



CAPITAL SERVICES
GRUPPOMONTEPASCHI

Inflazione osservata speciale

Ufficio Market Strategy

Marzo 2021

INDICE

1. CONTESTO DI MERCATO
2. BANCHE CENTRALI, TASSI E SPREAD
3. VALUTE
4. MATERIE PRIME
5. TABELLA DI SINTESI



CONTESTO DI MERCATO



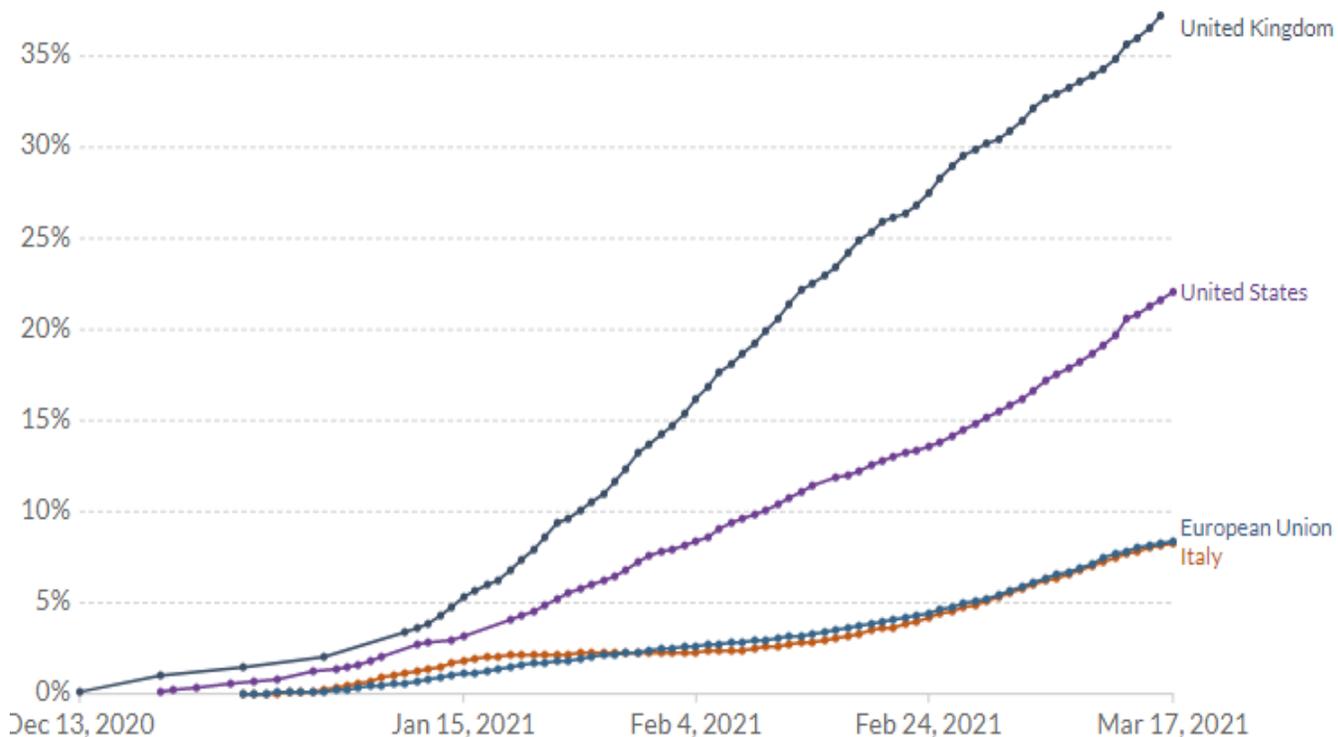
La campagna vaccinale alla base delle prospettive economiche

Share of people who received at least one dose of COVID-19 vaccine

Share of the total population that received at least one vaccine dose. This may not equal the share that are fully vaccinated if the vaccine requires two doses.



+ Add country



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

- Il ritardo prevedibile (slide 5 del nostro [Annual Outlook](#)) nella campagna vaccinale accumulato dall'Unione Europea rispetto ai paesi anglosassoni determina differenti prospettive in termini di riapertura delle economie nel secondo trimestre 2021 e un differente atteggiamento di politica monetaria.
- Abbiamo così banche Centrali che si preoccupano del rialzo dei rendimenti (BCE) e quelle che invece sono a loro agio (Fed e BoE).



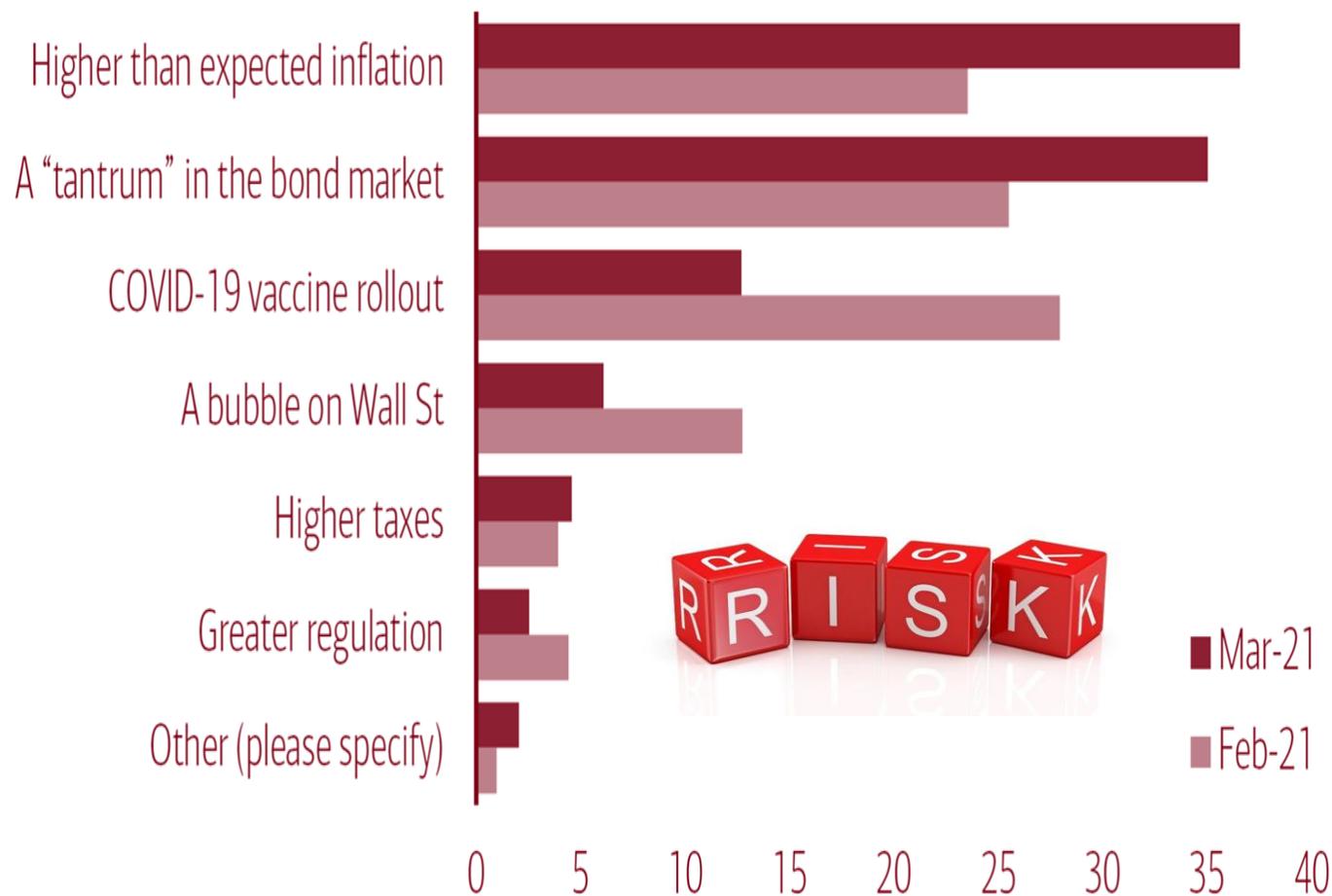
Lo Stimolo Fiscale



- Il 12 marzo 2021, Biden ha firmato l'**American Rescue Plan Act**, ovvero misure di aiuto con un costo stimato di \$ 1.844 Mld\$ (circa l'8,8% del PIL del 2020). Di questi ca. 400 Mld\$ sono accrediti diretti e assegni inviati via posta ai cittadini (famiglie con reddito < 150.000\$). Secondo un'indagine Deutsche Bank sulle intenzioni di spesa, circa il 37% di questi soldi saranno investiti sul mercato azionario.
- Il piano arriva dopo quello da 868 Mld\$ (circa il 4,1% del PIL) firmato da Trump solo lo scorso dicembre e anticipa un secondo piano che interesserà infrastrutture, clima e lavoro per un ammontare stimato tra i 3.000 e i 4.000 Mld\$ spalmati in 10 anni. Quest'ultimo tuttavia, necessiterà del sostegno dei repubblicani per passare al Senato e difficilmente vedrà la luce prima dell'autunno 2021.
- In Europa il sostegno fiscale sarà meno della metà di quello USA (rapportato al PIL) in sensibile riduzione rispetto al 2020. La BCE ha richiamato la necessità di fare veloce nel finanziamento dei progetti legati al Next Generation EU, un piano che, tuttavia, «potrebbe rivelarsi insufficiente» stando alle parole del membro BCE, Isabel Schnabel.



I Rischi

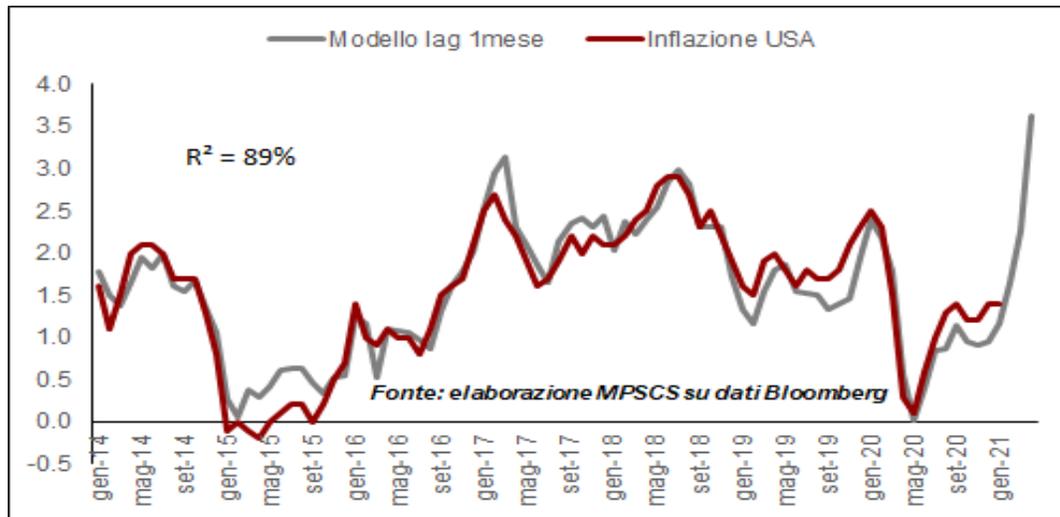
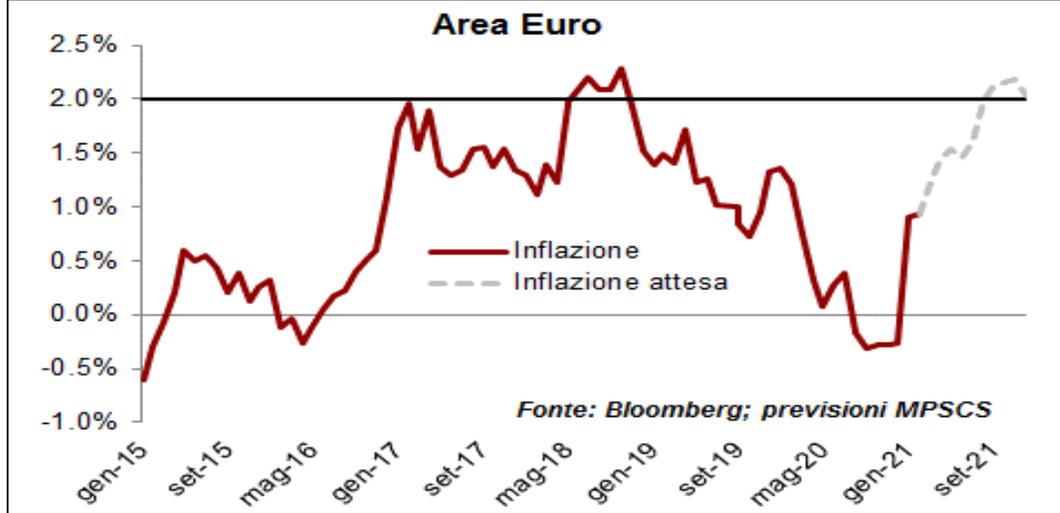


- Secondo l'indagine mensile di BofA ML, dopo ben 12 mesi, il rischio legato ad una efficace messa a terra della campagna vaccinale (i.e. efficacia vaccini vs nuove mutazioni, etc.) non è più percepito come il rischio principale.
- Con la Fed che ha scelto di stare «dietro la curva» i rischi principali ora sono: 1) un'**inflazione superiore alle attese** per un lungo periodo di tempo; 2) un nuovo «**Taper Tantrum**» come nel 2013.
- Tali rischi hanno, a nostro avviso, probabilità tutt'altro che marginali.

