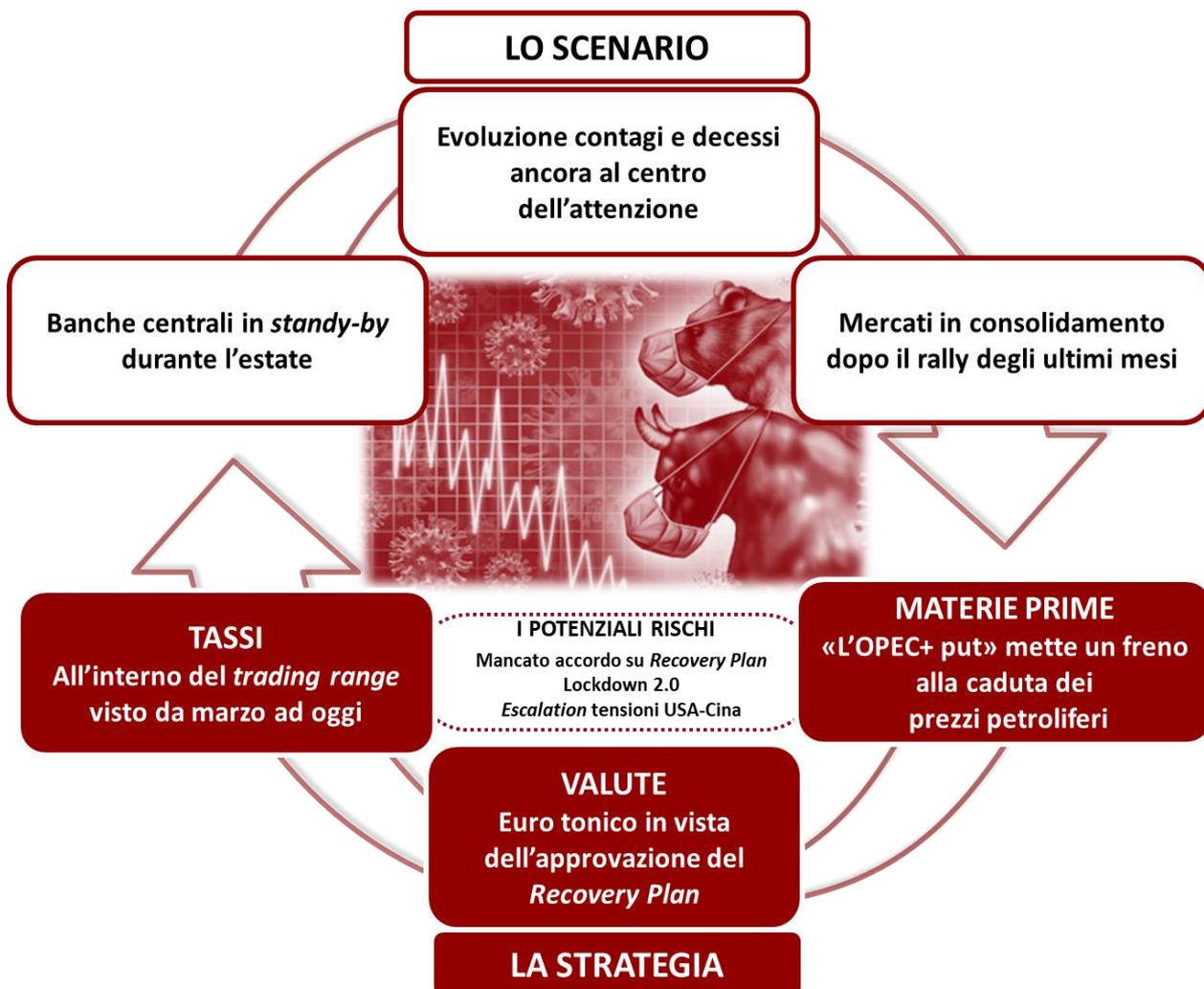


THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Un'estate temperata

Luglio 2020



THE BEST STRATEGY EVERY TIME

Tassi di interesse fine periodo	Spot	3° Trim 2020	VIEW
Tasso decennale USA	0,63%	0,67%	Atteso andamento laterale per i tassi governativi core che dovrebbero scambiare all'interno di trading range piuttosto stretti (-0,25%/-0,60% per il Bund; 0,50-0,90% per il T-note) tra ripresa delle aspettative di inflazione (in scia ai piani di rilancio), risk-on/off e acquisti banche centrali (attesi tornare ad accelerare a fine estate).
Tasso decennale GER	-0,45%	-0,44%	Vedi sopra.
Tassi di cambio fine periodo			
EUR/USD	1,13	1,14	Lateralità con bias al rialzo in vista dell'approvazione del <i>Recovery plan</i> e della migliore situazione sanitaria dell'Eurozona.
EUR/JPY	121	123	Lateralità all'interno del <i>range</i> 120 – 124.
Commodity fine periodo			
Brent \$/b	43	40	<i>Trading range</i> del petrolio (35-45 \$/b): fasi ribassiste dovrebbero essere limitate dalla "put" dell'OPEC+, mentre rialzi significativi sono meno probabili a causa dell'elevato livello di scorte e della domanda debole.
Oro (\$/oncia)	1810	1850	Il trading range su livelli bassi dei tassi core dovrebbe continuare a supportare i prezzi del metallo. Resta valida l'idea di nuovi massimi storici entro 12 mesi in scia al ribasso dei tassi reali.
Banche centrali			Commenti
FED			Attesa accelerare gli acquisti dopo il probabile rallentamento nel periodo estivo.
BCE			Come lasciato intendere dalla Lagarde in una recente intervista al FT , non ci attendiamo novità sostanziali dal meeting di luglio. Tuttavia, entro l'autunno l'Istituto potrebbe inserire un <i>waiver</i> per gli eventuali <i>fallen angel</i> governativi in vista del secondo <i>round</i> delle agenzie di rating.
