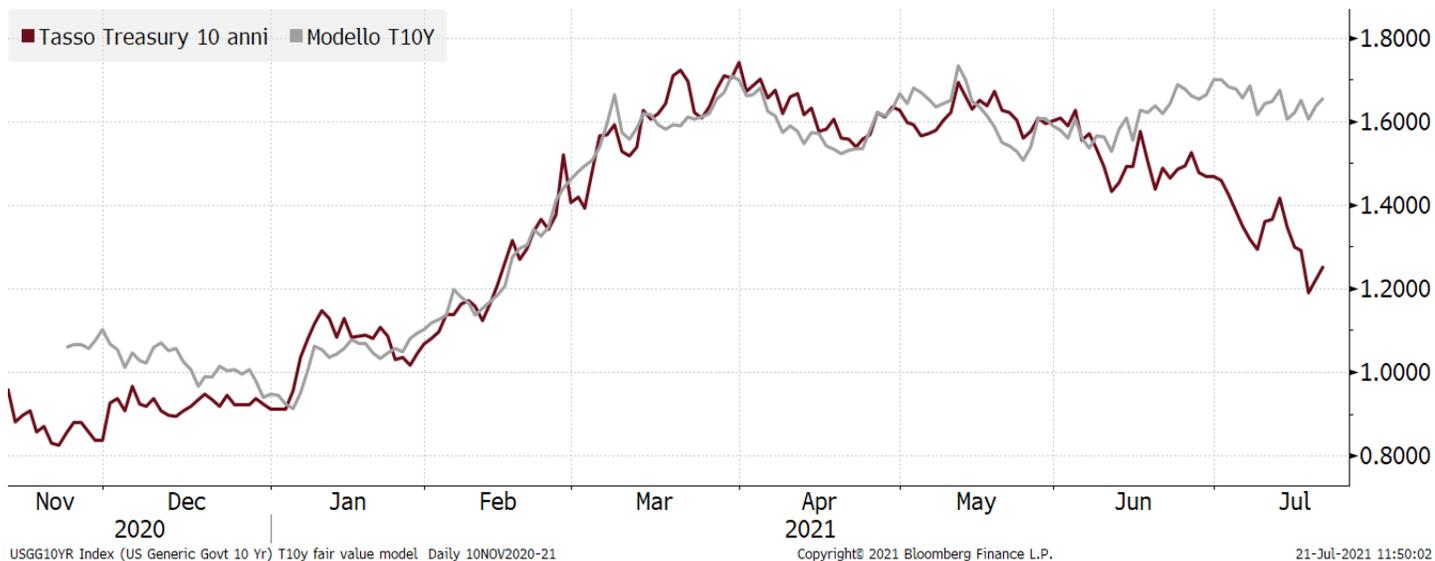


1. La BCE sta mantenendo la mano ferma, confermando anche per il trimestre in corso «un ritmo di acquisti PEPP significativamente più elevato di quanto visto nei primi mesi dell'anno».
2. Ci attendiamo una media mensile di 70 Mld€ di acquisti netti.
3. La nuova Strategia Monetaria, terrà conto di un obiettivo simmetrico di inflazione ovvero saranno tollerati periodi transitori di inflazione moderatamente sopra il target del 2% e contestualmente verrà mantenuto l'impegno a politiche di sostegno al di sotto dello stesso. La modifica dell'obiettivo di inflazione lascia quindi spazio aperto per il mantenimento di una politica monetaria ultra-accomodante ancora a lungo, considerato che, stando alle ultime stime BCE, nel 2023 (medio termine) l'inflazione è attesa attestarsi all'1,4%.

# TASSI



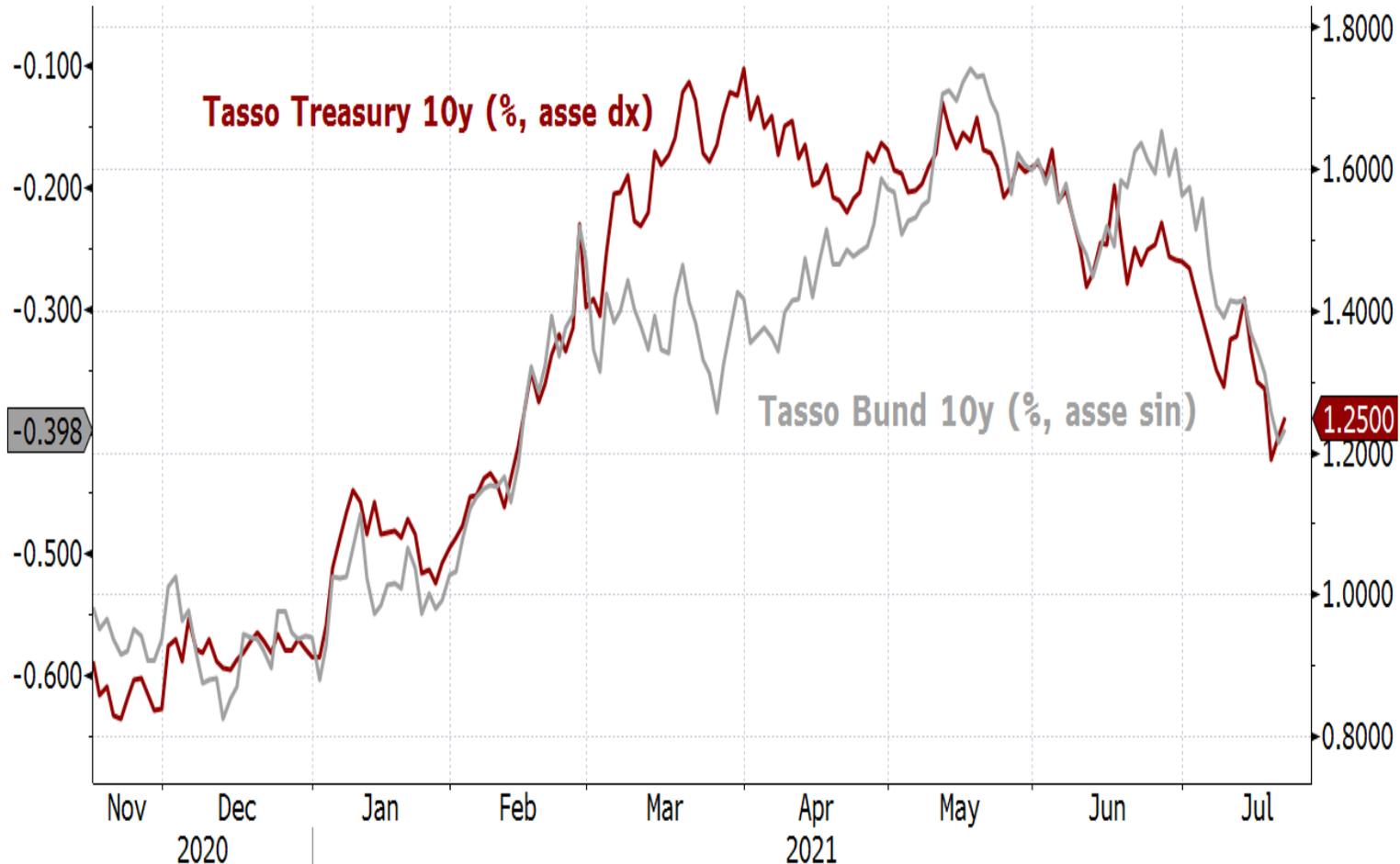
# Treasury 10Y: da un eccesso all'altro



- La combinazione di timori sul fronte contagi, l'idea di picco di crescita (il meglio dell'accelerazione economica lo stiamo vivendo) e le prospettive di *tapering* Fed, hanno portato il rendimento decennale dei titoli *Treasury* fino sotto all'1,15%.
- Il movimento di ribasso è stato esacerbato da un posizionamento *short* particolarmente aggressivo (cfr. grafico)
- Il movimento ha sorpreso anche noi, non tanto nella direzione o nei livelli quanto nella tempistica (ce lo aspettavamo per fine anno, cfr [Market Outlook di marzo](#))
- **Ora cosa ci aspetta ? Il modello di fair value** (basato, tra le altre cose, su Copper/Gold ratio, eurodollaro, JPY e S&P500), indica un valore di equilibrio di ca. 35 pb più elevato (i.e. 1,60%).
- In prospettiva, anche considerato che l'*unwinding* del posizionamento *short* dovrebbe essere giunto alla fase finale, lo spazio per un ulteriore calo è a nostro avviso limitato. Livelli da monitorare sono 1,15% e sotto questo 0,90%.



# Bund: torna la correlazione col Treasury



USGG10YR Index (US Generic Govt 10 Yr) EUR: BUND vs TREASURY Daily 16NOV2020-21

Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

21-Jul-2021 11:52:11

- Dopo la fase di divergenza vista nei mesi di marzo/aprile, è tornata a manifestarsi una **stretta correlazione** tra l'andamento dei Treasury e quello del Bund tedesco.
- Pertanto, in un contesto in cui i tassi treasury dovrebbero tornare a salire, anche il tasso Bund dovrebbe muoversi in quella direzione, con **possibilità entro al fine dell'estate che i tassi tedeschi possano tornare in area -0,20%**. A generare pressioni al rialzo dovrebbero anche contribuire i segnali di una crescita che nell'Eurozona dovrebbe rafforzarsi ulteriormente nel corso dei prossimi mesi assieme all'accelerazione dell'inflazione.
- Lo **spazio per un ulteriore calo dei tassi appare, al momento limitato**, con -0,47% primo obiettivo tecnico dell'attuale movimento. Sotto questo livello un eventuale *overshooting* vedrebbe -0,54% come supporto successivo.