Fonte: Global Fund Manager Survey di BofA ML del 16 marzo 2021.



Inflazione: aumentano le pressioni al rialzo



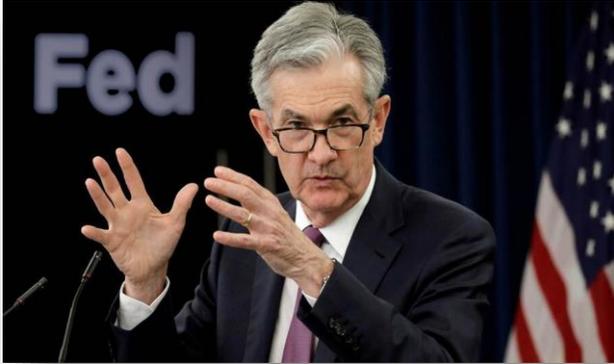
- **Pressioni al rialzo sui prezzi stanno emergendo da vari indicatori**, tra cui i prezzi alla produzione e i costi di acquisto all'interno degli indici PMI e ISM. L'aumento è legato principalmente all'incremento dei prezzi delle materie prime, ma anche all'aumento dei ritardi che si stanno riscontrando nelle catene di distribuzione.
- Il rialzo superiore alle nostre attese del prezzo del petrolio, unito ad una revisione sostanziale dei pesi all'interno del paniere di riferimento (impatto di +0,3% secondo uno studio BCE) ci hanno portato a rivedere le stime sull'inflazione dell'Eurozona. La media annua è attesa ora all'1,6% con picco al 2,2% nel quarto trimestre.
- Oltre agli elementi sopra citati, l'inflazione del 2021 dipenderà anche da fattori temporanei come il venir meno del taglio dell'IVA in Germania, l'introduzione della carbon tax e l'aumento del salario minimo sempre in Germania.
- Negli **USA**, in base alle nostre stime, l'inflazione dovrebbe raggiungere il picco intorno a maggio, quando è attesa salire poco sopra al 3%.



BANCHE CENTRALI, TASSI E SPREAD



Fed e BCE: «gemelli diversi»



1. Powell: «La politica monetaria si basa sui progressi attuali non su quelli prospettici» ; «La risalita dei Treasury? Riflette la fiducia nella ripresa» ; le condizioni di finanziamento restano «estremamente accomodanti»; «il rialzo dell'inflazione sarà temporaneo».
1. La Fed è dietro la curva. Il rischio è quello di rincorrere l'inflazione.
2. Attenzione a metà anno quando si tornerà a parlare prepotentemente di *tapering* (che la Fed potrebbe annunciare tra fine 2021/inizio 2022)

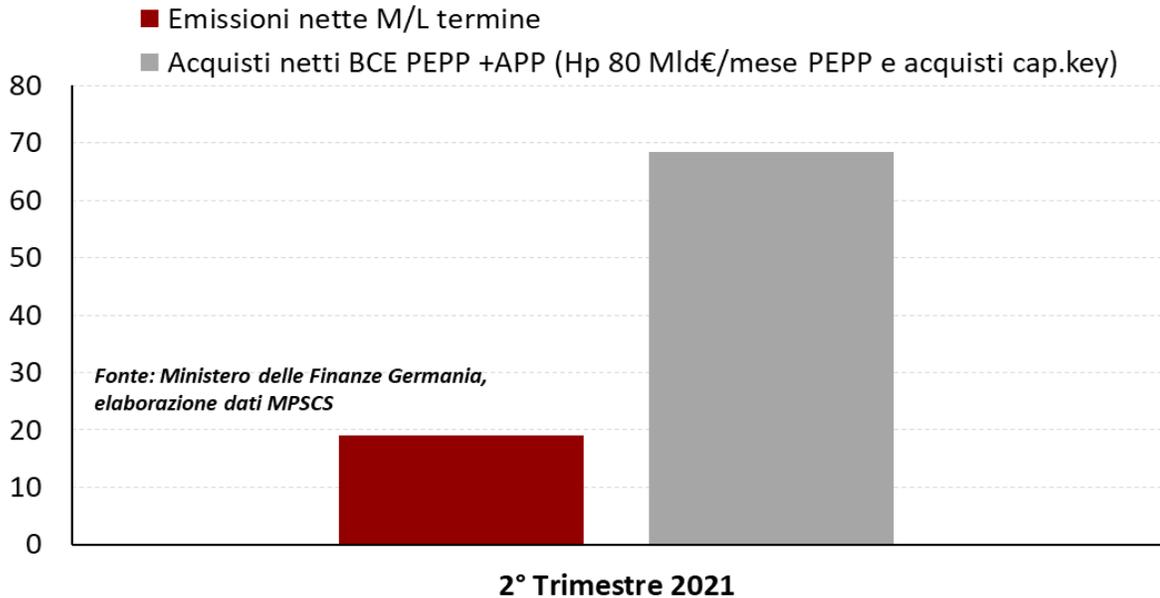


1. BCE: «Tassi di mercato più alti pongono un rischio al mantenimento di condizioni di finanziamento favorevoli» e un *tightening* prematuro è «non gradito».
2. Panetta: «**HARDER, BETTER, FASTER, STRONGER**» Più intensamente spingiamo per chiudere l'output e l'inflation gap, migliori saranno le prospettive per l'economia dell'area dell'euro. E più velocemente ci arriviamo, più forte sarà il nostro potenziale di crescita»
3. Lane «La BCE garantirà che i rendimenti rimangano coerenti con lo stato dell'economia»; «la decisione di aumentare il ritmo degli acquisti è un riflesso della capacità della BCE di ridurre la correlazione dei tassi govies Euro da quelli internazionali» Tradotto: tassi bassi o più bassi degli attuali livelli almeno fino almeno all'estate.
4. Ci aspettiamo BCE accelererà il ritmo del PEPP a 80 Mld€ di acquisti mensili medi nel 2° Trimestre.

Bund supportato dagli acquisti BCE



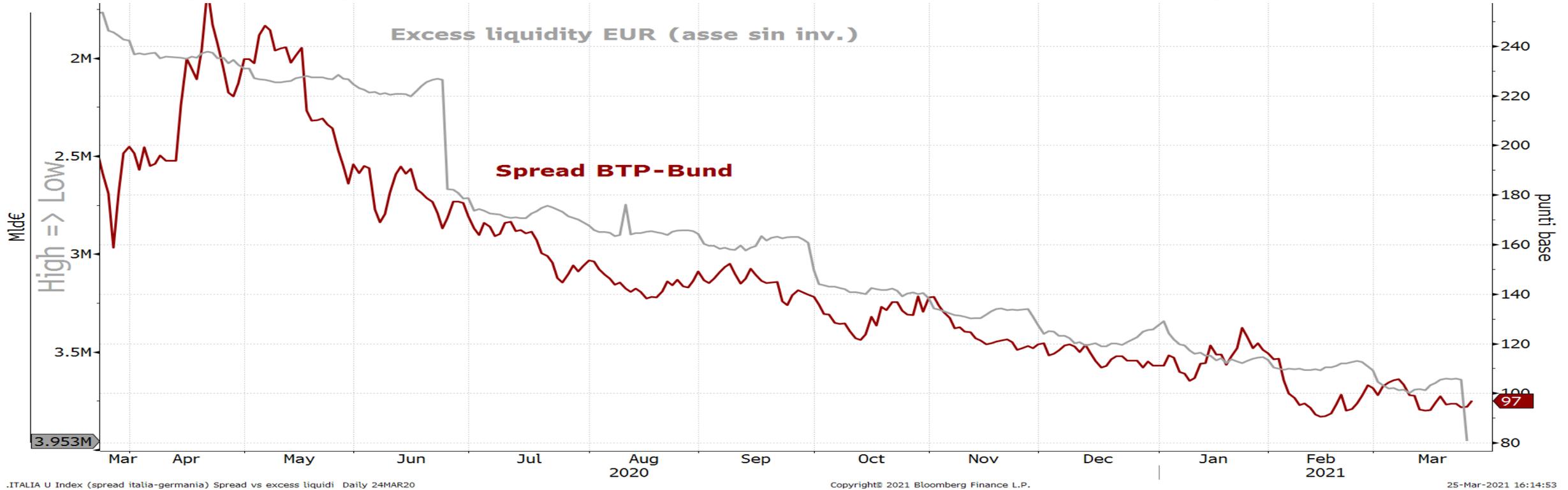
- **Diversamente dalle nostre attese**, in questi primi mesi del 2021, i tassi Bund hanno seguito pedissequamente al rialzo quelli Treasury senza prezzare l'enorme differenza in termini di progressione nella campagna vaccinale e prospettive economiche tra le due sponde dell'Atlantico.
- La correlazione si è indebolita solo dopo l'esplicito impegno da parte della BCE ad aumentare il ritmo degli acquisti PEPP nel 2°T al fine di preservare condizioni finanziarie e di finanziamento favorevoli.
- **In prospettiva**, ci aspettiamo una sorta di *cap virtuale* da parte della BCE al **decennale Bund che non dovrebbe andare**, se non per brevi periodi, oltre i **recenti massimi di febbraio di -0,20%**. **Viceversa**, un'eventuale pausa nella corsa al rialzo dei tassi Treasury, potrebbe agevolare un ridimensionamento dei tassi tedeschi verso area **-0,46%**.



- A supportare un ridimensionamento dei tassi tedeschi dovrebbe anche contribuire una **minore pressione sul lato dell'offerta**.
- Ipotizzando, infatti, nel 2°T, acquisti medi mensili di PEPP di circa 80 Mld€ al mese (secondo un *rumor* la BCE intende acquistare tra i 60-100 Mld€ al mese), **l'offerta netta di titoli a M/L termine tedesca** (19 Mld€ nel 2°T) **verrebbe ampiamente coperta dagli acquisti netti da parte dell'Istituto di Francoforte** (68 Mld€ circa ipotizzando acquisti in linea con le *capital key*).
- Stando alle ultime indiscrezioni, **il Governo tedesco sarebbe pronto ad incrementare di 60 Mld€ le emissioni nette nel 2021** per finanziare nuovi aiuti all'economia, vista la recente proroga delle misure di contenimento. Anche considerando un aumento di 20/30 Mld€ di nuove emissioni nel 2°T, la BCE riuscirebbe comunque a coprire le emissioni nette.