BoJ			A meno di nuove emergenze, non riteniamo che la BoJ effettuerà modifiche di rilievo alla propria politica monetaria nei prossimi tre mesi.
BoE			Dopo l'atteggiamento meno accomodante del previsto visto nell'ultimo meeting di giugno (la BoE ha aumentato il piano di QE di soli 100Mld£), non sono attese modifiche della politica monetaria, sebbene, ai ritmi attuali di acquisto (12,5 Mld£ a settimana), il limite del piano di QE a 745 Mld£ dovrebbe essere raggiunto ad inizio settembre.
Prossima pubblicazione: Market Outlook a settembre/ottobre			

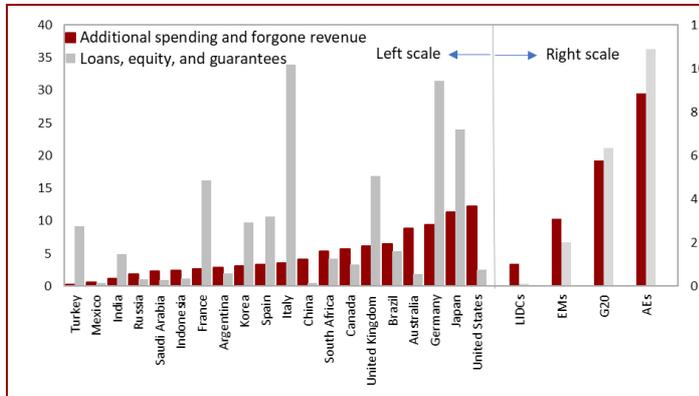
MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpscapital-services.it - Tel. 055.24981
 Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA 01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770
 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.

Contesto di mercato

L'ecosistema ideale per l'azzardo morale

Anno bisesto, anno funesto recita un antico adagio popolare. E in effetti dal 2008 in poi, ogni 4 anni è successo sempre qualche evento raro ed imprevedibile che ha inciso sui mercati. Questa volta è stata la pandemia che ha messo *knock out*



l'economia globale con un gancio destro e sinistro (shock prima di offerta poi di domanda) senza precedenti. Senza precedenti sono state anche le **misure messe fin qui in campo dai diversi governi** in questo primo semestre del 2020 (più di 9.000 Mld\$ tra prestiti, garanzie e spesa vera e propria da parte dei Paesi sviluppati del G20, secondo i [calcoli del FMI](#), cfr grafico che indica la spesa in % PIL), cui si devono aggiungere il nuovo piano di stimolo infrastrutturale USA e la versione finale del *Recovery Plan*. Come non parlare poi dalle Banche Centrali. La **Fed** ha messo in piedi tutta una serie di misure utili ad attenuare le