# BTP: spazi limitati per un ulteriore calo dei tassi



GBTPGR10 Index (Italy Generic Govt 10Y Yield) ITA: BTP10y vs ILBE Daily 19NOV20

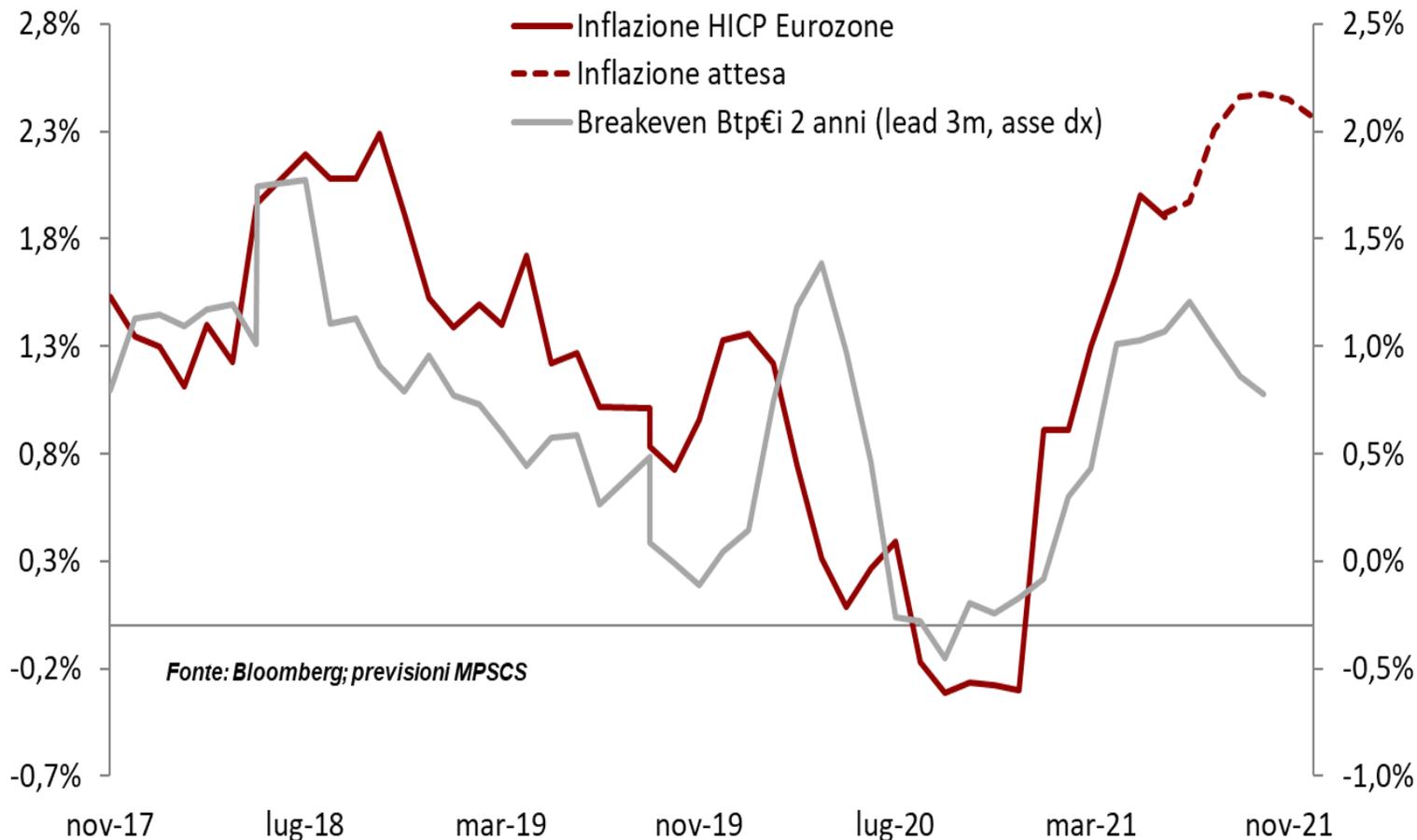
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

21-Jul-2021 15:25:07

- Il BTP dovrebbe seguire l'andamento descritto del Bund in precedenza, con la possibilità per il tasso decennale di tornare **verso area 0,90%** con lo spread atteso oscillare intorno a 110 pb (+/- 10pb).
- Anche in questo caso **reputiamo limitato lo spazio per un ulteriore calo**. A livello tecnico, il primo supporto si trova proprio in prossimità degli attuali livelli (0,68%), mentre più in basso troviamo **0,57%**.
- Il Tesoro, al momento, si trova in uno stato piuttosto avanzato in termini di *funding*, con quasi il 63% della raccolta lorda sul medio-lungo già effettuata. Pertanto le pressioni sul lato offerta nel corso dei prossimi mesi dovrebbe essere limitate ed evitare quindi allargamenti significativi dello spread.



# Linker: ancora interessante la parte a breve BTP€i



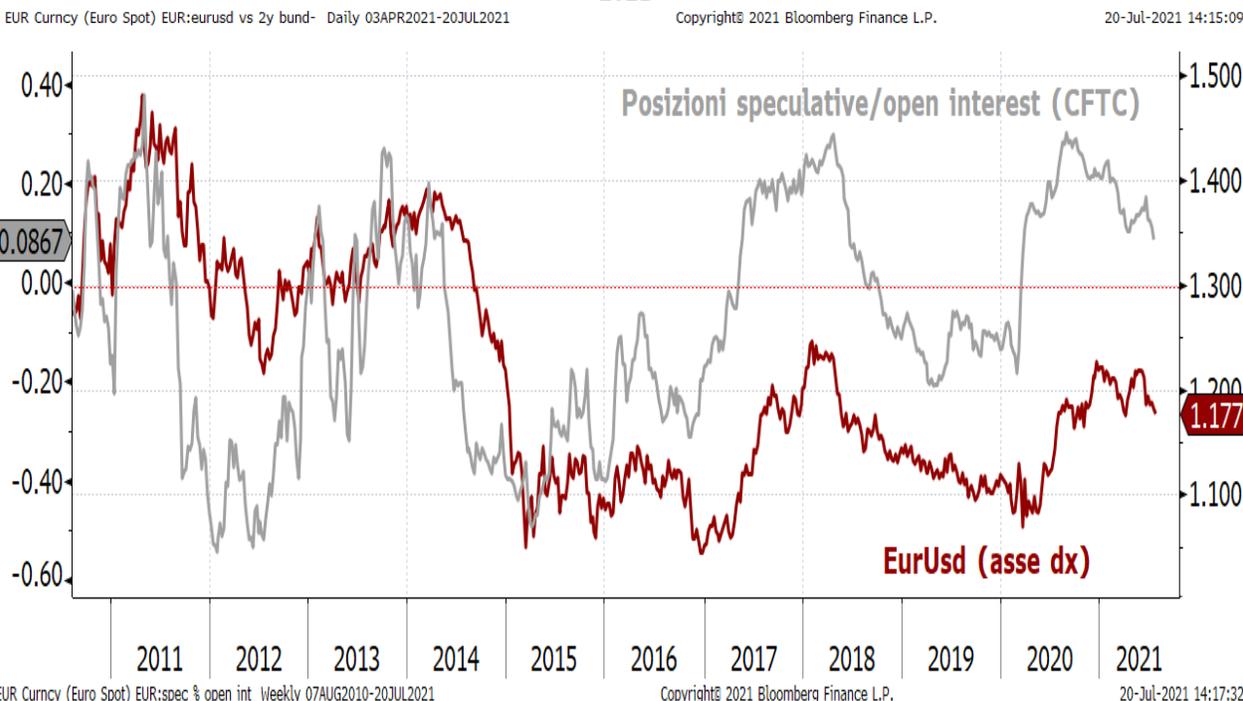
- La parte a breve della curva *linker* legata all'inflazione eurozona ha sofferto nell'ultimo periodo per via: 1) calo registrato dalle materie prime; 2) pressioni al rialzo sui tassi reali USA giunte dopo la riunione Fed.
- Riteniamo, tuttavia, che il calo delle *breakeven* ed il conseguente rialzo dei tassi reali su quel tratto di curva sia da considerare di natura momentanea, tenendo conto di: 1) storno delle materie prime e soprattutto dovrebbe essere limitato temporalmente (vedi parte materie prime); 2) rischi al rialzo sull'inflazione nel breve ancora presenti viste le persistenti difficoltà nelle catene di approvvigionamento. Pertanto, **in ottica dei prossimi 3 mesi, risulta essere un asset da tenere ancora in considerazione**, alla luce anche degli spazi limitati di performance del tratto a breve nominale.