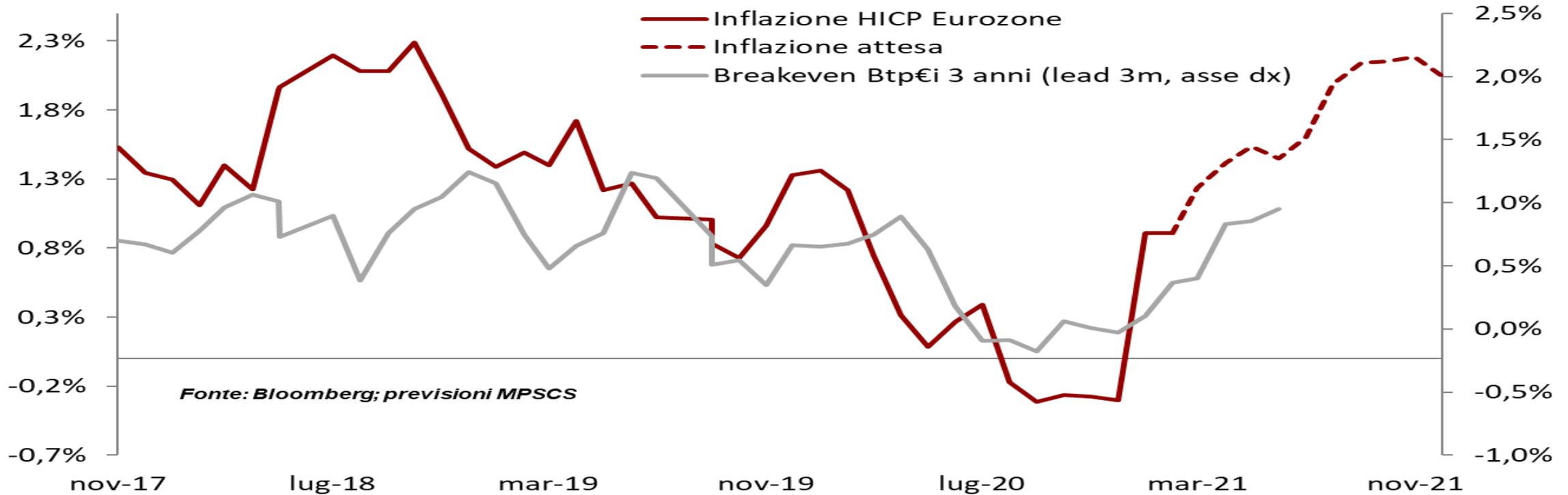
BTP: spazio per una discesa dei tassi e dello spread



- In questi primi mesi del 2021, il decennale BTP si è mosso all'interno del *trading range* (0,40% la parte bassa, 0,80%-0,90% la parte alta) che avevamo indicato nell'Annual Outlook (cfr. [slide18](#)). Al rally della carta italiana per l'avvio del Governo Draghi è, infatti poi seguito il movimento di rialzo in simpatia con i tassi *core*.
- In uno scenario di minori pressioni al rialzo sui tassi, grazie soprattutto all'intervento della BCE, la carta italiana dovrebbe rimanere ben supportata con il tasso decennale atteso confermare il *trading range* 0,50-0,90%.
- Sul fronte spread, continuiamo a credere che ci sia spazio per un ulteriore ribasso in **area 75pb in scia con l'attesa di un ulteriore aumento della liquidità in eccesso (cfr. grafico).**



Linker: ancora positivi sulla parte a breve BTP€i



- La parte a breve della curva italiana presenta al momento pochi margini di ulteriore discesa in termini di tasso nominale, essendo ormai a poca distanza dal livello del tasso sui depositi BCE. Solo un eventuale taglio dei tassi da parte della BCE potrebbe dare una ulteriore spinta, ma tale ipotesi non rientra nel nostro scenario base.
- In questo contesto, **la componente di linker legata all'inflazione eurozona potrebbe essere uno strumento interessante**, soprattutto sulla parte a breve della curva BTP€i. Al momento infatti, le *breakeven* non sembrano scontare a pieno lo scenario di accelerazione dell'inflazione che ci attendiamo da marzo/aprile in avanti. I margini di rialzo delle BE a 2-3 anni sono nell'ordine dei 30-50pb nel corso dei prossimi 3 mesi.



Treasury 10Y: fase finale del rialzo



.FF2023 U Index (FF2023) T10Y vs prob fed hike Daily 21SEP2020-26MAR2021

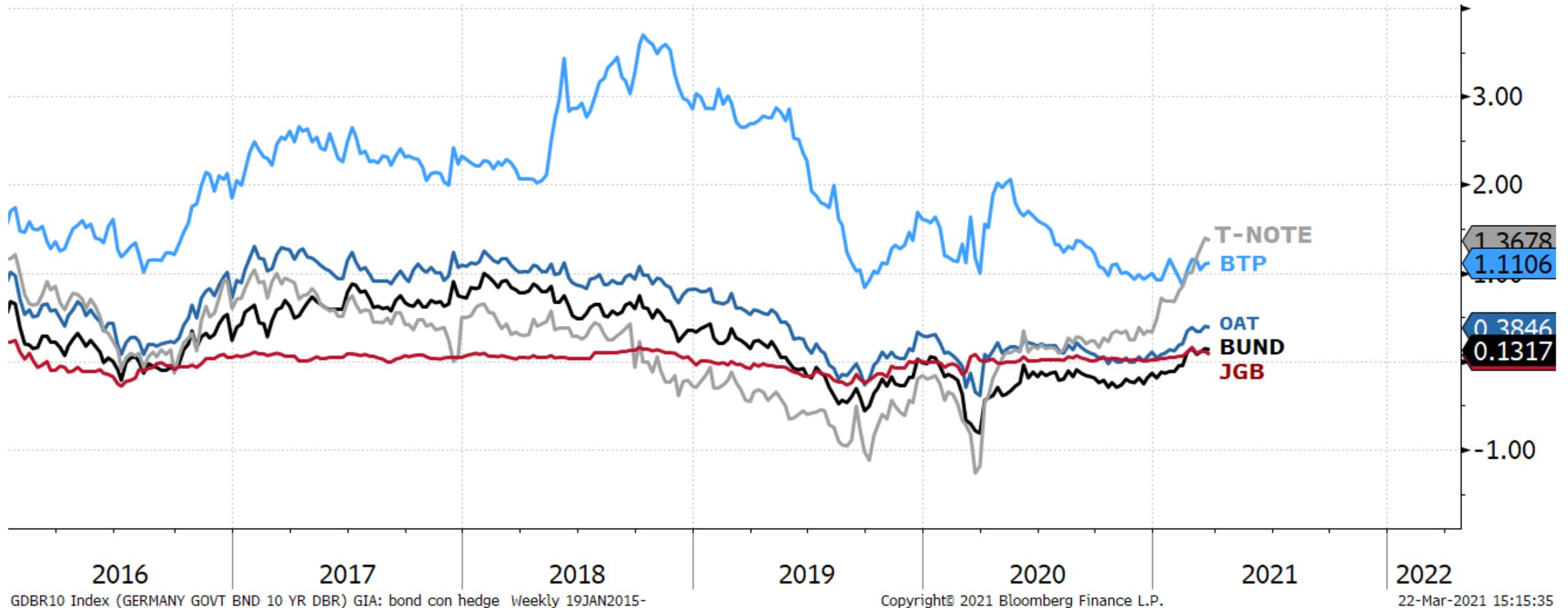
Copyright© 2021 Bloomberg Finance L.P.

26-Mar-2021 12:10:29

- La Fed ha promesso che non «porterà via il carrello dei liquori» e la festa può continuare. La tendenza **nel corso del 2° trimestre del tasso decennale Treasury è verso area 2% (1,94% tecnicamente parlando)**. Il miglioramento del quadro macro grazie all'avanzare della campagna vaccinale, il piano Biden pari al 9% del PIL, l'inflazione in forte accelerazione e le pressioni in offerta (il Tesoro dovrebbe effettuare emissioni nette per 500 Mld\$ nel 2°T) sono tra i principali fattori che dovrebbero mantenere alte le pressioni al rialzo sui tassi USA a medio lungo termine.
- Tuttavia, crediamo che la prossima sia l'ultima gamba del rialzo. Al momento reputiamo difficile che il movimento possa spingersi oltre il livello sopra indicato, in quanto: 1) un rialzo al di sopra dovrebbe avere effetti fortemente negativi sugli altri asset (e.g. azionario) il che spingerebbe la Fed a intervenire (Powell ha dichiarato che movimenti «turbolenti» del mercato sarebbero fonte di preoccupazione); 2) i Treasury agli attuali livelli sono sempre più attraenti per gli investitori esteri (e.g. quelli giapponesi) la cui domanda dovrebbe contribuire a frenare eccessivi rialzi; 3) il mercato, sull'onda della forte ripresa economica e accelerazione dell'inflazione, potrebbe tornare a prezzare una Fed a tendere (fine anno) meno accomodante (taper tantrum).



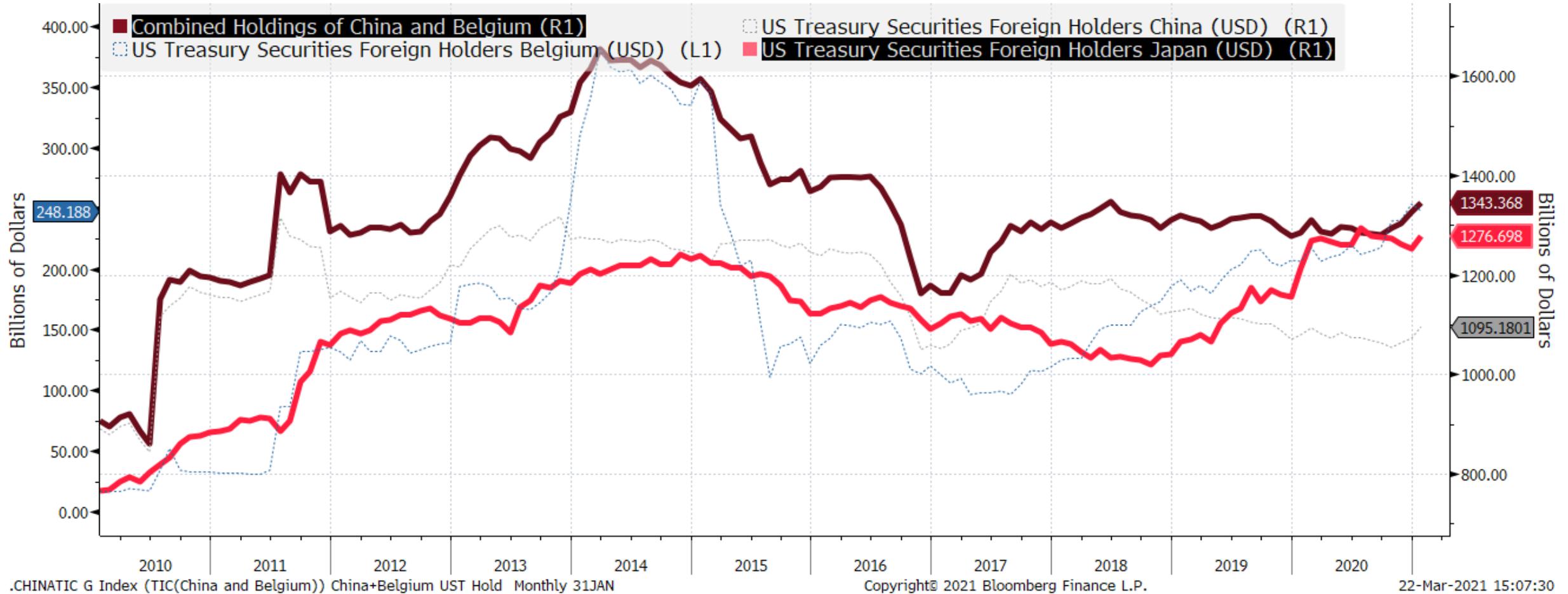
Treasury sempre più attraenti per i giapponesi



- L'investimento a cambio coperto in Treasury USA è diventato particolarmente attraente per gli investitori Giapponesi in questo inizio 2021. A cambio coperto, oltre a superare il nostro BTP sul tratto decennale, è tornato ai livelli del 2015.
- Questo può attirare ulteriori flussi di acquisto da parte del [GPIF](#), il fondo pensione governativo giapponese con oltre 1.600 Mld\$ di AUM. Circa la metà di questi investiti in obbligazioni governative, con quelle estere a cambio coperto che vengono trattate alla stregua dei JGB.



Giappone e Cina sono tornati ad acquistare Treasury



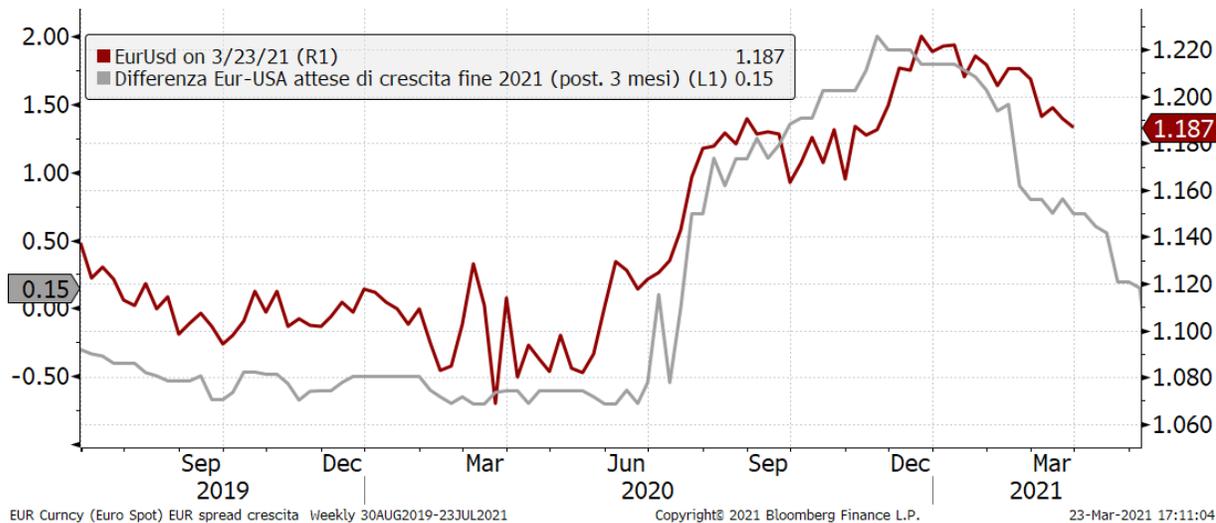
- Negli ultimi mesi (dati a fine gennaio) Cina e anche Giappone sono tornati ad acquistare Treasury. Ricordiamo che per valutare gli holding di Treasury detenuti dalla Cina, dobbiamo sommare quelli detenuti direttamente con quelli allocati presso banche depositarie in Belgio. Questi ultimi nel 2010 erano poco sotto i 20 Mld\$, mentre oggi sono saliti a 248 Mld\$.
- Questa tendenza è destinata a confermarsi nei prossimi mesi e porre un freno al rialzo dei tassi Treasury.