disfunzionalità del mercato, in particolare di quello monetario e della liquidità in dollari. Inoltre, in soli tre mesi ha acquistato più di 2.400 Mld\$ di titoli (quasi quanto la somma dei precedenti piani di QE). Da quest'altra parte dell'Atlantico, anche la **BCE** ha fatto sentire la sua presenza sul mercato. Stiamo parlando in questo caso di oltre 600 Mld€ di acquisti lordi tra PEPP e APP, con circa i 3/4 che hanno riguardato i governativi, e deviazione significativa dalle *Capital Key* che ha visto favoriti i titoli dei paesi periferici. In questo contesto, ha meravigliato la performance dei mercati azionari: l'iniziale rimbalzo innescato a fine marzo dalle misure introdotte da governi e banche centrali, si è trasformato prima in un rialzo in scia all'appiattimento della curva di contagi e, successivamente, in *bull market* grazie ai dati macro che, in scia alle riaperture, hanno sorpreso



in positivo come mostrato dall'indice di sorpresa economica di Citigroup (CESI US) ai massimi storici. A questo punto, i mercati azionari, in particolare quelli a stelle e strisce, prezzano il migliore degli scenari possibili ovvero quello di un rapido ritorno (scenario a "V") ai livelli economici pre-Covid. Attenzione, abbiamo utilizzato l'espressione i mercati "prezzano" e non i mercati "si aspettano" non a caso. Gli attuali livelli valutativi non poggiano, a nostro avviso, su robuste basi fondamentali nonostante il tentativo di alcuni analisti (disorientati) di andare a guardare ratio diversi (P/B al posto del P/E) o spingendosi a

guardare al P/E 2022 in un contesto di scarsissima visibilità degli utili aziendali. Il rialzo trova piuttosto giustificazione in una sorta di applicazione al campo finanziario di quello che in fisica è conosciuto come il principio di Archimede: quando sale la marea (di liquidità) solleva tutte le barche grandi e piccole. Liquidità e tassi bassi (a proposito il mercato obbligazionario sembra pensare più ad una ripresa a "U"), se da una parte rappresentano una sorta di coma farmacologico per l'economia, dall'altra sembrano aver ridotto notevolmente la sensazione di pericolo ed aumentato l'azzardo morale tra gli investitori consapevoli che eventuali ricadute possono sempre essere limitate con nuovi stimoli.

Scenario

Lateralità estiva

A tendere, i **driver** di mercato continueranno, a nostro avviso, ad essere rappresentati dall'**evoluzione sul fronte banche centrali e su quello epidemiologico**. Il contesto macro, nel quale ci muoviamo è quello di una progressiva, ma lenta ripresa economica e dell'inflazione. In linea con quanto espresso dalle proiezioni delle banche centrali e delle principali istituzioni internazionali (OCSE, FMI), anche noi crediamo che saranno necessari circa due anni per recuperare il terreno perso. Crediamo che la sorpresa sui dati macro sia destinata a venire progressivamente meno nei prossimi mesi, quando le indagini torneranno a catturare gli effetti delle rinnovate misure di *lockdown* (sebbene questa volta circoscritte) in particolare negli USA e in quei Paesi (soprattutto emergenti come Brasile, Messico, etc.) in cui all'iniziale negazionismo è seguita un'uscita affrettata dalle misure di contenimento e distanziamento sociale. Il virus sembra stia mutando diventando sempre più virulento, ma meno letale e una seconda ondata autunnale è uno scenario di

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Pantiacchi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpscapital-services.it - Tel. 055.24981 Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA 01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