# VALUTE



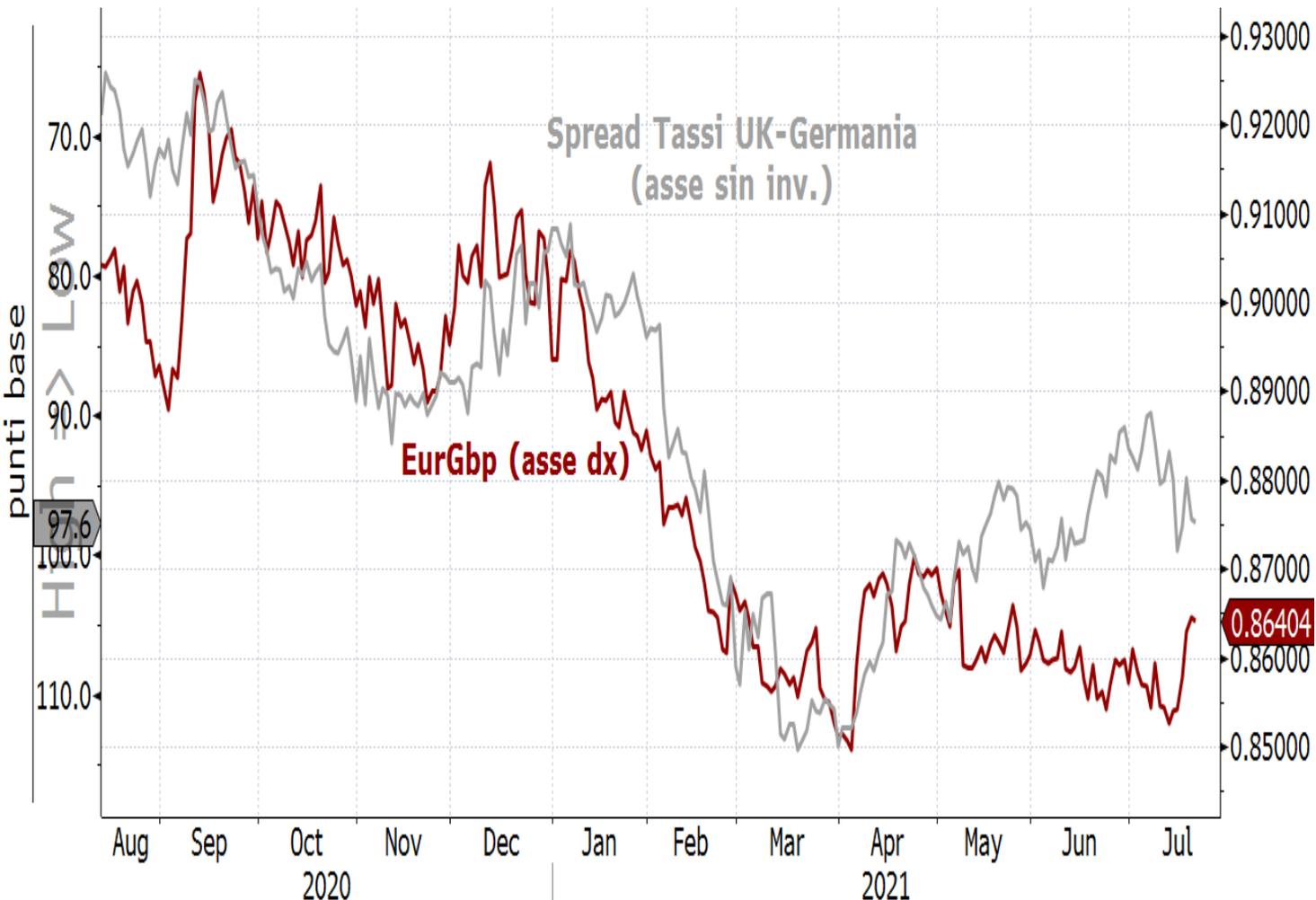
# Eurodollaro: verso 1,16 entro l'estate



- Con la svolta *hawkish* della Fed di giugno prima, ed il *risk-off* poi, è tornato protagonista il dollaro, con il cambio vs euro che non a caso è stato guidato dal differenziale dei tassi a 2 anni, decorrelandosi da quello a 10 anni e tra i tassi reali.
- D'altro canto, nonostante il rialzo di inizio anno, siamo ancora in un contesto di tassi bassi e i flussi sul forex tendono a privilegiare le valute di quei Paesi le cui Banche centrali hanno iniziato a valutare/implementare una normalizzazione delle politiche monetarie ultra-accomodanti (c.d. tapering) ovvero ad alzare in maniera decisa i tassi di interesse (e.g. alcune banche emergenti).
- Nel 2013, anno del *taper tantrum*, il dollaro si apprezzò (l'eurodollaro scese) dopo l'annuncio del tapering a dicembre di quell'anno. Questa volta potrebbe accadere un percorso simile, ma con il mercato che anticipa data l'esperienza passata.
- Il posizionamento speculativo, rimane lungo di euro vs dollari. Un *unwinding* verso la neutralità (linea tratteggiata rossa) rappresenterebbe ulteriore benzina per il movimento di ribasso.
- Pertanto, confermiamo (come indicato già a dicembre 2020 e marzo 2021) un **EurUsd in calo verso 1,16 entro la fine dell'estate** (con 1,1738 importante supporto nelle prossime settimane).
- A sfavore del dollaro c'è il tema dei deficit gemelli, che tuttavia dovrebbe rimanere limitato almeno fino a quando sarà controbilanciato dai flussi di investimento.



# Sterlina: limitati spazi di apprezzamento



EURGBP Curncy (EUR-GBP X-RATE) EURGBP:Spread UK-GER Daily 12AUG2020-21JUL2021

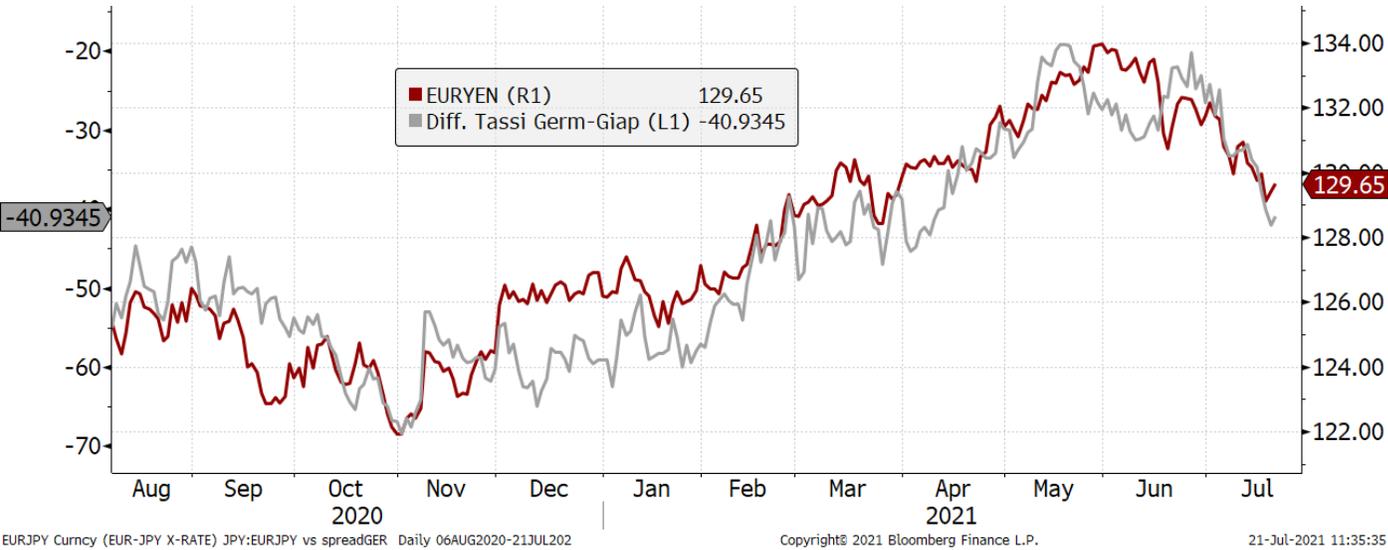
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

21-Jul-2021 12:13:10

- Il cambio è dallo scorso febbraio che esibisce una volatilità estremamente contenuta, muovendosi una figura sopra/sotto il pivot. Dopo che a maggio si era registrata una marcata attenuazione della correlazione con il differenziale tassi, il cambio EurGbp è tornato a seguirlo più di recente
- Di recente alcuni membri BoE (Ramsden, Saunders) hanno evidenziato come l'inflazione sia attesa rimanere sopra il target per i prossimi 2-3 anni e data la ripresa in atto sembrerebbe appropriato ritirare lo stimolo «abbastanza presto».
- In **prospettiva**, con la variante Delta a nostro avviso gestibile, i driver saranno rappresentati dalle **future mosse restrittive della BoE** (in buona parte già prezzate dal mercato) e dal **ritorno delle frizioni sulla Brexit** (nonostante le recenti indiscrezioni parlino di una tregua).
- Pertanto, riteniamo che gli spazi di ulteriore apprezzamento della valuta britannica siano piuttosto limitati, mentre al rialzo è attesa tornare ad allinearsi al differenziale dei tassi. **A livello tecnico**, da monitorare al ribasso i supporti di **0,8425** sotto il quale si apre spazio verso 0,83. Al rialzo le resistenze sono rappresentate da 0,87 prima e **0,88** poi.



# EurYen: atteso tornare a salire dopo la correzione



➤ **Nel secondo trimestre 2021**, lo yen ha continuato a deprezzarsi a causa principalmente di una campagna vaccinale partita in estremo ritardo e in scia ad un differenziale dei tassi favorevole all'Eurozona e agli States. A partire da luglio la situazione è cambiata radicalmente.