VALUTE



Eurodollaro: verso 1,16 entro l'estate



➤ Da inizio marzo il mercato sta iniziando a metabolizzare gli elementi a sostegno della nostra [view di dicembre](#), in particolare: 1) l'attesa di un differenziale di crescita (cfr. grafico a sinistra) e tassi a favore degli USA rispetto all'Area euro grazie al *boost* del piano di aiuti da 1.900 Mld\$ ed al gap di immunizzazione tra le due sponde dell'Atlantico; 2) il rientro, per ora parziale, del posizionamento speculativo netto lungo di euro vs dollaro (cfr. tabella sotto riportata). Su quest'ultimo fronte, il cambio fin qui sembra comportarsi come nel 2013 (anno del *taper tantrum*), sebbene in quel caso il movimento sia partito alla fine.

➤ Il dollaro al momento presenta un rendimento interessante unito alla caratteristica di essere un «porto sicuro». In prospettiva, al di là di rimbalzi di breve respiro, continuiamo ad aspettarci un EurUsd in calo verso 1,16 entro l'estate.

➤ E il tema dei deficit gemelli che aveva portato al deprezzamento del dollaro? Il deficit soprattutto quello di bilancio non è scomparso, anzi è aumentato ulteriormente. Per ora il rialzo dei tassi Treasury è sufficiente ad attirare l'interesse degli investitori contribuendo a mantenere tonico il biglietto verde. Il tema potrebbe ritornare di moda più in avanti verso la fine dell'anno.

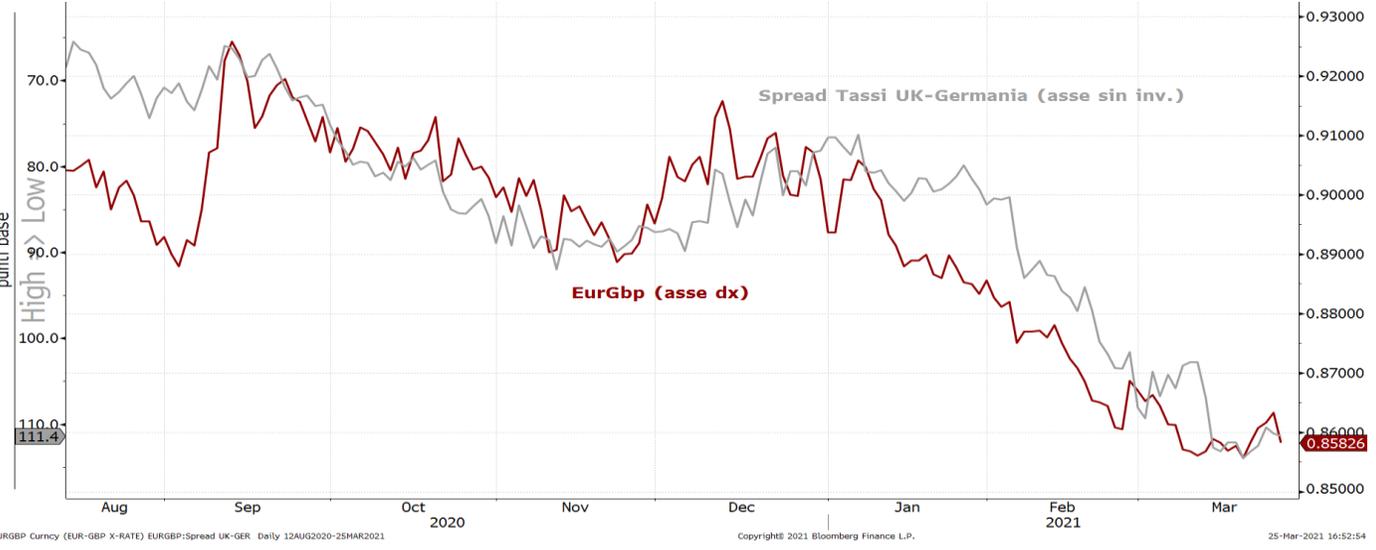
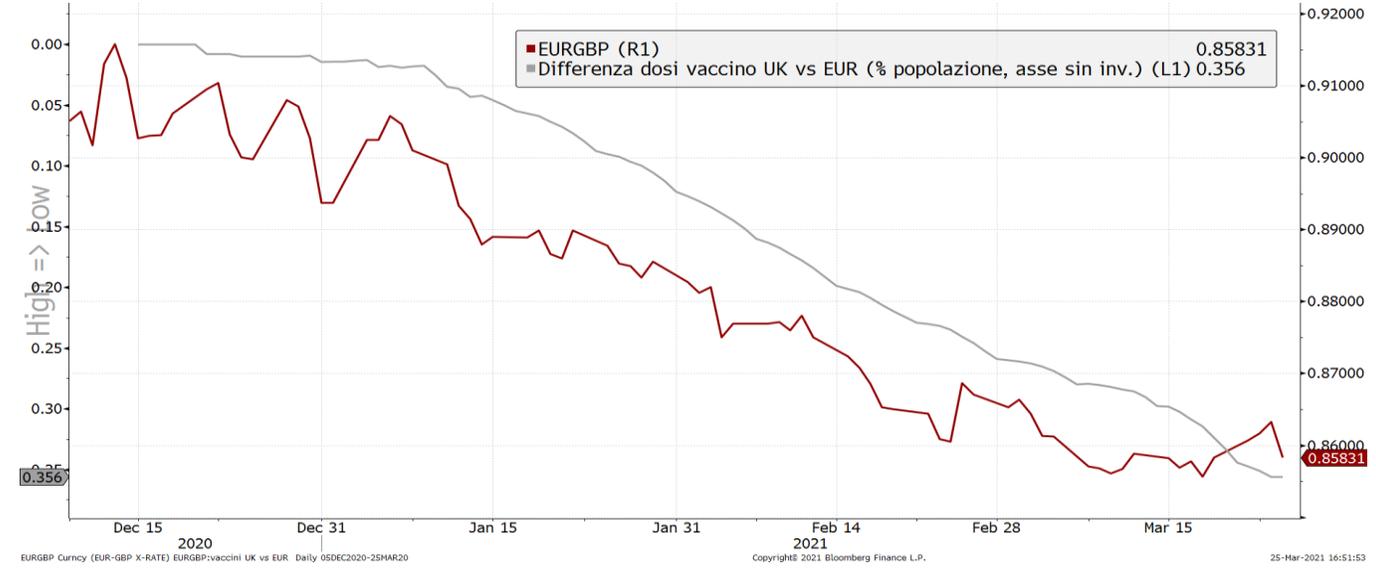


PERFORMANCE (%) dal picco speculatori				
	EURUSD	3M	6M	12M
6 MAGGIO 2011	1,432	-0,3	-3,8	-8,9
4 OTTOBRE 2013	1,354	0,7	1,2	-6,6
20 APRILE 2018	1,229	-4,6	-6,8	-8,5
28 AGOSTO 2020	1,19	0,2	1,3	

NOTA: La tabella, riporta le variazioni percentuali del cambio EurUsd successive al picco delle posizioni speculative nette lunghe di euro vs dollaro pesate per gli *open interest*.



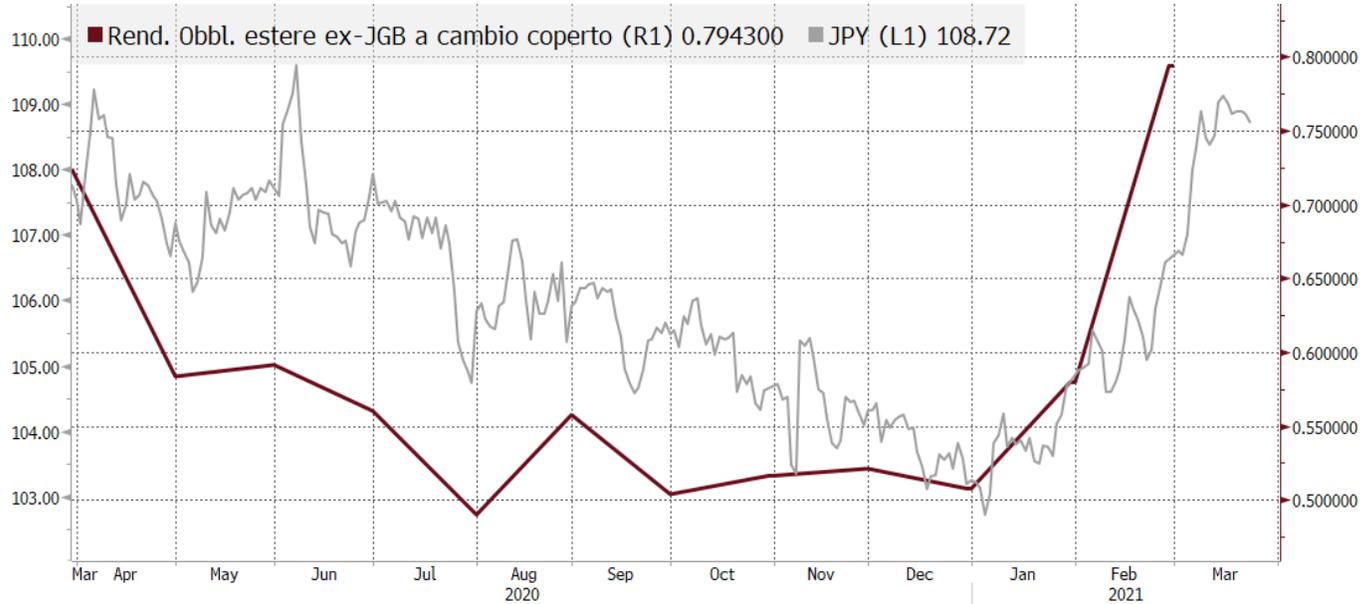
Sterlina: progressi sui vaccini restano il mover principale



- Il successo della campagna vaccinale in UK resta per il momento il principale driver dell'apprezzamento della sterlina assieme al differenziale dei tassi che si è ampliato a favore del Regno Unito. Il mercato di fatto sta prezzando che una veloce immunizzazione della popolazione porti ad una veloce riapertura dell'economia britannica attesa sovraperformare quella Europea nel 2° trimestre. Questi venti favorevoli potrebbero spingere nei prossimi mesi il cambio EurGBP fin verso area 0,83.
- Tuttavia, si sta tornando a parlare di «nazionalismo dei vaccini», con l'Europa che sta pensando di bloccare l'esportazione di Astrazeneca in UK proprio mentre il Regno Unito sta accelerando sull'onshoring della produzione di vaccini per rendere il Paese autosufficiente. Se confermato, il blocco potrebbe riguardare circa il 20% della fornitura e ritardare di due mesi la campagna di vaccinazione in UK.
- Inoltre, più in avanti nell'anno, quando il gap vaccinale con l'UE verrà progressivamente chiuso, ci aspettiamo che il mercato torni a dare maggior peso agli effetti negativi della Brexit sulla crescita più pesanti delle attese (aumento dei costi di spedizione, burocrazia ai confini, rischio di ulteriore migrazione finanziaria possono impattare negativamente la ripresa). A questo riguardo, inoltre, le tensioni UE-UK sono tornate a salire dopo l'avvio da parte della Commissione europea di un'azione legale contro Londra accusata di aver violato il protocollo sull'Irlanda del Nord dell'Accordo di recesso. Tutto quanto sopra considerato il cambio potrebbe tornare verso 0,88 nella seconda parte dell'anno.