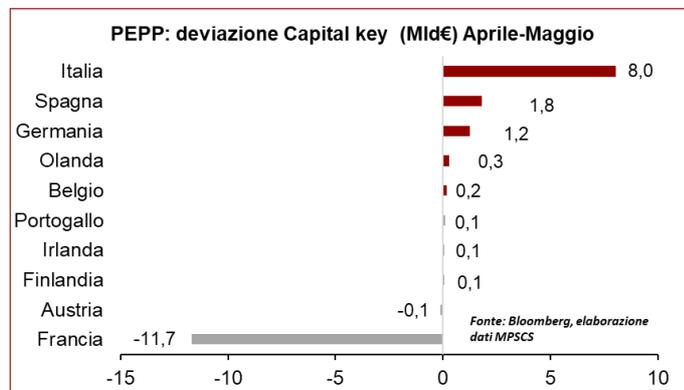
rischio non marginale, sebbene questa volta i vari Paesi siano maggiormente preparati per affrontarlo. Le banche centrali rallenteranno il passo durante l'estate confortate dai recenti dati macro che indicano una contrazione dell'economia che potrebbe essere più lieve delle attese. La Fed tornerà ad accelerare successivamente, quando, con la fine dell'estate dovrebbero giungere a scadenza (se rinnovate entro fine luglio) alcune importanti misure governative come *Paycheck Protection Program* e l'estensione della cassa integrazione. Stessa cosa per la BCE che dovrebbe tornare a spingere sul PEPP in vista degli importanti appuntamenti autunnali come la nuova legge di bilancio e il secondo round di agenzie di rating. Nel frattempo, è probabile che l'Istituto con sede a Francoforte decida di inserire un *waiver* per i *fallen angel* sui governativi al fine di prevenire eventuali sorprese negative, misura diversa dall'estensione degli acquisti ai *corporate high yield*, di recente esclusa, almeno per il momento, da alcuni membri. In questo contesto, i tassi *core* dovrebbero rimanere imbrigliati all'interno del *trading range* valido da fine marzo. L'eurodollaro, dovrebbe muoversi lateralmente con tendenza al rialzo nel breve termine in vista dell'approvazione del *Recovery Plan*, mentre successivamente, dalla fine di settembre, potrebbe tornare a scendere leggermente in vista delle elezioni USA. A questo riguardo, i [sondaggi](#) indicano un chiaro vantaggio (di quasi 9 punti percentuali) per Biden rispetto a Trump, reo di aver prima minimizzato e poi mal gestito l'emergenza sanitaria. Il Presidente americano in carica farà di tutto per recuperare lo svantaggio, facendo anche leva sul crescente sentimento anticinese sia all'interno del Congresso che dell'elettorato. Si votasse oggi, anche considerato l'errore statistico, lo spazio per le sorprese sarebbe marginale. Tuttavia, al più sarà una guerra di parole, entrambi i Paesi non possono infatti al momento permettersi un ritorno alla guerra commerciale vera e propria.

Tassi di mercato

Bund e Treasury 10Y in trading range

In un contesto di gestione della pandemia in attesa di una cura/vaccino (difficile prima del prossimo anno), lento recupero dell'economia e banche centrali sempre presenti, **ci attendiamo** che nei prossimi mesi i tassi sia in Area euro che negli USA si muovano per lo più all'interno del *trading range* che ha contenuto il movimento da fine marzo ad oggi. Nel dettaglio, il **tasso bund decennale è atteso rimanere nel range -0,25%/-0,60**, salendo in scia al recupero delle aspettative di inflazione ed al varo di nuove misure di stimolo (e.g. [Recovery Plan](#)) e scendendo in occasione delle fasi di *risk-off*. In sostanza, crediamo che i tassi continueranno a mantenersi bassi intorno agli attuali livelli anche in considerazione delle nostre attese sulle future mosse della Banca centrale. **La BCE**, a nostro avviso, continuerà con la sua politica ultra accomodante, rallentando gli acquisti in estate e introducendo aggiustamenti come l'estensione degli acquisti ai cosiddetti *fallen angel* che potrebbe arrivare già a settembre in vista degli importanti appuntamenti autunnali come la nuova legge di bilancio e il secondo round di agenzie di rating. A questo riguardo, sull'Italia a fine ottobre si pronunceranno S&P e DBRS, mentre a inizio novembre toccherà a Moody's. Riguardo a quest'ultima agenzia, reputiamo plausibile che procederà ad una revisione in negativo dell'outlook prima ancora che ad un *downgrade* del rating, già oggi all'ultimo gradino dell'*investment grade*. Proprio in questo periodo potrebbe rendersi necessario un supporto più vigoroso (i.e. accelerazione acquisti), mentre **verso la fine anno**, potrebbe rendersi necessario un ulteriore **ampliamento/estensione del PEPP**. Infatti, la media degli acquisti "pandemici" fino a fine giugno era di 26,6 Mld€ a settimana e solo nella prima settimana di luglio gli acquisti sono rallentati a 20,15 Mld€. Solo ipotizzando di mantenere costante quest'ultima velocità di crociera (con acquisti dimezzati ad agosto) si arriverebbe in prossimità dell'obiettivo temporale di fine giugno 2021. Una coperta che rischia di essere corta. Sul fronte tassi, tendiamo ad escludere un intervento della BCE la quale, a nostro avviso, preferirà agire su strumenti alternativi come le condizioni delle TLTRO.