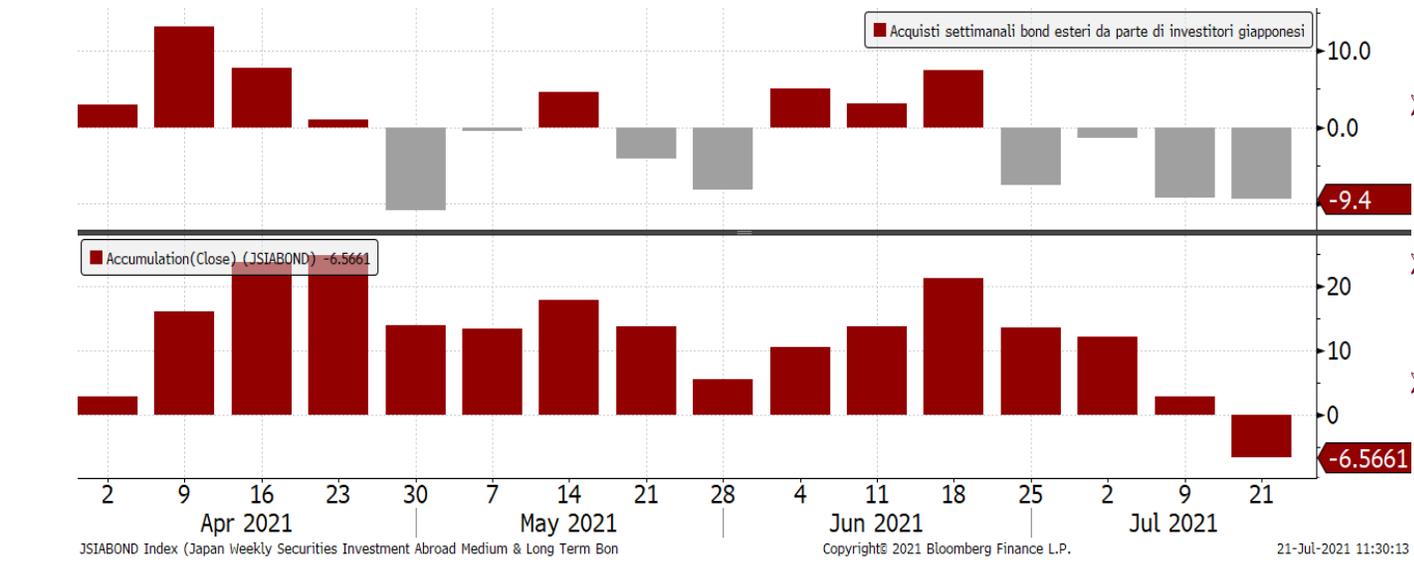
➤ Sul primo fronte, a fin aprile solo una piccola percentuale della popolazione giapponese aveva ricevuto almeno una dose (2% vs 24% UE e 43% USA), mentre oggi il ritmo è accelerato sensibilmente (26% vs 57% UE e 55% USA).

➤ Sul fronte tassi, è rimasta elevata la correlazione tra JPY e differenziale dei tassi. Non a caso nelle ultime settimane con il ribasso dei tassi govies Eur e USA si sono registrate vendite di obbligazioni estere da parte degli investitori giapponesi (proxy dei flussi).

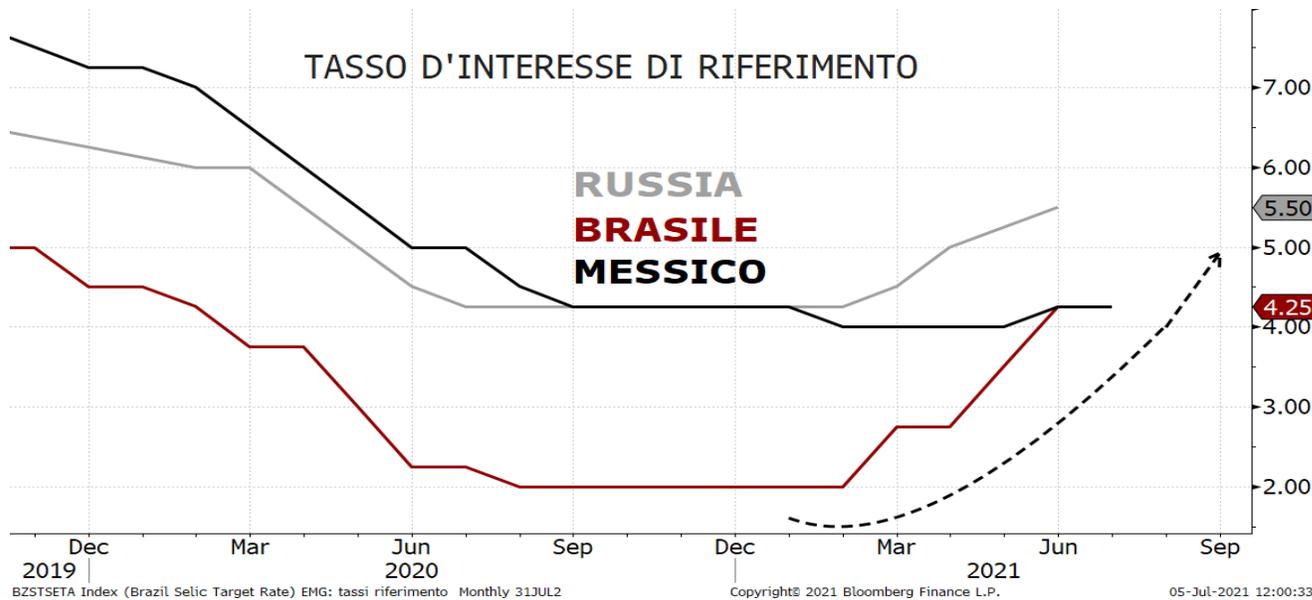
➤ A tendere, se come crediamo, assisteremo ad un ritorno dell'allargamento del differenziale dei tassi a favore dell'Eurozona questo potrebbe mantenere la valuta nipponica sotto pressione.

➤ Le posizioni nette lunghe combinate di Eur vs Jpy (indicatore contrarian) risultano essere elevate, ma non ancora su valori estremi.

➤ In prospettiva, da qui alla fine dell'anno, reputiamo limitato lo spazio per un ulteriore ritracciamento dell'EurJpy. **Il supporto posto a 128,83** dovrebbe rappresentare un argine robusto, mentre sotto a questo 126,44 rappresenterebbe l'ultimo baluardo. Ma, prima ci aspettiamo che **il cambio torni a salire verso 131 prima e 133 poi**.



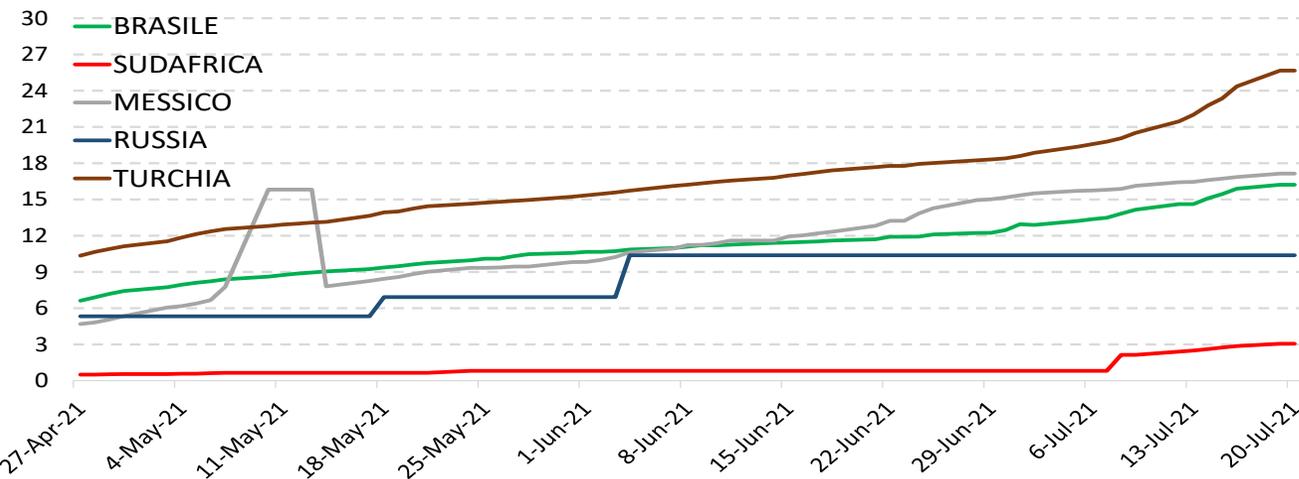
# Valute emergenti: preferenza verso le valute con BC restrittive



- I fattori sottostanti il recupero di molte valute emergenti (come real, rublo e peso messicano) sono da ricercare da una parte nella tonicità delle materie prime, dall'altra, nella **svolta restrittiva (i.e. rialzo dei tassi) delle rispettive Banche centrali**.
- L'istituto brasiliano e quello russo hanno infatti alzato di 225 e 125pb rispettivamente il tasso di riferimento dallo scorso marzo, promettendo altri interventi analoghi in prospettiva. Probabilmente il **real è la valuta che più di tutte ha già scontato la restrizione monetaria**.
- A queste si è aggiunta la **BC messicana**, che ha innescato l'apprezzamento del peso alzando i tassi (+25pb) nella riunione di giugno e cogliendo di sorpresa tutti gli economisti (ben 23) interpellati da Bloomberg per il consenso. Il Banxico ha così invertito la rotta della politica monetaria, visto che veniva da una serie di tagli iniziata a luglio 2019. In effetti la forte accelerazione dell'inflazione, salita al massimo da fine 2017, ha richiesto una manovra restrittiva in tal senso visto che i tassi reali erano scesi in territorio profondamente negativo.