EurYen: da vendere sulla forza

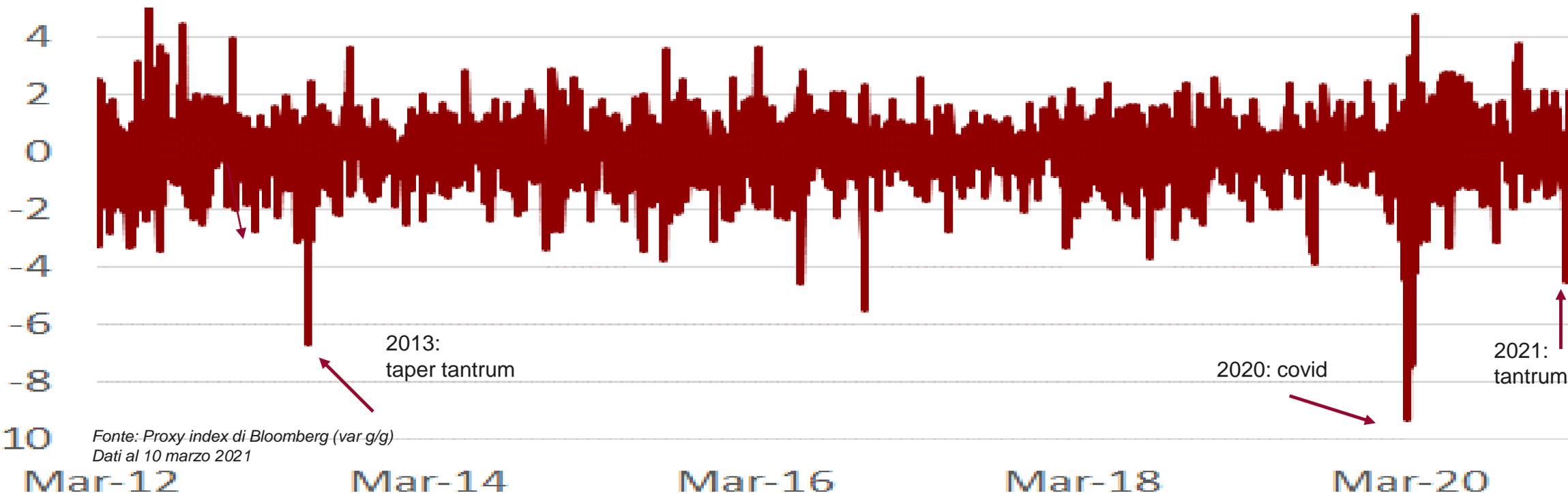


- In questo inizio 2021, a supportare la rinnovata debolezza dello yen oltre al clima di *risk-on* hanno contribuito, il ritardo nella partenza della campagna vaccinale e, soprattutto, il deciso allargamento dello spread di rendimento a favore delle obbligazioni estere vs JGB.
- In particolare, la correlazione tra JPY e tasso decennale treasury risulta la più elevata tra le valute G10.
- Le posizioni nette lunghe combinate di Eur vs Jpy (indicatore contrarian) risultano essere elevate, ma non ancora su valori estremi.
- In prospettiva, riteniamo possibile un ulteriore rialzo del cambio EurJpy in primavera verso 130, ma successivamente, più in avanti nell'anno, è atteso tornare a scendere verso 125.



Valute emergenti: taper tantrum déjà vu

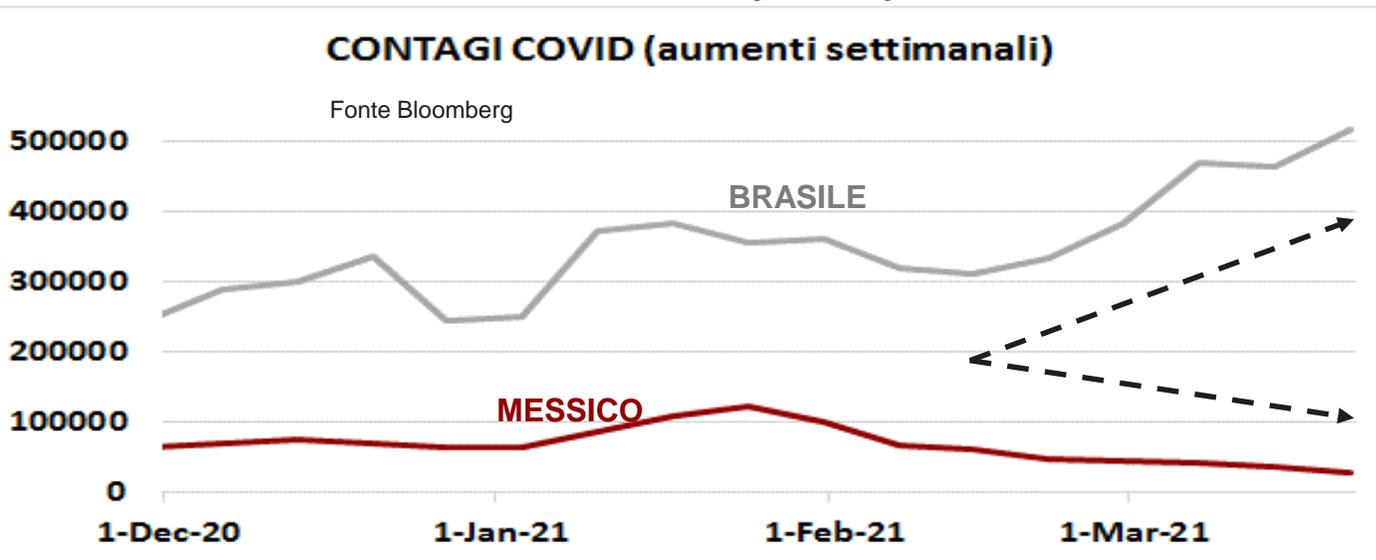
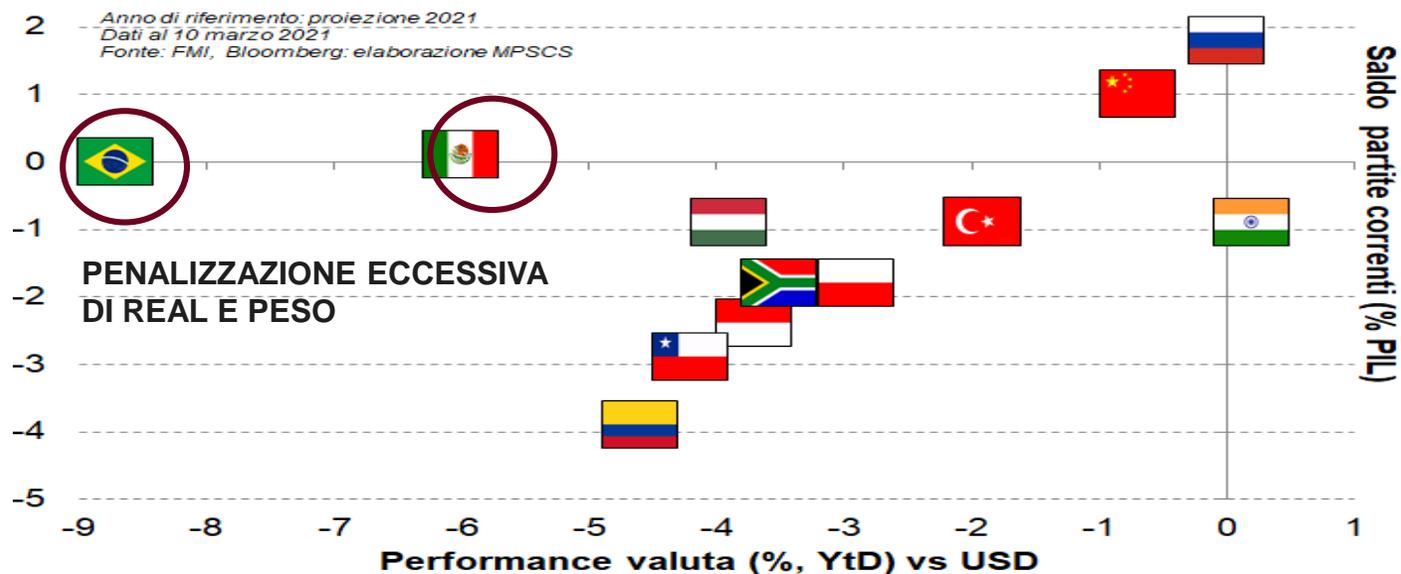
EM CAPITAL FLOW



- Il rialzo dei rendimenti dei tassi Treasury statunitensi non poteva che penalizzare le principali valute emergenti, analogamente a quanto accaduto nel maggio 2013. Allora fu Bernanke a spaventare gli operatori paventando la possibilità di rimuovere gradualmente gli acquisti della Fed visto il miglioramento sul fronte congiunturale.
- I **deflussi di capitale dall'Area emergente** (vedi grafico in alto) raggiunsero il picco proprio intorno al meeting di giugno della Fed, quando lo stesso Presidente dell'istituto fece riferimento all'aumento dei rendimenti a lungo termine negli Stati Uniti dichiarando che questo era dovuto al miglioramento della crescita.
- I deflussi da inizio anno sono arrivati non lontano dai livelli sperimentati nel 2013. Pertanto, la forte penalizzazione del comparto emergente, potrebbe esaurirsi nel giro di qualche mese, lasciando spazio alle singole storie.



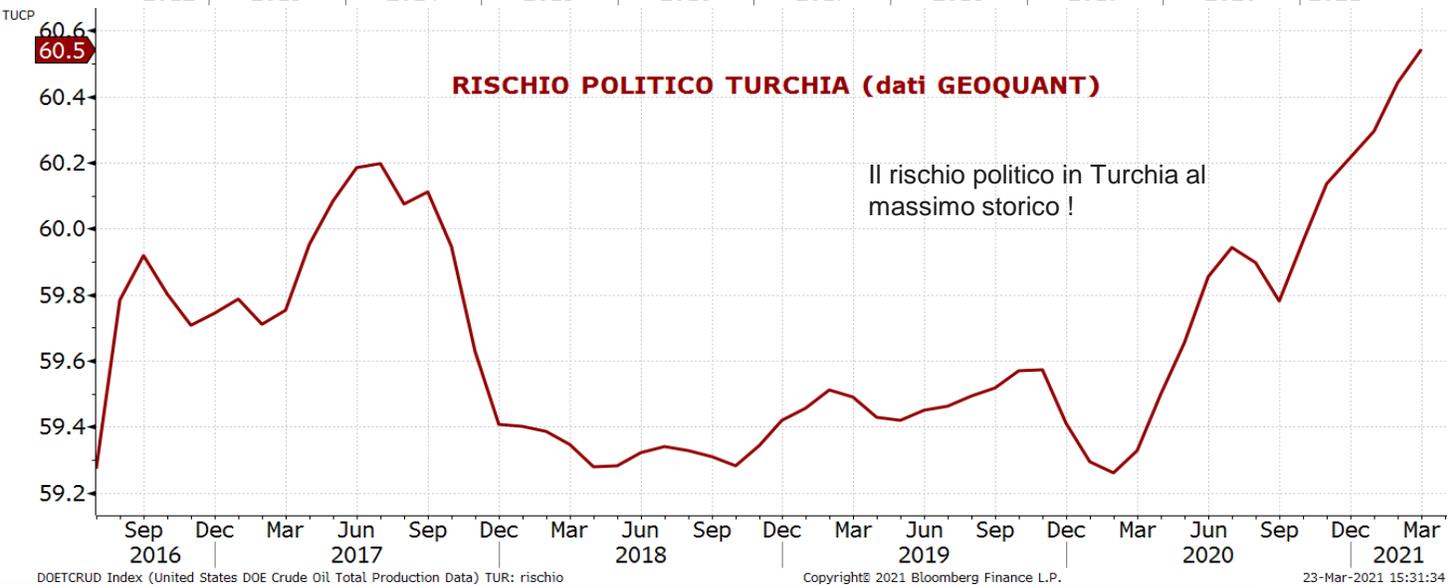
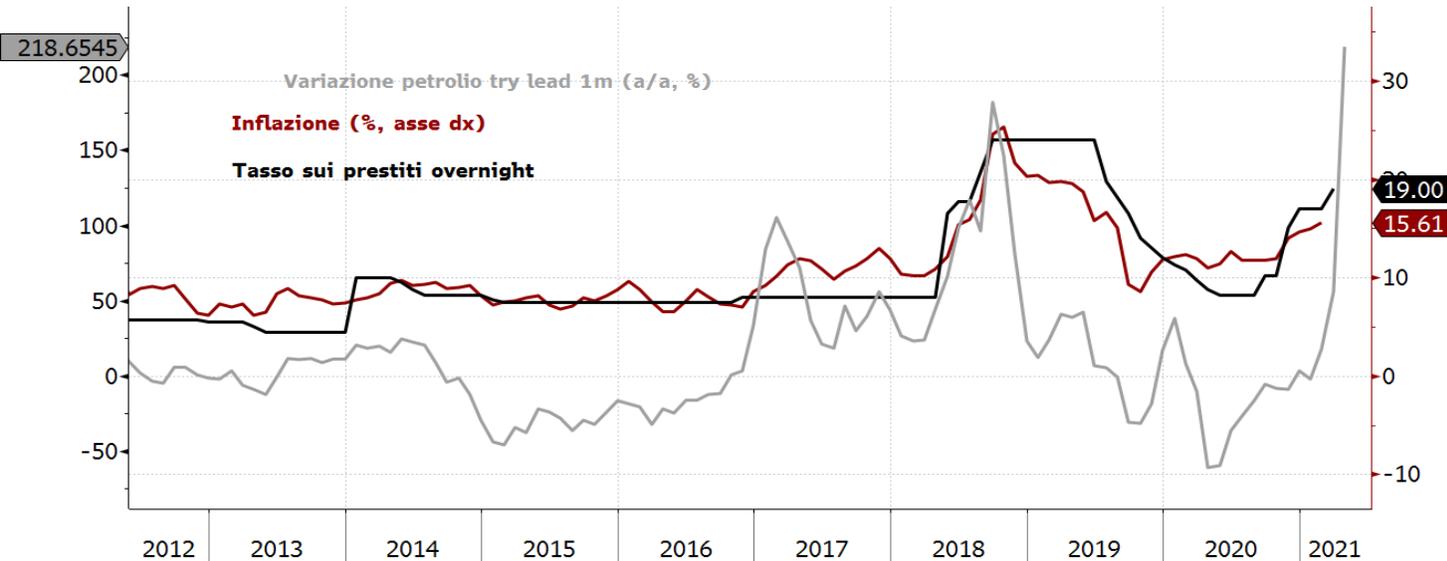
Brasile e Messico: accomunati solo dalla vicinanza geografica