In Italia, il tasso decennale dopo essersi spinto fin sopra il 2,5% nel pieno della crisi, si è fortemente ridotto grazie agli acquisti BCE (l'istituto ha deviato fortemente dalle *capital key*, cfr. grafico), ai piani di sostegno statali (il governo ha messo in campo misure di spesa per circa il 4% del PIL e garanzie e prestiti fino al 34% del PIL) e alla proposta di un piano di rilancio a livello europeo. Proprio, il varo del *Recovery Plan* (in una versione non troppo diversa da quella proposta dalla Commissione Europea) potrebbe comprimere ulteriormente lo *spread*. **Negli USA**, la Fed a partire dal mese di aprile ha ridotto fortemente gli acquisti giornalieri di Treasury e MBS (a giugno gli acquisti totali medi giornalieri si sono attestati a 8,6 Mld\$, dagli 88,9 di marzo), ma analogamente alla BCE ci attendiamo un'accelerazione dopo l'estate in



vista di un possibile peggioramento della situazione pandemica e al fine di bilanciare il forte aumento delle emissioni necessarie a finanziare i piani di sostegno governativi. Inoltre crediamo che l'Istituto difficilmente porterà i tassi in negativo per almeno 4.800 Mld\$ di buoni motivi (l'ammontare detenuto presso i fondi monetari USA). Più probabile

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

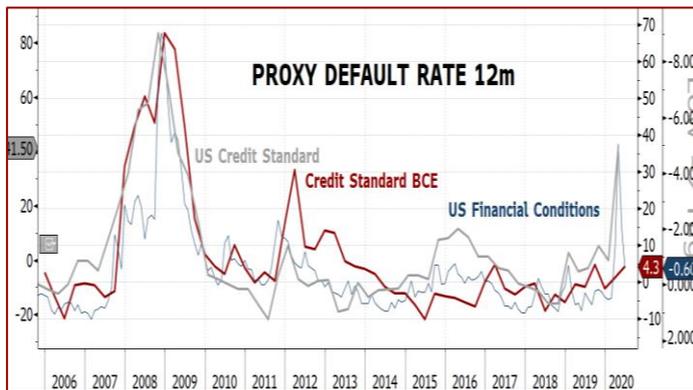
THE BEST STRATEGY EVERY TIME

che la Fed continui a valutare altri strumenti come il controllo della curva (YCC), oggetto di discussione già nella riunione di giugno, sebbene tale intervento si renderebbe necessario solo a fronte di un aumento rapido dei tassi oltre l'1%. In tale contesto, il tasso *T-note* a 10 anni è atteso rimanere nel *range* 0,50%-0,90%. In questo momento un rialzo eccessivo dei tassi (così come della pendenza di curva 2-10 anni) non sarebbe molto gradito alla Fed in quanto andrebbe a rallentare il processo di recupero della crescita.

Obbligazioni a spread

Obiettivo flusso cedolare

L'ingente liquidità e i piani di acquisto dalle principali banche centrali, unitamente alle misure di supporto dei governi, sono state fondamentali nel contenere, fin qui, l'esplosione dei tassi di *default* e comprimere gli spread di credito dopo il disastro del mese di marzo. Pur rimanendo diverse incognite, su tutte l'evoluzione dei contagi e dei decessi negli Stati