## VACCINAZIONE COMPLETA (% POPOLAZIONE)

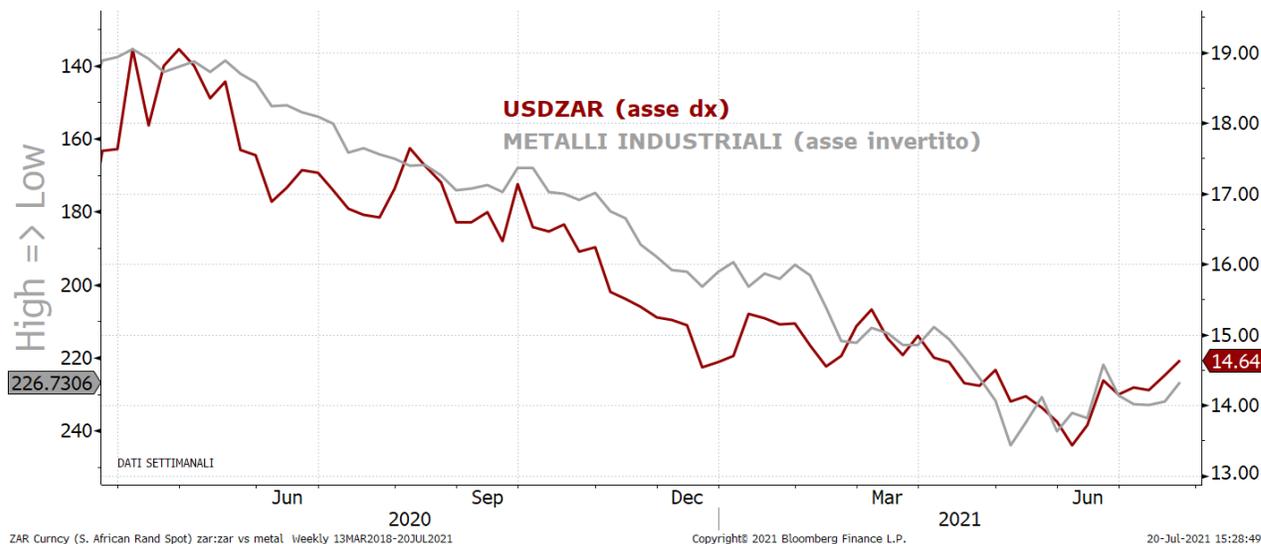
Fonte Bloomberg



- In generale, **esprimiamo una preferenza verso tutte le divise le cui Banche centrali hanno iniziato un lungo ciclo di rialzo dei tassi** d'interesse che, in scenari avversi, dovrebbe rivelarsi un elemento fondamentale per la tenuta delle divise.
- Pertanto, considerato anche l'eccesso speculativo netto lungo sull'**EurMxn** ed **EurRub**, riteniamo possibile un'ulteriore discesa di questi cambi valutari. Nel primo caso, crediamo che il cambio possa registrare un'ulteriore discesa verso 22,10 come primo target ed eventualmente tornare sui livelli pre-covid (21,40).
- Sull'**EurRub**, confermiamo la nostra view di un graduale ridimensionamento, con il primo target collocato a 83 con la possibilità di spingersi fino a 80 (ma più probabilmente verso la fine dell'anno).



# Rand sudafricano sostenuto dal rialzo dei metalli



➤ Il **rand sudafricano** ha esibito un'ulteriore fase di apprezzamento, diventando una delle migliori valute da inizio anno. Il *driver* è ancora una volta riconducibile al forte *rally* dei metalli industriali, che ha spinto il cambio **EurZar** sui livelli pre-Covid.

➤ Il tutto nonostante le **difficoltà strutturali del Paese**, che vanno dal lento processo di immunizzazione da Covid, all'alto livello di indebitamento pubblico unito alle ripetute problematiche con la società controllata dallo Stato Eskom, incapace di fornire l'energia necessaria al Paese e così costretta ad imporre alcuni blackout.

➤ In tale contesto, i **contagi da coronavirus sono tornati a salire** (più di 130mila nelle ultime due settimane, il ritmo maggiore di sempre) costringendo il Governo ad alzare il livello di allerta da 3 a 4 (ad inizio maggio era ad 1) con l'introduzione di nuove restrizioni a giugno estese successivamente fino a fine luglio. Il tutto mentre il processo di immunizzazione stenta a decollare con poco più del 6% (al 15 luglio) della popolazione che ha ricevuto almeno una dose.

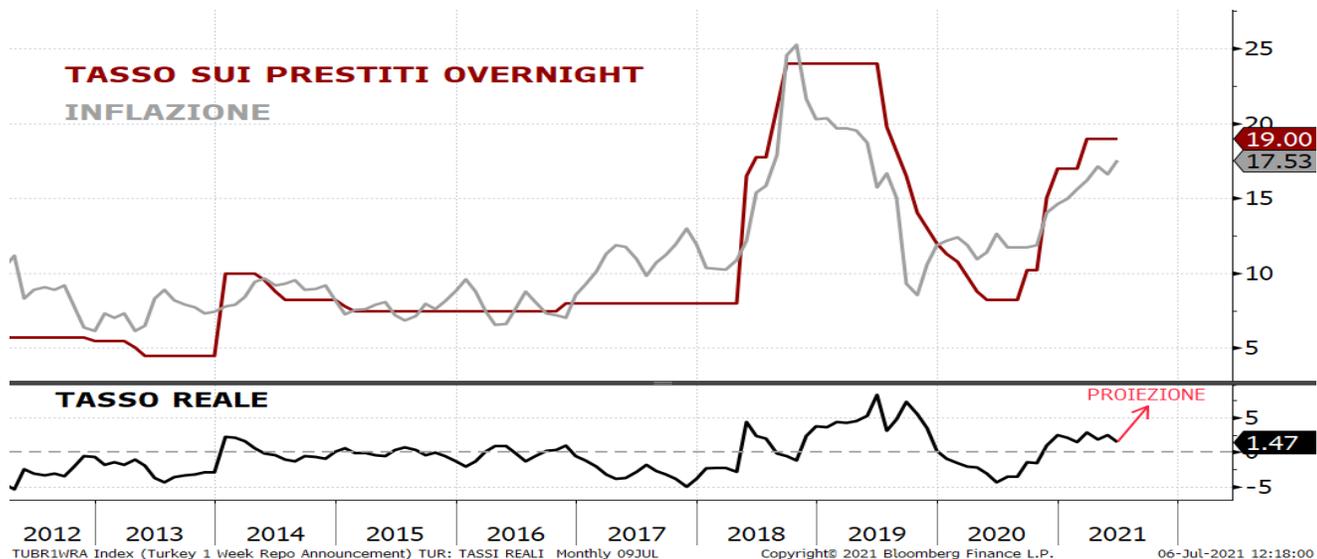
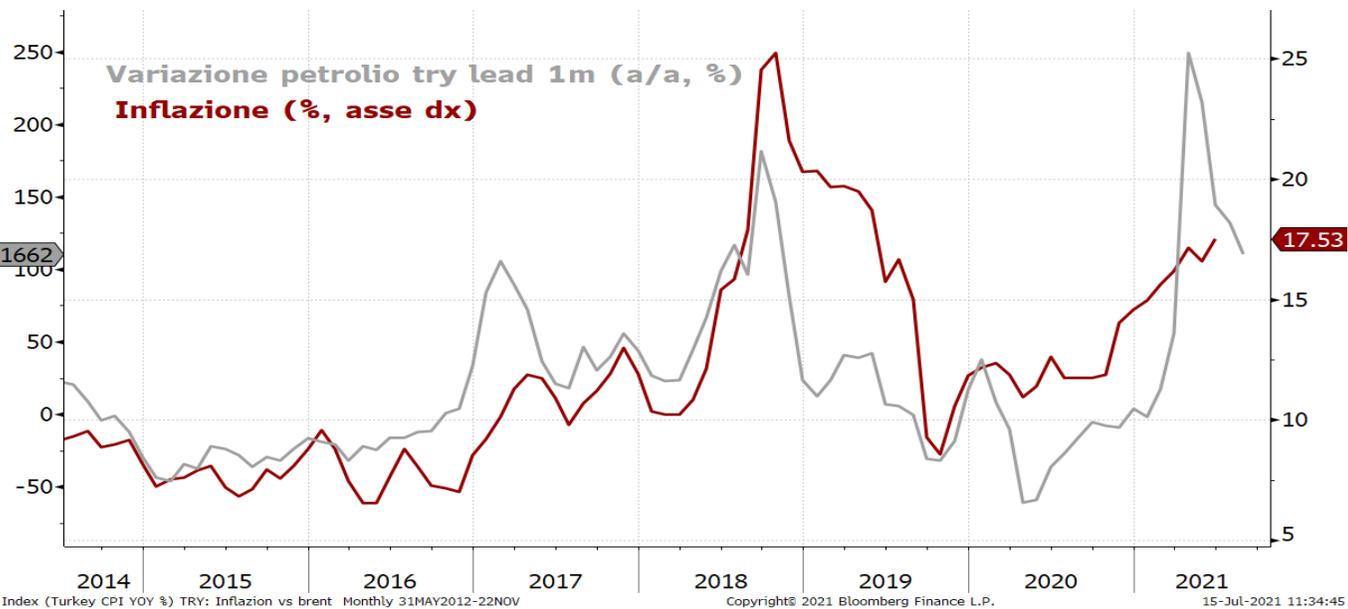
➤ Sul fronte monetario, la **Banca centrale** è rimasta uno dei pochi Istituti in campo emergente a confermare il livello di tassi d'interesse, ormai su livelli nettamente inferiori a quelli dell'inflazione. L'istituto proietta due rialzi di 25pb nel secondo semestre, decisamente meno se confrontato a quanto fatto da altre Banche centrali (e.g. Russia e Brasile).