- Come emerge dal grafico a sinistra, le valute più penalizzate in questo inizio 2021 sono state quelle dei Paesi con il deficit delle partite correnti più elevato (rand sudafricano, peso cileno e colombiano, etc.). Inoltre, stando al grafico, sembrerebbe esserci stata una penalizzazione eccessiva di **real brasiliano** e **peso messicano**, le cui bilance di parte corrente sono previste intorno allo zero nel corso del 2021.
- Tuttavia, i due Paesi (Brasile e Messico), pur essendo abbastanza vicini da un punto di vista geografico, appaiono molto distanti sia da quello economico/finanziario che da quello di evoluzione/gestione della pandemia. Nel primo caso, infatti, i **contagi da Covid** sono andati fuori controllo (vedi grafico in basso) registrando nuovi record in questi ultimi giorni mentre, in Messico, la situazione appare molto più sotto controllo. Sul fronte politico, resta fluida la **situazione politica** in Brasile, sia con il ritorno in gioco dell'ex Presidente Lula, sia per le ripetute dimissioni di Ministri di rilievo (per ultimo quello della Sanità). Il tutto mentre restano alti i timori per una violazione del *cap* costituzionale sulla spesa pubblica dopo che la recente Legge di Bilancio ha lasciato aperte le porte anche a questa eventualità. Il Messico invece gode di una stabilità politica maggiore, insieme ad una rinnovata credibilità dal punto di vista fiscale dettato da misure di austerità e meglio posizionato per beneficiare dell'accelerazione USA.
- Il tutto dovrebbe quindi portare ad un recupero del **peso messicano** mentre il real brasiliano è atteso rimanere sui valori attuali, o leggermente superiori (vs euro) per tutto il 2021, sebbene, eventuali ondate svalutative, dovrebbero essere frenate dagli interventi sul forex della BC la quale a marzo è tornata a rialzare i tassi (+75 pb) per la prima volta dal 2015.



Lira turca: ulteriore deprezzamento a tendere



- La notizia del licenziamento da parte di Erdogan, del governatore della Banca centrale (il terzo in meno di due anni), si è rivelata esiziale per la Lira Turca. L'ormai ex governatore, Agbal, nei suoi cinque mesi in carica era infatti riuscito nell'impresa di tornare a dare credibilità ad una Istituto monetario danneggiato da anni da politiche non ortodosse.
- Il mercato aumentato del tasso di riferimento, per un totale di 875 pb, e l'inizio di **ricostituzione dell'ammontare di riserve detenuto in valuta estera** (in rialzo di oltre il 40% nell'ultimo semestre) avevano infatti portato ad una rinnovata forza della lira turca, che risultava una delle migliori valute al mondo YtD prima del licenziamento di Agbal.
- Quest'ultimo è stato sostituito con un professore molto critico della politica hawhish della Banca centrale in un contesto di accelerazione delle pressioni inflazionistiche (vedi grafico in alto). Sebbene, il nuovo governatore potrebbe aspettare prima di procedere ad un taglio dei tassi (un loro rialzo sembra fuori questione), quando questo accadrà è probabile che spinga la lira verso i livelli massimi dello scorso novembre o anche sopra (target max EurTry 10,50).
- A quanto sopra si aggiungono le difficoltà strutturali del Paese (i.e. l'ampio deficit della bilancia delle partite correnti in primis), e la tendenza autoritaria del Presidente turco che, insieme alle rinnovate tensioni geopolitiche (per ultimo l'attacco missilistico nella provincia turca di Kilis), hanno spinto il rischio politico del Paese, misurato da Geoquant, su livelli mai visti prima.



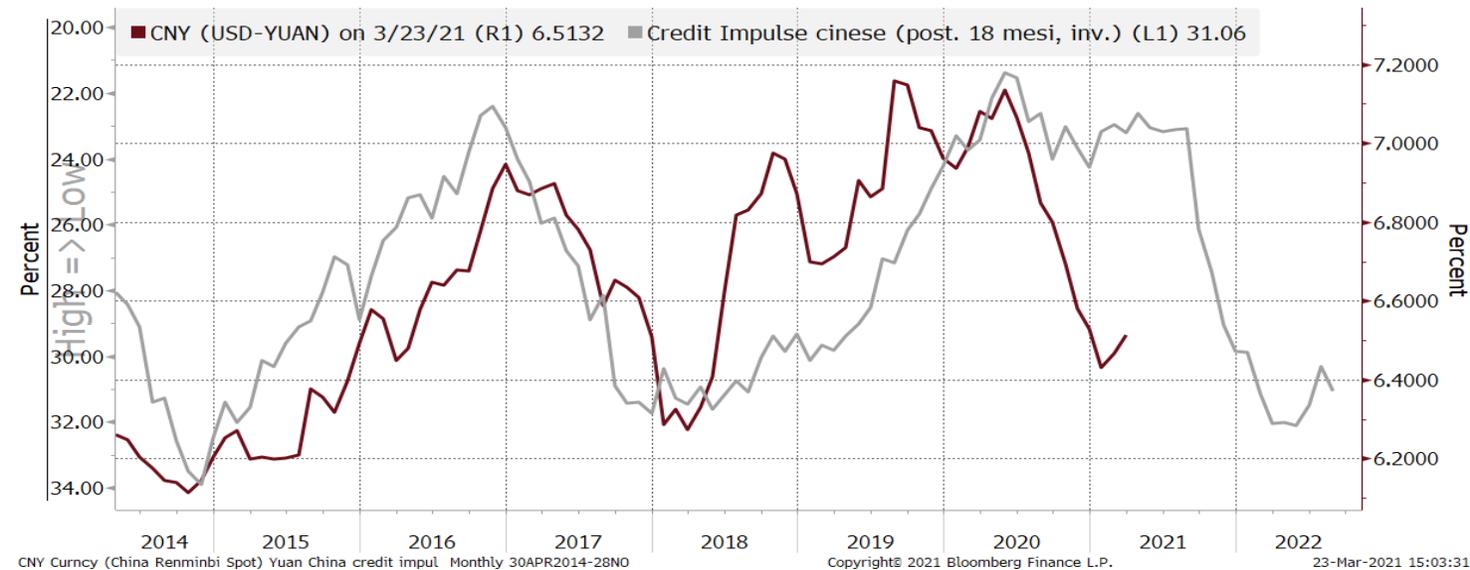
Rublo: le tensioni frenano il potenziale apprezzamento



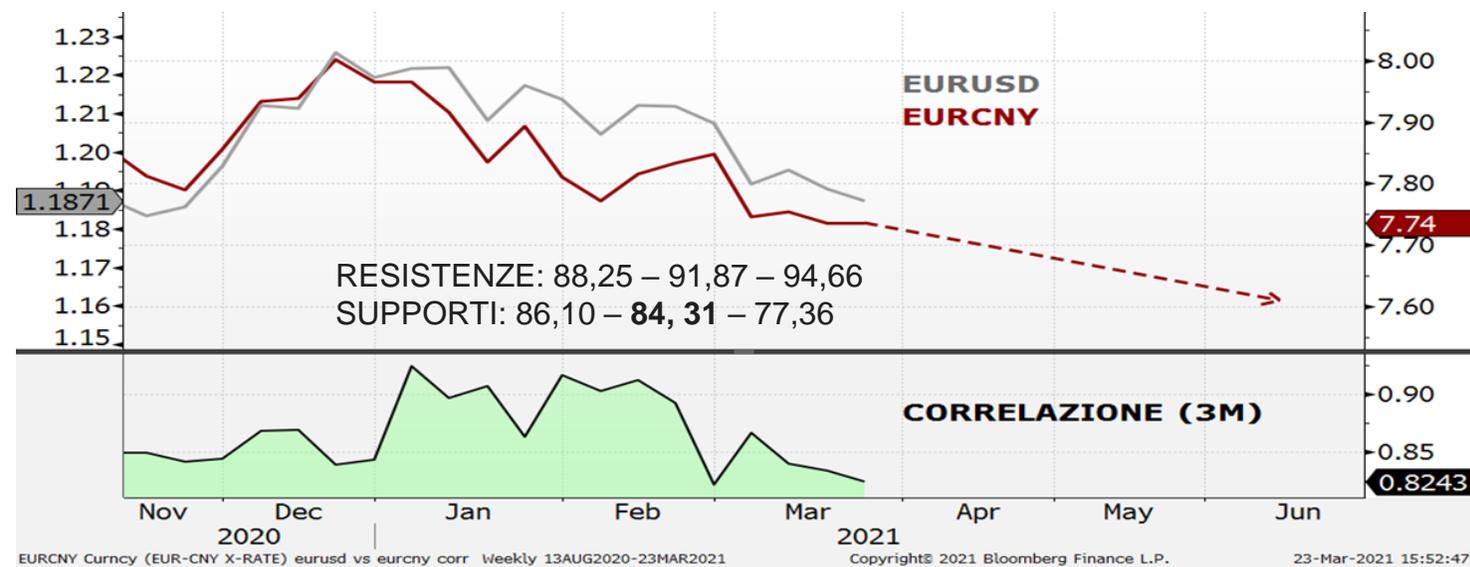
- Il Rublo continua ad essere fortemente influenzato dalle tensioni geopolitiche e dalla spada di Damocle di nuove sanzioni.
- Se quest'ultime si limitassero alle restrizioni personali avrebbero un impatto limitato sul cambio. Tuttavia dopo le parole forti di Biden contro Putin, definito un «assassino» che avrebbe «pagato un caro prezzo» per la sua presunta ingerenza nelle elezioni USA del 2020, non si può escludere qualche cosa di più incisivo.
- E poi ci sono le misure contro il **gasdotto Nord Stream 2**, (gli Stati Uniti, analogamente ad alcuni eurodeputati nordici, ne chiedono l'interruzione immediata) con l'opera che è prossima alla sua conclusione (mancano solo 150km su un totale di oltre 1200km).
- Il Ministro degli esteri, Lavrov, ha chiesto che Mosca e Pechino si uniscano per ridurre la loro dipendenza dal dollaro USA e affermato di non voler più rapporti con l'UE.
- Le tensioni geopolitiche, pertanto, manterranno nel breve termine la pressione al rialzo del cambio. Più in avanti, nella seconda parte dell'anno, se le diplomazie riusciranno a ricucire almeno in parte i rapporti, ci aspettiamo un ritorno di forza del rublo, con il cambio EurRub che potrebbe spingersi **verso 84 verso la fine del 2021**. Il movimento potrebbe poi essere incoraggiato dalla componente speculativa che, ad oggi, risulta ancora (troppo) pessimista sul rublo (vedi grafico in alto).
- A supportare il rublo potrebbero arrivare ulteriori rialzi dei tassi da parte della **Banca centrale**, che, come in passato, si sta mostrando molto reattiva sia nel placare le tensioni sulla divisa domestica che nell'agire in modo proattivo per contrastare l'accelerazione dell'inflazione (per ultimo il rialzo, inatteso, di 25pb del tasso di riferimento).