Uniti e l'impatto di questi sul recupero dell'economia, crediamo che le condizioni di liquidità e la rete di protezione stesa dalle banche centrali (pronte ad intervenire in caso di necessità) siano elementi che dovrebbero **continuare a supportare il comparto**, atteso nei mesi estivi performare in linea con il flusso cedolare. In tale contesto **le società IG sono state molto abili a sfruttare il recente restringimento degli spread per rifinanziare il proprio debito**, spingendo in avanti un problema come quello del c.d. "maturity wall" che avevamo già riportato nel nostro [annual outlook](#). Le variazioni più stringenti nei credit standard (cfr. grafico sopra) così come il *distressed*

ratio (la percentuale di titoli con rendimento >10%, utilizzato come proxy della direzionalità dei fallimenti del comparto HY nei nove mesi successivi) proiettano per l'Eurozona un tasso di *default* sugli HY in rialzo, contenuto, intorno al 3% (attualmente si aggira poco sopra l'1%, fonte CreditSights, vedi grafico sotto). Lo YTW del comparto misurato dall'indice BofA offre ancora un cuscinetto adeguato (4.53% all'8 luglio 2020), con un ritorno cedolare del 3,75%. Allo stesso tempo, sul comparto IG, **prediligiamo una maggiore esposizione**, in termini relativi, **verso il comparto finanziario**, che, pur rimanendo escluso dal piano di acquisti corporate della BCE (CSPP), potrebbe (più poi che prima) entrare a farne parte. Stessa *view*, mutatis mutandis (i.e. il maggiore contributo ai *default* del settore energy) per quanto



riguarda il credito dall'altra parte dell'Atlantico. Fino qui, il mercato del credito a stelle e strisce ha beneficiato maggiormente dell'effetto annuncio della Fed dei due piani di acquisto [PMCCF](#) e [SMCCF](#) che non degli acquisti effettivi da parte della Banca centrale USA di titoli ed ETF sul mercato (poco più di 10 Mld\$). Tali acquisti rappresentano quindi una goccia nell'oceano, considerato che il solo mercato corporate IG USA (secondo l'indice Bloomberg Barclays US Corp) capitalizza 6.540 Mld\$. Inoltre, i piani andranno rinnovati oltre settembre. Ma siamo sicuri, che la Fed non esiterà ad accelerare su questo fronte

(fino a 750 Mld\$) qualora si rendesse necessario.

Valute

Euro/dollaro in trading range con bias al rialzo

Il mercato valutario negli ultimi mesi è stato caratterizzato da un **deciso recupero del comparto emergente** favorito principalmente dal clima positivo sui mercati e dal venir meno dei forti deflussi che avevano caratterizzato i mesi di marzo e aprile. In questo clima, gli operatori hanno iniziato ad abbandonare le valute **rifugio**, quali yen e dollaro, mentre l'**euro** ha ricevuto un forte supporto prima dall'annuncio, a sorpresa, il 18 maggio scorso, del *Recovery Plan* targato Merkel-Macron e poi dal rafforzamento/estensione del PEPP da parte della BCE. Quest'ultimo, in linea teorica avrebbe dovuto portare ad un deprezzamento della valuta unica (più euro in offerta), ma in pratica si è tradotto in un suo apprezzamento in quanto letto dal mercato come un ulteriore segnale di rafforzamento della risposta comunitaria alla

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Panciaticchi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpscapital-services.it - Tel. 055.24981
Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA 01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

crisi insieme al *Recovery Plan*. Proprio l'approvazione di quest'ultimo entro la fine di luglio riteniamo possa continuare a supportare il cambio **euro/dollaro**. Crediamo che l'opposizione da parte di alcuni Paesi, quali *in primis* Olanda e Austria, possa essere superata grazie al sostegno al piano da parte della Germania che non vorrà certo sfigurare ora che si è aperto il semestre europeo a guida tedesca. A questo aggiungiamo che, grazie alla migliore gestione sanitaria, i dati consuntivi sulla crescita in uscita nei prossimi mesi potrebbero sorprendere in positivo più nell'Eurozona che negli USA dove l'indice di sorpresa economia è atteso tornare verso la media dopo il recente record storico. Il Mix dei fattori sopra citati **dovrebbe creare il clima ideale per portare entro settembre il cambio EurUsd verso i massimi toccati a marzo in area 1,15**. Un superamento significativo di questo livello lo riteniamo al momento poco probabile, considerato il posizionamento speculativo netto lungo a favore di euro vs dollaro su valori elevati (cfr. grafico) e il fatto che l'apprezzamento della valuta sia uno dei fattori che tende a mantenere condizioni finanziarie in Eurozona ancora restrittive rispetto al periodo pre-Covid, come evidenziato dal capo economista BCE, Lane. Allo stesso tempo è utile