➤ Pertanto, considerata l'euforia, ritenuta eccessiva anche dal primo produttore e consumatore al mondo (i.e. la Cina), sui metalli industriali, è possibile che il **rand possa interrompere il ciclo di apprezzamento** consolidando, in termini di EurZar, sugli attuali livelli (intorno a 17).

➤ Da un punto di vista tecnico, solo la rottura al rialzo di 17,51 proietterebbe il cambio verso 18,25 prima e 19 poi. Al ribasso, solo un ritorno dei metalli industriali sui recenti massimi potrebbe riportare il cambio verso 15,80 (scenario meno probabile).



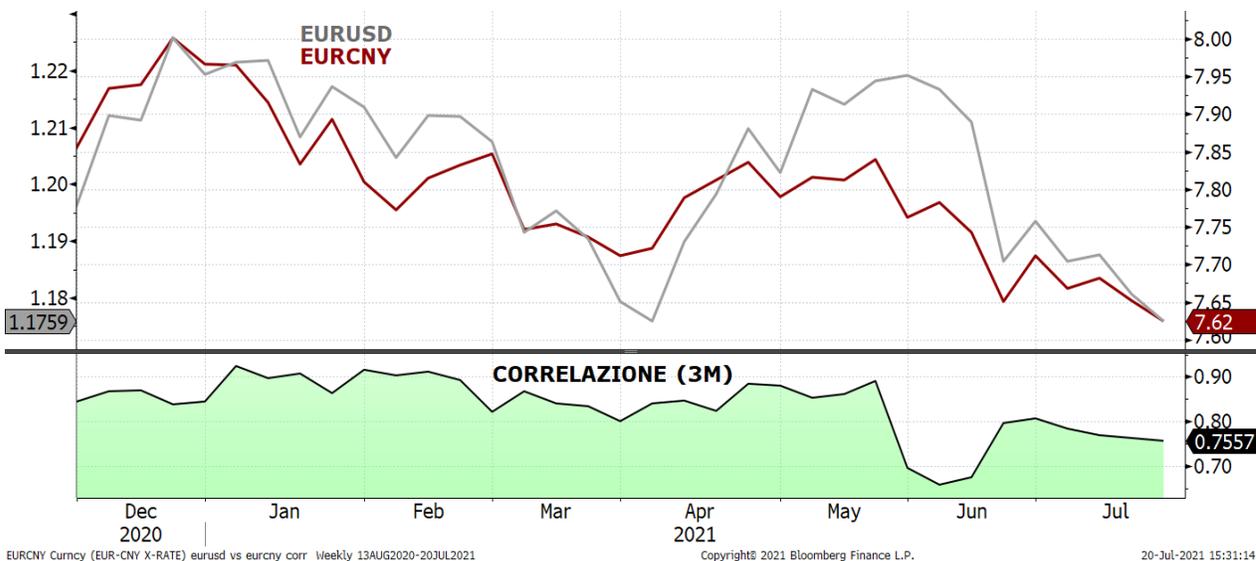
# Lira turca: spazio per un temporaneo recupero



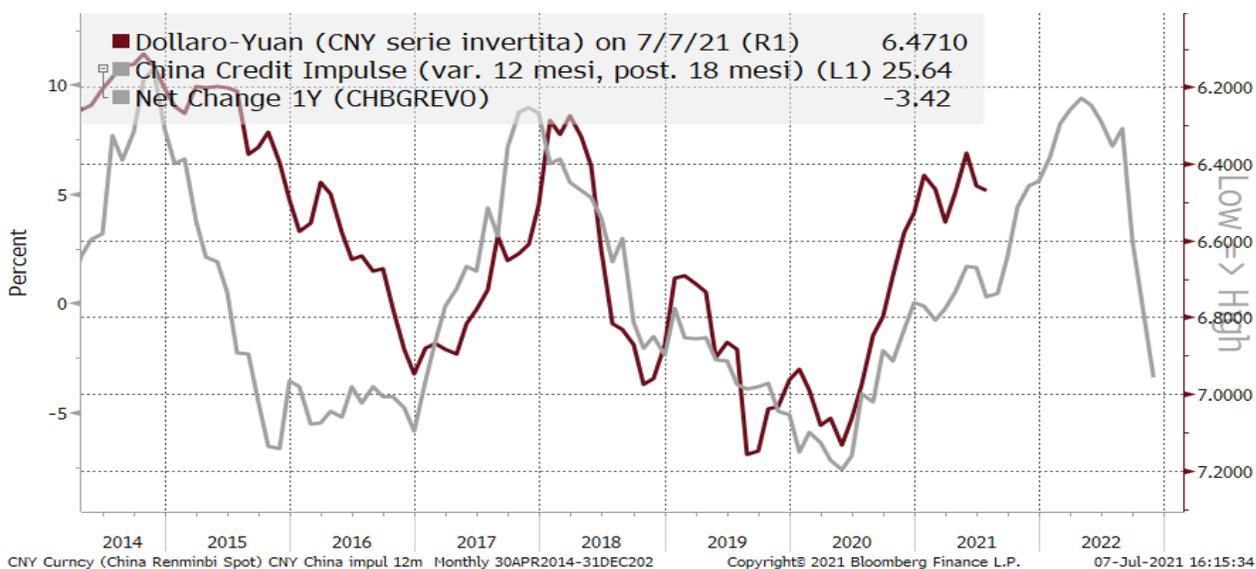
- Nel secondo trimestre, la **lira turca** ha continuato a registrare nuovi minimi storici sia verso che euro che verso dollaro.
- Il cambio al vertice della Banca centrale voluto da Erdogan, e descritto nel [nostro ultimo market outlook](#), ha infatti minato alla credibilità dell'Istituto che, con molta fatica, il precedente governatore aveva cercato di ricostituire con un importante rialzo dei tassi d'interesse.
- Tuttavia, **nei prossimi mesi si apre lo spazio per un possibile recupero della lira turca** (in un trend che rimane comunque rialzista) dettato dalla prospettiva di un aumento significativo dei tassi reali grazie alle attese di un rallentamento dell'inflazione (in primis per l'effetto confronto delle quotazioni petrolifere, vedi grafico in alto).
- In effetti, la Banca centrale ha specificato come i tassi d'interesse resteranno sugli attuali livelli fino a quando non ci sarà una concreta convergenza dell'inflazione vs il livello riportato nell'*inflation report* (poco sopra al 12%). Questo dovrebbe quindi portare ad un rialzo dei tassi reali.
- Il tutto, come detto, in un trend che rimane rialzista per le continue tensioni geopolitiche (e.g. [specialmente con gli USA](#)) assieme all'autarchia del Presidente turco.



# Yuan: possibile consolidamento nei prossimi mesi



EURCNY Currency (EUR-CNY X-RATE) eurUSD vs eurCNY corr Weekly 13AUG2020-20JUL2021 Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P. 20-Jul-2021 15:31:14



CNY Currency (China Renminbi Spot) CNY China impul 12m Monthly 30APR2014-31DEC202 Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P. 07-Jul-2021 16:15:34

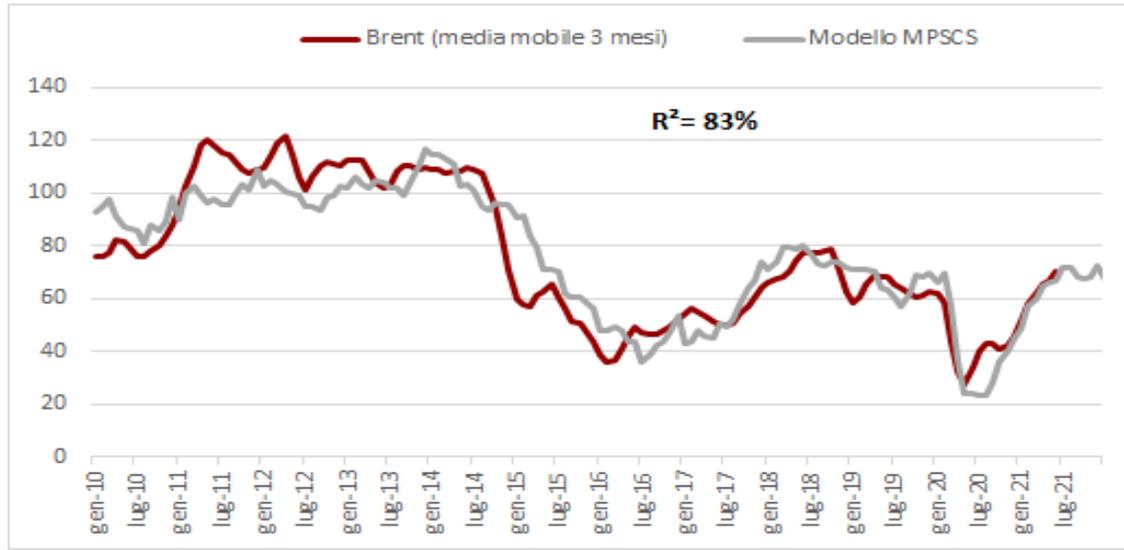
- Il cross **UsdCny**, ha interrotto, almeno momentaneamente, un trend ribassista che durava da più di un anno, consolidando poco sotto 6,50. Una pausa del movimento di apprezzamento benvista dalle Autorità cinesi, le quali, dopo aver beneficiato di uno yuan forte nelle fasi di incetta di materie prime, potrebbero ora avvallarne una debolezza relativa data la volontà dichiarata di limitare gli eccessi sui prezzi delle materie prime immettendo sul mercato parte delle proprie riserve strategiche.
- Simboliche, in tal senso, le [dichiarazioni dell'head of State Administration of Forex](#) ed il [report](#) del Financial News, dal quale si evince come lo yuan possa registrare pressioni svalutative per tutto il secondo semestre.
- Inoltre la banca centrale (PBoC), dopo aver indicato per più volte un *daily fixing* più debole del previsto, ha mandato un altro segnale di allentamento del *tightening* al mercato [alzando la riserva obbligatoria per i depositi in valuta estera](#) dal 5% al 7% a partire dallo scorso 15 di giugno. A luglio ha poi dato un ulteriore segnale di allentamento del *tightening* riducendo il coefficiente di riserva obbligatoria (RRR) per tutte le banche di 50 bps, liberando circa 1 trilione di CNH (154 miliardi di dollari) di liquidità a lungo termine
- In prospettiva, lo spazio per un'ulteriore discesa del cambio EurCny rimane piuttosto limitato (a 7,51 si trova un importante supporto statico) e, nei prossimi mesi, potremmo assistere ad un consolidamento del cambio sui livelli attuali/leggermente superiori. Dal punto di vista tecnico, i livelli da monitorare al rialzo si trovano a 7,71 (resistenza dinamica) e 7,79 (resistenza statica). Più in alto, focus su 7,89.
- Un movimento rialzista più «deciso» è atteso materializzarsi più in avanti dalla primavera 2022, anche considerata la correlazione dello yuan con la variazione del *credit impulse* (posticipato di 18 mesi). (vedi grafico a sinistra).