YUAN: ancora tonico, ma aumentano i rischi al rialzo



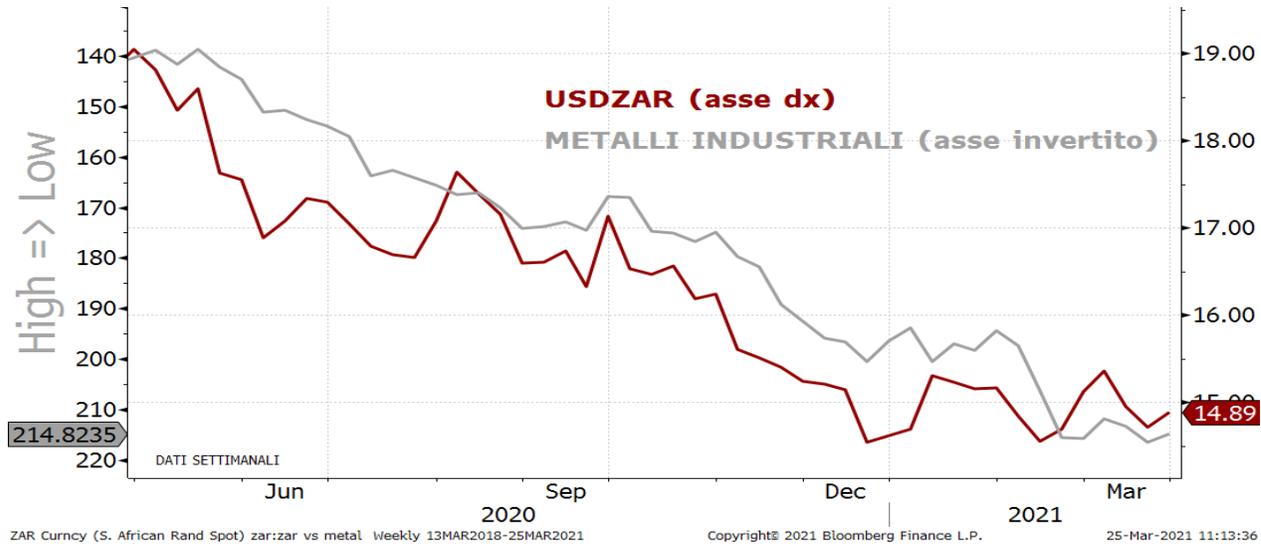
- Il rafforzamento dello yuan osservato nella seconda parte del 2020 è dovuto alla forte ripresa economica dell'Ex-Celeste Impero che per primo è entrato e uscito dall'emergenza sanitaria. Tale ripresa è stata agevolata da un potente mix di politiche di stimolo monetarie e fiscali.
- Il *credit impulse*, che nel grafico è posticipato di 18 mesi, sembra stabilizzarsi.
- In effetti, le politiche economiche in questo momento sono tornate ad essere neutrali, né espansive né restrittive per evitare di alimentare gli eccessi speculativi (mercato immobiliare e finanziario) e, dall'altra, per continuare a sostenere la crescita.



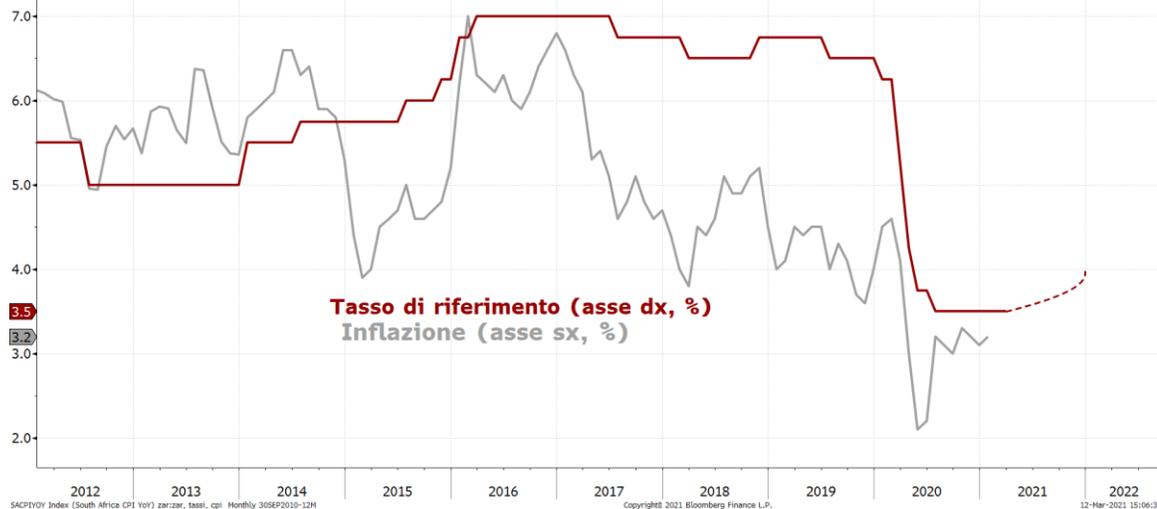
- Ergo, a parità di condizioni, il cambio **UsdCny è atteso consolidare entro l'estate** sugli attuali livelli, mentre quello **EurCny** è atteso seguire l'EurUsd. In questo senso il primo supporto da monitorare è 7,70 (la cui rottura al ribasso aprirebbe lo spazio verso 7,50).
- Il rischio principale a questo scenario è rappresentato da un'esacerbazione dei rapporti con gli USA che potrebbe spingere al rialzo il cambio. In questo caso, sarebbe da monitorare la resistenza posta a 7,89, la cui eventuale rottura al rialzo aprirebbe la strada per un ritorno del cambio EurCny a 8.



Rand sudafricano: ciclo di apprezzamento prossimo alla conclusione



- Il **rand sudafricano**, analogamente alle altre divise emergenti, ha risentito negativamente del rialzo dei tassi *Treasury*. Tuttavia, pur esibendo un andamento molto volatile, la valuta sudafricana ha tamponato le perdite grazie al rialzo dei prezzi dei metalli che rimangono uno dei *driver* principali del rand.
- Non a caso, il cambio **EurZar**, ha praticamente annullato tutte le perdite registrate da inizio anno tornando a scambiare intorno a 17,90. Tuttavia, confermiamo la view già riportata nel report di febbraio, visto che l'euforia sui metalli industriali, dovrebbe calmierarsi entro l'estate e il Paese continua ad attraversare un periodo altamente complicato dal punto di vista fondamentale.
- Il Sudafrica si trova infatti ad affrontare una **profonda crisi economica** con poco margine sia per quanto riguarda la spesa pubblica che la politica monetaria. La SARB, per contrastare l'accelerazione dell'inflazione, ha confermato la *guidance* di due rialzi da 25pb ciascuno nel secondo semestre.
- Pertanto, **il processo di ribasso in atto dallo scorso agosto sul cambio EurZar è atteso concludersi in primavera**. A pesare anche le scelte che il Governo deciderà di fare sulla copertura del debito della società controllata Eskom che, qualora comportassero un ulteriore aumento del debito pubblico, metterebbero nuovamente a repentaglio il rating del Paese (già *junk* secondo le principali Agenzie).
- D'altro canto, notizie positive sono giunte dalla **bilancia delle partite correnti** (tornata in surplus – 2,20% del PIL - nel 2020 per la prima volta dopo diciotto anni) che, contestualmente al buon livello, almeno storicamente, di **riserve** detenute in valuta estera da parte della BC (oltre 43Mld\$) potrebbe frenare il deprezzamento atteso nei prossimi trimestri.

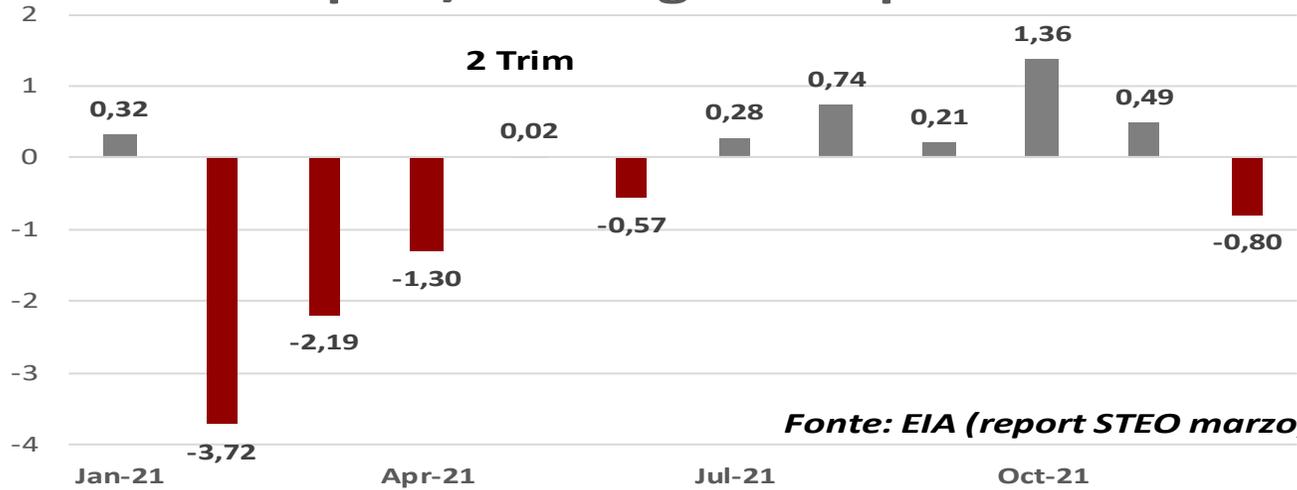


MATERIE PRIME



Brent: picco a primavera

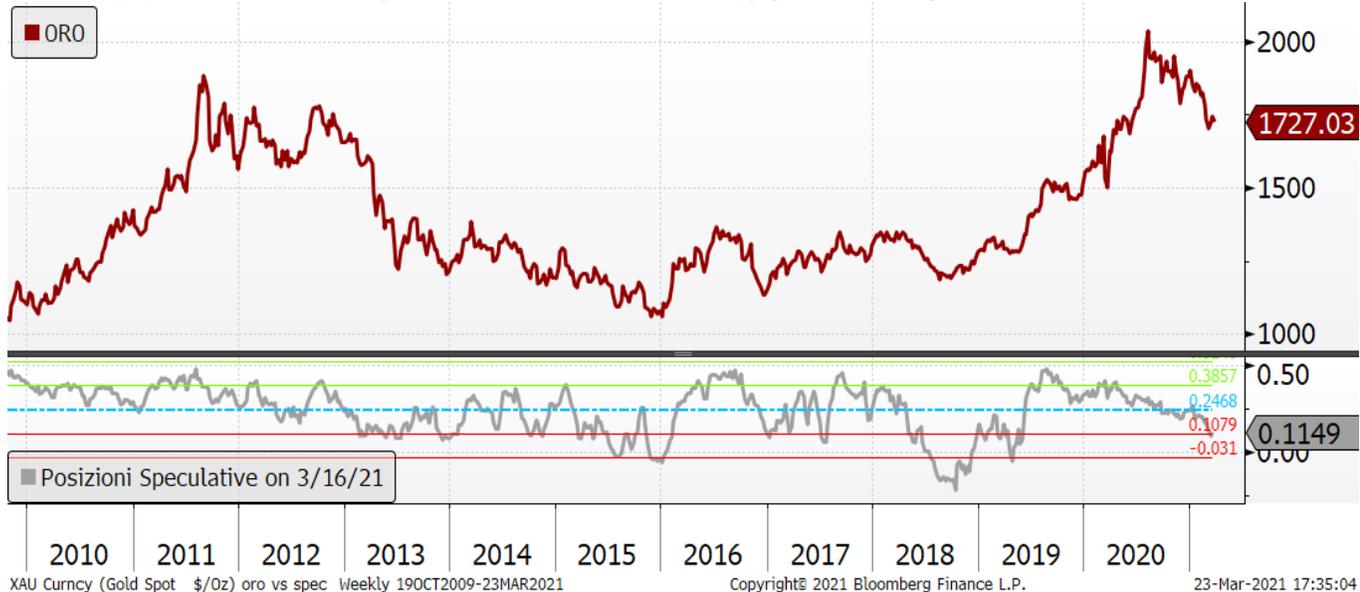
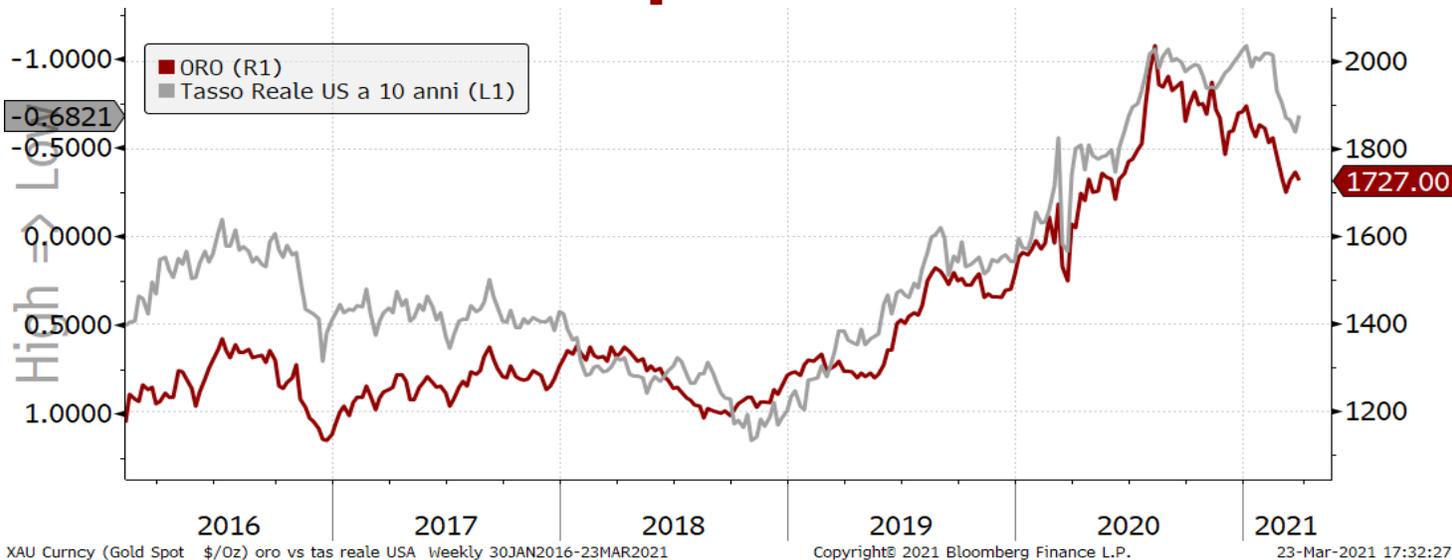
Surplus/deficit globale produzione