ricordare che le recenti stime d'inflazione della BCE si basano sull'assunzione di un cambio intorno a 1,08, pertanto un eccessivo apprezzamento dell'euro renderebbe ancora più arduo per l'Istituto di Francoforte raggiungere gli obiettivi di inflazione. Fasi di apprezzamento del dollaro le potremmo rivedere in coincidenza di un temporaneo ritorno di fasi di *risk-off* piuttosto che in autunno in vista delle elezioni USA. Passando alla **sterlina**, la tematica *Brexit* continuerà ad essere il *driver* principale del cambio nel corso dei prossimi mesi. Il 30 giugno scorso è scaduta l'opzione che permetteva al Governo UK di

prorogare oltre fine 2020 il periodo di transizione, per cui i mesi di settembre/ottobre saranno fondamentali per il raggiungimento di un accordo tra UE e Governo UK, considerati i tempi tecnici di approvazione dei rispettivi parlamenti. Al momento i negoziati tra le due parti sembrano essere in una fase di stallo e lo stesso PM britannico, Johnson, ha nuovamente avvertito di essere pronto ad una Brexit senza accordo qualora non si trovasse un compromesso. **Alla luce dell'incertezza legata alla Brexit, riteniamo che permangano rischi al rialzo sul cambio EurGbp**. Inoltre, la BoE potrebbe essere costretta ad aumentare ulteriormente il QE entro la fine dell'estate. Il primo livello da monitorare al rialzo si trova in area 0,9150, superato il quale si aprirebbe lo spazio verso 0,9326. Solo i segnali del raggiungimento di un accordo potrebbero portare ad un'inversione di questa tendenza. Un aspetto che potrebbe frenare un rialzo eccessivo del cambio euro/sterlina è legato agli speculatori che, analogamente a quanto detto sull'EurUsd in precedenza, presentano un posizionamento incrociato sul cros EurGbp prossimo ai massimi storici. Dando uno sguardo allo **yen**, il cambio EurJpy si è spinto recentemente fin sopra 124 nel momento di maggiore euforia sui mercati, per poi ritracciare e tornare in prossimità di quota 120. Il *sentiment* sui mercati continua ad essere uno dei driver principali della valuta nipponica e data la *view* di consolidamento sopra esposta, è probabile che il cambio EurJpy possa rimanere all'interno del *range* 120 - 124 che ha caratterizzato l'ultimo mese. Infine, guardando alle **valute emergente**, riteniamo che il recupero visto di recente difficilmente possa proseguire nel corso dei prossimi mesi alla luce delle problematiche strutturali che presentano molti Paesi importanti di quest'Area, Brasile e Sud Africa in primis. Le Banche Centrali hanno tagliato in misura drastica i tassi d'interesse e, alcune di esse, potrebbero addirittura arrivare a ipotizzare verso l'autunno, veri e propri piani di QE. La Banca Centrale sudafricana, ad esempio, già negli ultimi due mesi ha effettuato acquisti mirati per stabilizzare il mercato delle obbligazioni governative. Inoltre, la riduzione del differenziale di interesse nei confronti dei Paesi sviluppati, e di conseguenza il minore *appeal* in termini di *carry trade*, rende tale comparto più vulnerabile rispetto al passato. Pertanto, per i prossimi mesi, è lecito attendersi un consolidamento del recente movimento di apprezzamento, con il rischio che un nuovo movimento di deprezzamento possa tornare nel corso dell'autunno/fine anno. Da tenere sotto osservazione soprattutto il **real**, che dovrebbe continuare ad essere la valuta più sensibile al cambio di umore sui mercati.