# MATERIE PRIME



# Brent: da acquistare sulla debolezza



- Il Brent, in scia alle riaperture è tornato ai massimi dal 2018 oltre i 77\$/b. Un contributo determinante è stato ovviamente dato dalla strategia dell'OPEC+ che, creando artificialmente un deficit di mercato, è riuscita a riportare le scorte globali al di sotto della media del periodo 2015-19. La pendenza di curva ad un anno, in forte *backwardation*, conferma la scarsità attuale di offerta rispetto alla domanda.
- Nonostante la temporanea spaccatura all'interno dell'OPEC+ tra Emirati e gli altri 22 membri ad inizio mese, alla fine i **produttori sono riusciti a raggiungere un compromesso per un aumento mensile della produzione di 400.000 b/g a partire da agosto fino a compensare i 5,8 mln b/g di taglio**. Una revisione sarà comunque valutata a fine anno. Resta ancora in sospeso un accordo sul nucleare iraniano dal quale stimiamo potrebbero arrivare sul mercato extra 800.000 b/g (fino ad un max di 1,4 mln b/g).
- **Lo scenario base resta quello di un mercato in graduale ribilanciamento verso fine anno, con il raggiungimento di un accordo tra Iran e superpotenze entro fine estate. In questo scenario**, le fasi di debolezza (supporto a 67,83 \$/b) sono occasioni di acquisto con i prezzi attesi poi recuperare e consolidare a 73 \$/b per fine anno.
- Lo **scenario di rischio** è legato ad una frenata della ripresa economica e della domanda a causa del diffondersi delle varianti. In questo caso la debolezza del petrolio potrebbe essere più pronunciata, con le quotazioni che potrebbero spingersi verso i 63\$/b.
- Infine, **non sposiamo l'idea del «superciclo» del petrolio** (prezzo verso 100\$/b) alla luce dell'elevato ammontare di tagli volontari presenti e che, a tendere, verranno progressivamente meno.



# Oro: soffre le voci di *tapering* e la forza del dollaro



- Dopo il forte recupero tra aprile ed inizio giugno, nell'ultimo mese l'oro è tornato a soffrire la svolta della Fed (che inizia a pensare al tapering) e l'apprezzamento de dollaro, disinteressandosi dei tassi reali nel frattempo tornati ai minimi.
- Sul fronte **fondamentale**, la domanda fisica si sta rafforzando soprattutto in Cina, le **banche centrali** dovrebbero continuare ad essere compratrici nette anche nel prossimo futuro (sebbene per ammontari inferiori rispetto al 2018/19), mentre la **domanda finanziaria** potrebbe continuare a latitare risentendo delle aspettative sui tassi e, in parte, della concorrenza delle criptovalute.
- Per l'estate ci attendiamo un andamento laterale in un *trading range* ampio tra i 1900\$/oncia (resistenza dinamica) e 1700 (supporto statico), con i tassi reali che potrebbero tornare a salire leggermente ed il gap con le quotazioni dell'oro a chiudersi.



- **L'importante è che nel corso dell'estate non vengano infranti i livelli tecnici spartiacque (come 1670 \$/o)**, evento che sancirebbe la fine dello trend rialzista. Dal punto di vista grafico, l'andamento del metallo nell'ultimo anno sembra ricordare quello del 2011/2013 (anno del *taper tantrum*): dopo avere registrato un record, l'oro andò incontro ad un periodo di ampio trading range laterale, creando una divergenza con i tassi reali (nuovi minimi per questi ultimi non confermati da un massimo dell'oro) per poi iniziare nel 2013 il mercato «orso» anticipando il tentativo di normalizzazione della politica monetaria da parte della Fed.



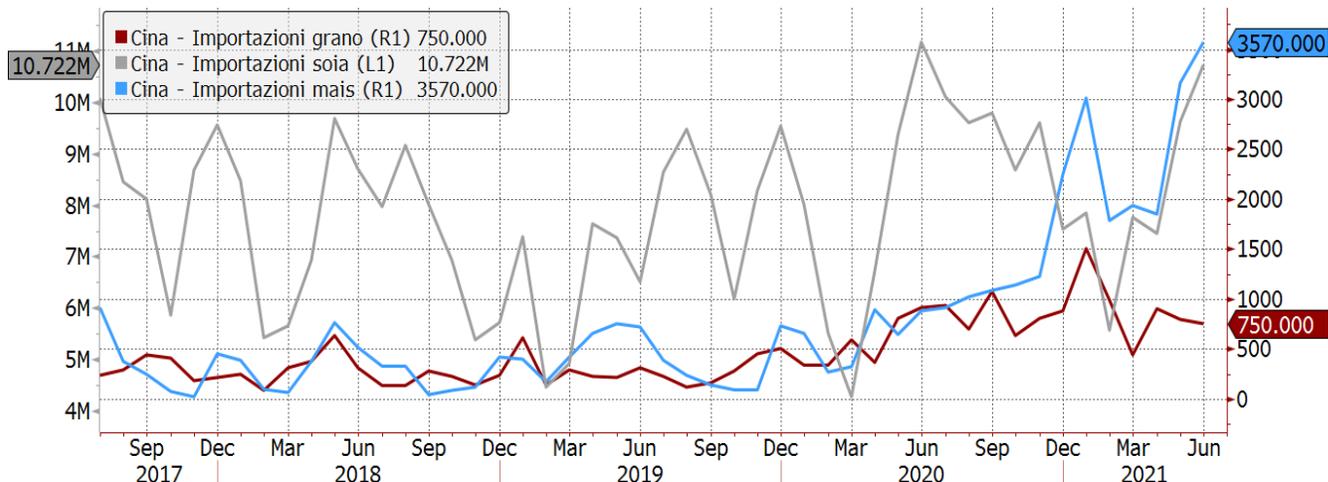
# Metalli: correzione da sfruttare per coperture