- La riapertura delle varie economie, il progredire delle campagne vaccinali, l'ondata straordinaria di gelo in Texas e le attese per il piano di aiuti di Biden da 1900Mld\$ hanno contribuito a spingere al rialzo i prezzi del petrolio in questi primi mesi del 2021. A questi elementi, dobbiamo aggiungere la mossa a sorpresa dell'**OPEC+** che a marzo ha deciso di mantenere la produzione sostanzialmente invariata ad aprile (era atteso un aumento di 500.000 b/g) con l'Arabia Saudita che ha confermato il taglio volontario da 1mln b/g (verrà rimosso in modo graduale). La decisione potrebbe essere confermata al *meeting* del 1° aprile. D'altro canto il nuovo *breakeven* fiscale dell'Arabia del 2021 è 67,9 \$/b (era 78 l'anno prima).
- La decisione creerà un **deficit di produzione globale** anche nel secondo trimestre, accelerando il calo delle scorte OCSE che già entro fine 2T potrebbero arrivare in linea con la media 2015-19 (target dell'OPEC+).
- Una volta raggiunto tale obiettivo, l'OPEC+ avrà un forte incentivo a normalizzare la produzione. Dalla primavera in poi e, in particolare la seconda parte dell'anno sembra quella deputata per un aumento della produzione. All'aumento a tendere dell'OPEC+, dovrebbe aggiungersi quella USA (attesa aumentare a 11,5 mln /g dagli attuali 10,9 entro la fine del 2021) e maggiori esportazioni iraniane in caso di un accordo sul nucleare.
- **Pertanto il picco delle quotazioni si dovrebbe confermare in questa primavera**, mentre successivamente, si potrebbe assistere ad un ulteriore consolidamento dopo quello di marzo con prezzi attesi restare mediamente sui 62\$/b di Brent.
- Al rialzo la **resistenza da monitorare è 71,75\$**, il cui superamento potrebbe far salire i prezzi fino agli 75\$/b. Al ribasso da monitorare la tenuta del **supporto posto a 59\$/b** sotto il quale si aprirebbe spazio fino a 55\$/b (poco probabile al momento).



Oro: non brilla più



- Il rialzo dei tassi reali, ma ancor più quello dei tassi **nominali USA a 10Y** (ricordiamo che l'oro non paga interessi), rappresenta in questo inizio 2021 il driver principale del movimento di calo dell'oro
- Le prospettive di una rapida ripresa economica stanno contribuendo a **ridurre l'appeal del prezioso come bene rifugio, nonostante le aspettative d'inflazione siano ancora molto elevate**. A dare forza al calo il forte deflusso degli operatori istituzionali dagli ETF (*paper gold*) probabilmente a causa del maggiore costo opportunità nel detenere il metallo in portafoglio.
- Il posizionamento speculativo risulta in progressiva riduzione, ma ancora non è su livelli estremi.
- A tendere, risulta **fondamentale la tenuta dell'area di recente minimo a 1680 \$/o**. La rottura al ribasso di questo livello che potrebbe arrivare su un ulteriore forte rialzo dei tassi Treasury (superamento del 2% da parte del tasso decennale) decreterebbe (se confermato sulla chiusura settimanale) la fine del trend rialzista con proiezione verso 1600 prima e 1467 \$/o poi.
- Al rialzo, solo la rottura di 1850 prima e 1962 poi decreterebbe una ripresa di forza delle ambizioni rialziste dell'oro.
- In ogni caso sarà fondamentale seguire attentamente l'atteggiamento della Fed, poiché nel momento in cui il mercato inizierà a lavorare sull'ipotesi di picco dei tassi di mercato e a prezzare una banca centrale che potrebbe dover rincorrere il rialzo dell'inflazione, l'oro potrebbe tornare ad attrarre l'attenzione degli investitori. Fino ad allora la posizione rimane di neutralità.



Metalli: coperture sulla debolezza, non sulla forza

OBIETTIVI CINA NEL 2021

- **PIL:** oltre 6%, focus sulla qualità della crescita
- **Lavoro:** oltre 11 mln nuovi occupati urbani e tasso disoc. 5.5%
- **Inflazione** intorno al 3%
- **Consumi energetici:** calo di oltre il 3% per unità PIL
- **Inquinamento:** proseguimento riduzione delle maggiori cause inquinanti (nuova policy energetica quest'anno)

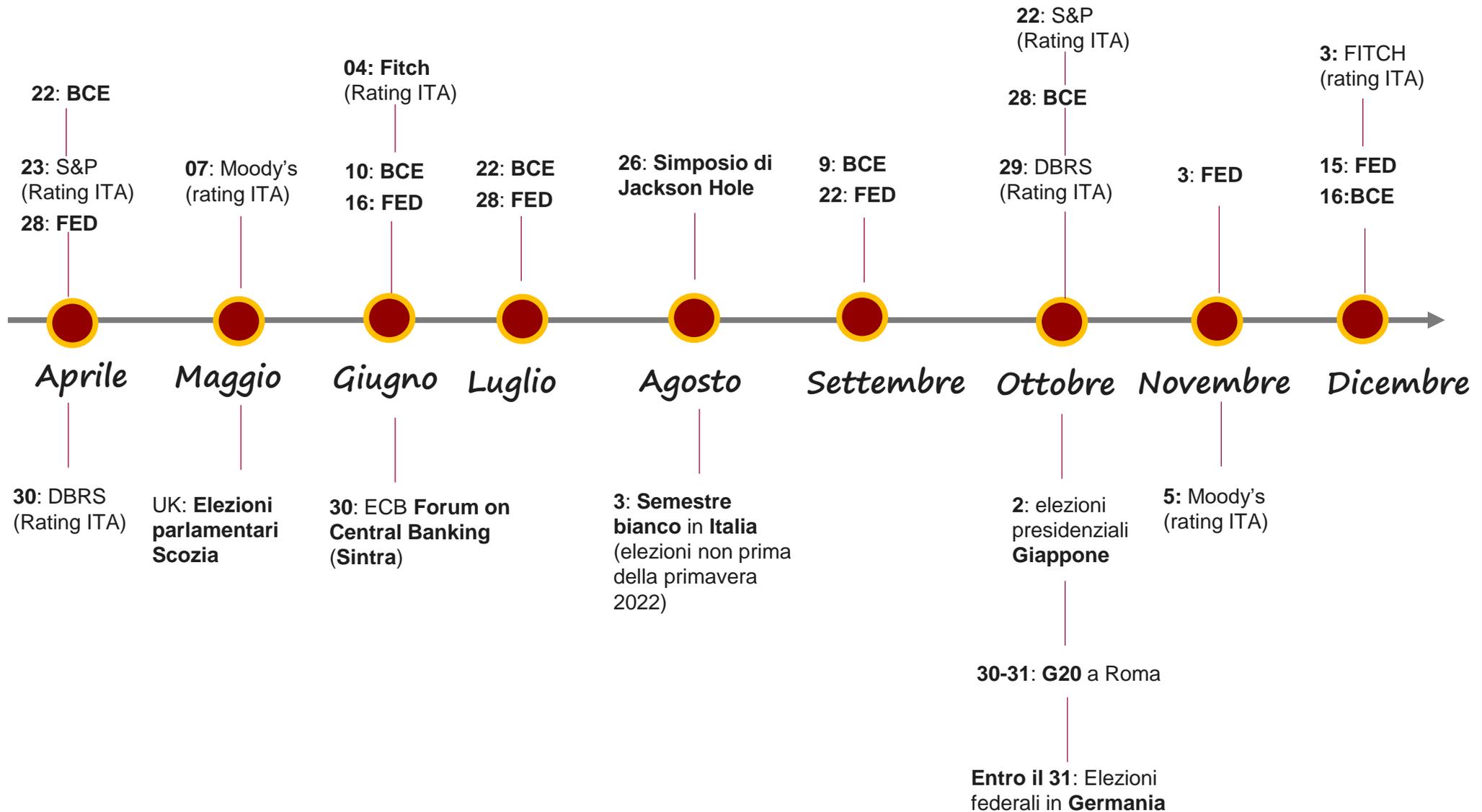
Premier LI: «meno focus crescita, più occupazione»



- In questa prima parte del 2021 l'indice **Bloomberg Industrial Metal** ha toccato il massimo dal 2013 grazie alla buona domanda e alle scorte basse su alcuni metalli. Nel corso del 2021 il recupero economico globale dovrebbe rafforzare la domanda ex-Cina, ma in Cina le **condizioni potrebbero essere meno favorevoli** (i supporti monetari e fiscali potrebbero essere inferiori rispetto al 2020). Questo è lo scenario che sembra emergere dal **Congresso** annuale del partito, nel quale c'è stata una forte enfasi nell'evitare gli eccessi.
- In tal caso, alcuni metalli industriali potrebbero avere già anticipato gran parte delle buone notizie (**rame e ferro**), con le quotazioni che potrebbero andare incontro a **temporanee fasi di correzioni** (a meno di *shock* sull'offerta). Altri come alluminio e zinco hanno invece ancora spazio per aggiornare i massimi dell'anno. Il **nicel** potrebbe nel breve non avere del tutto scontato tutti gli effetti negativi della notizia di **Tsingshan Holding Group**.
- **Su tutti i principali metalli vediamo di buon occhio l'ipotesi di coperture verso il rischio di prezzi più elevati per il 2022, sfruttando però le fasi di debolezza, anziché inseguire sulla forza.**
- **Rame:** oltre 9000\$ sta scontando già molte notizie positive. Interessante nel caso di correzione verso 8100-8500. **Nichel:** sfruttare la debolezza attuale per coprire gradualmente tra 16000 e 14500\$. **Alluminio:** potenziale maggiore beneficiario della nuova policy energetica cinese. Interessante tra 2200 e 2000\$. Potrebbe salire a 2400\$ quest'anno. **Zinco:** da accumulare sulla debolezza tra 2500/2700\$, con obiettivo oltre 3000\$ entro la fine anno.



Calendario: principali eventi 2021



In Sintesi

		2T 2021	3T 2021	4T 2021
TASSI D'INTERESSE (10 Y)	US TREASURY	1,70%	1,50%	1,30%
	BUND	- 0,30%	-0,35%	-0,45%
	BTP	0,55%	0,50%	0,50%
TASSI DI CAMBIO	EURUSD	1,16	1,16	1,18
	EURJPY	128	126	125
	EURGBP	0,85	0,87	0,88
	EURBRL	6,60	6,70	6,90
	EURCNY	7,65	7,80	8
	EURZAR	18,30	18,80	19,30
	EURRUB	88,30	86	84
	EURTRY	9,80	10,20	10
MATERIE PRIME	BRENT (\$/barile)	62	64	64
	ORO (\$/oncia)	1800	1850	1900
	RAME (\$/t)	8800	9300	9100



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 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.