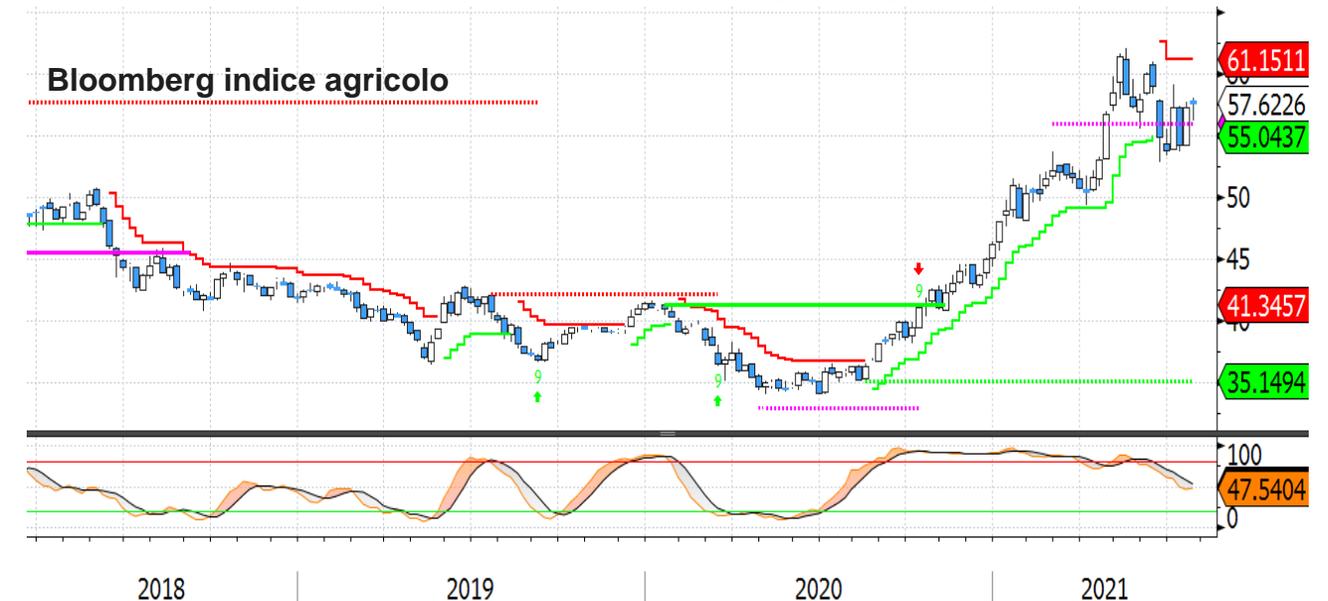
- Da oltre due mesi è in corso la **correzione che ci aspettavamo (Cina che frena, Fed meno accomodante)** cui si è poi aggiunta la recrudescenza del virus per la variante Delta.
- Elemento fondamentale la volontà della Cina (principale consumatore mondiale) di calmierare i prezzi locali, evitando un'eccessiva disponibilità di credito nel paese rispetto ai trimestri passati. Questo mese sono iniziate le vendite in modo opportunistico delle **riserve strategiche** di alluminio, zinco e rame a sconto rispetto i prezzi spot per riportare i prezzi ad un livello «normale», anche se gli ammontari sono stati inferiori rispetto alle attese dando luogo ad un rimbalzo dei metalli. Il gigante asiatico questa settimana ha annunciato un altro **round di aste** per il 29 luglio, aumentando i livelli offerti sul mercato.
- **Riteniamo che la correzione offra buone opportunità per coprirsi dal rischio rialzi dei metalli da qui a 12 mesi.**
- Il **rame** ha i fondamentali più deboli nel breve termine (il premio per l'import in Cina pur in fase di recupero è vicino ai minimi da quattro anni, la pendenza di curva segnala un mercato senza grossi stress). Dati però gli **elevati rischi politici** presenti sulla produzione in Sud America (il 21 novembre ci saranno le elezioni generali in Cile, l'area è soggetta al rischio di scioperi per rivendicazioni salariali, in Perù il neopresidente è favorevole a politiche fiscali meno vantaggiose per le società minerarie) vediamo area 9000\$/ton come un livello dove cominciare a prendere esposizione sul rame (anche se i prezzi potrebbero anche calare temporaneamente al di sotto).
- I fondamentali sull'**alluminio** sembrano decisamente migliori, con i premi sulla consegna fisica a livelli record nelle principali aree. Già intorno a 2400\$/t potrebbero essere iniziate le prime coperture, tuttavia confidando nella debolezza temporanea innescata dalle vendite delle riserve cinesi durante l'estate, si potrebbe assistere anche ad una temporanea e rapida discesa verso i 2300/2200\$/t.



# Agricole: smaltiti alcuni eccessi, incognita meteo estivo



CNIVWHEA Index (China Import Commodity Volume - Wheat) w 1: import cina grano M Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.



BCOMAG Index (Bloomberg Agriculture Subindex) TD MANNUX WEEKLY Weekly 22JUL2016 Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

➤ Dopo aver toccato i massimi multi annuali, da maggio è partita una correzione sulle principali commodity agricole. Con gli operatori che avevano scontato uno scenario molto pessimista sui raccolti globali, in un contesto di forti importazioni cinesi ed elevata partecipazione speculativa sono bastate indicazioni meno negative dall'USDA e la combinazione di un periodo più favorevole dal punto di vista climatico per dar luogo ad un ridimensionamento delle quotazioni.

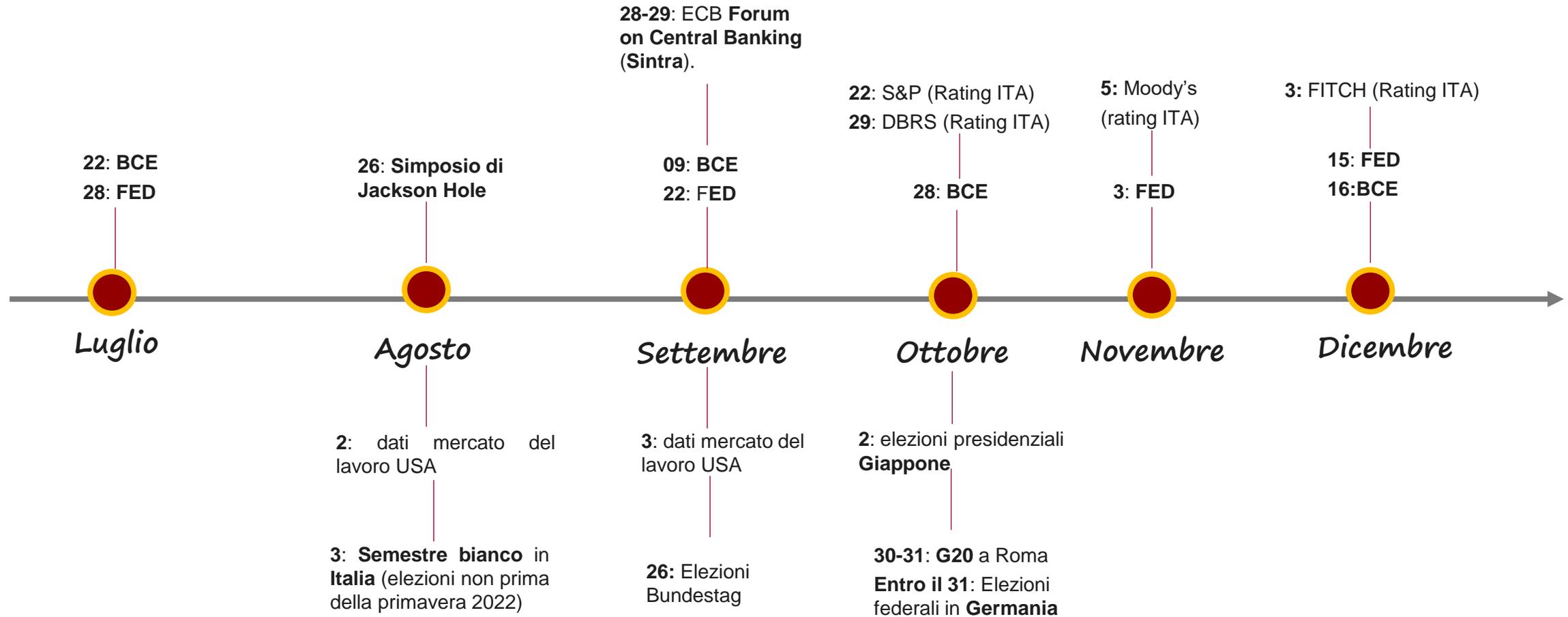
➤ In questo momento è però tornata una **forte volatilità** prima causata dal report USDA sui terreni di fine giugno e, più di recente, dalle condizioni meteo particolarmente sfavorevoli ai raccolti in Nord America, Europa e Brasile.

➤ **Riteniamo che il basso livello di scorte globali previsto per quest'anno favorisca il proseguimento di prezzi molto più elevati nel 2021 rispetto al 2020.** Tuttavia, in assenza di un deterioramento significativo del meteo (con ripercussioni effettive sul prossimo raccolto), i **prezzi estivi potrebbero restare al di sotto dei massimi dell'anno su soia, grano e mais.** Nel caso le condizioni meteo migliorassero nelle prossime settimane i prezzi dei future potrebbero tornare verso i seguenti livelli durante l'estate: grano USA 600c\$, mais 500c\$, soia sotto 1300c\$.

➤ Per fine anno molto dipenderà dal ritorno o meno del fenomeno climatico **La Niña**. Qualora si manifestasse con forte intensità, essendo il secondo anno consecutivo, potremmo andare incontro a nuove pressioni rialziste sui prezzi. Le probabilità di un ritorno sono piuttosto elevate (lo US Climate center prevede un 66% di probabilità tra novembre e gennaio e 51% tra agosto e ottobre).



# Calendario: principali eventi 2021



# In Sintesi

		3T 2021	4T 2021	1T 2022
TASSI D'INTERESSE (10 Y)	US TREASURY	1,55%	1,40%	1,30%
	BUND	-0,30%	-0,35%	-0,40%
	BTP	0,85%	0,90%	0,90%
TASSI DI CAMBIO	EURUSD	1,16	1,18	1,20
	EURJPY	131	128	126
	EURGBP	0,87	0,88	0,88
	EURBRL	6,40	5,90	6,00
	EURCNY	7,70	7,80	7,96
	EURZAR	17,50	17,00	18,00
	EURRUB	88	85	83
	EURTRY	9,70	9,80	10,25
MATERIE PRIME	BRENT (\$/barile)	68	74	71
	ORO (\$/oncia)	1830	1880	1850
	RAME (\$/t)	9500	9800	9600



# Il Team di Market Strategy



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



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



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



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



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



## Disclaimer

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

Il presente documento "Documento" è redatto e distribuito da MPS Capital Services Banca per le Imprese S.p.A. ("MPS Capital Services") in forma elettronica ai propri Clienti. MPS Capital Services è società appartenente al Gruppo Montepaschi e intermediario autorizzato ai sensi di legge. Il Documento è indirizzato esclusivamente al destinatario e non può essere riprodotto in nessuna sua parte né può essere introdotto o inserito in archivi o siti internet o trasmesso, distribuito o comunicato a soggetti terzi diversi dall'originario destinatario in qualsivoglia forma o modo. Il Documento è destinato esclusivamente alla consultazione da parte della clientela di MPS Capital Services e viene diffuso per mera finalità informativa ed illustrativa; esso non intende in alcun modo sostituire le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del Documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione per conto proprio o in qualità di 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](http://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.