Materie prime

Un'estate di consolidamento

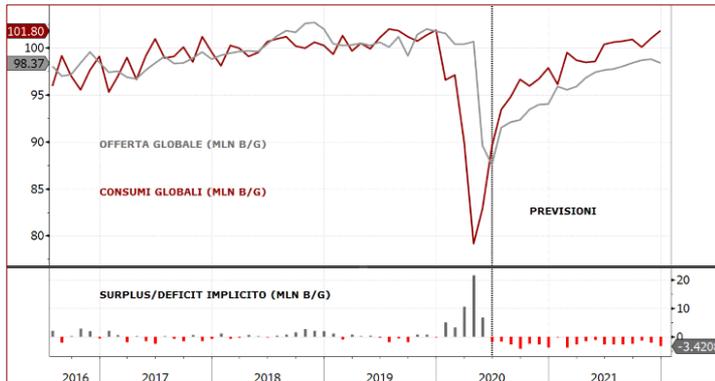
Gli ultimi due mesi possono essere sintetizzati da questo concetto: si sono concretizzati i trend di rialzo che ci aspettavamo, ma con una velocità estremamente superiore rispetto alle nostre aspettative. Più in dettaglio, sul **petrolio** dopo il crollo conseguente il forte surplus di offerta in un contesto di crollo della domanda e la negativizzazione dei prezzi dovuta ad una situazione eccezionale di tensione per il rapido esaurimento dei siti di stoccaggio, la situazione a livello fondamentale è migliorata sebbene resti ancora molto distante dai valori pre-Covid. Come si può vedere dalle stime del **report mensile dell'EIA** di giugno (cfr. figura), già a partire dal trimestre corrente è atteso un ritorno ad una situazione di deficit di produzione a livello globale. Tuttavia occorrerà aspettare fino a fine 2021 per tornare ai livelli di

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpscapital-services.it - Tel. 055.24981 Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA 01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

consumi pre-Covid19. Il clima di *risk-on*, l'euforia per la progressiva riapertura delle varie economie e l'interventismo dei produttori sul fronte tagli (sia su base volontaria che non, vedi [focus](#)) sono gli elementi che hanno spinto al rialzo il Brent, giunto in prossimità del gap (a 45,20) aperto a marzo. Alla luce del mercato che sembra essersi riequilibrato (una



conferma in tal senso arriva anche dalla pendenza di curva), è probabile che l'OPEC+ provi a ridurre l'ammontare dei tagli a partire dal prossimo mese (come da programma [iniziale](#)). Assumendo uno **scenario base** che non prevede un *lockdown* diffuso 2.0 (ma interventi mirati su singole situazioni) le scorte mondiali dovrebbero gradualmente normalizzarsi verso la media a 5 anni nei prossimi trimestri grazie ai deficit mensili attesi. Inoltre, il ripristino della cosiddetta "OPEC+ put", ossia della volontà da parte dei produttori di evitare forti cali dei prezzi, rende meno probabile la possibilità di un calo duraturo del petrolio.

Tutto quanto sopra considerato, nei mesi estivi il Brent potrebbe consolidare nella fascia 35-45\$, con la parte bassa che potrebbe essere testata nella fasi di tensione, dovute a minori importazioni cinesi, accelerazione nei contagi/nei decessi e/o inizio del *tapering* dei tagli da parte dei produttori dell'OPEC+. Passando ai preziosi, l'oro è tornato a brillare con il future che è salito oltre i 1800\$/o soprattutto grazie alla domanda finanziaria (l'ammontare di oro detenuto dagli ETF mondiali continua a registrare nuovi massimi storici), in linea con l'espansione dei bilanci delle banche centrali. Come



si vede dal **grafico**, la relazione tra oro e tassi reali USA rimane il *driver* principale. Il posizionamento speculativo lascia spazio per ulteriori rialzi. Confermiamo il nostro atteggiamento costruttivo (datato fine luglio 2019) e l'idea che il metallo prezioso possa tornare ai massimi storici (oltre i 1900\$/o) da qui a 12 mesi. Come **fattore di rischio** segnaliamo che il *trade* inizia ad essere "affollato". Concludiamo con i **metalli industriali**. Il **rame** si colloca ai massimi dal 2018 intorno ai 6600\$ grazie ad un mix di fattori: 1) i timori legati all'offerta dall'America Latina (in particolare dal [Cile](#), principale produttore mondiale); 2) il rafforzamento della

domanda cinese; 3) aspettative di nuovi piani infrastrutturali (USA, Cina, Eurozona). Si iniziano ad intravedere degli eccessi che ci inducono a pensare che, in assenza di eventi straordinari, le quotazioni possano consolidare/correggere nei prossimi mesi con il rischio di breve di *overshooting* verso i 7000\$ qualora si verificasse un marcato deterioramento dell'offerta dal Cile (ad esempio scioperi diffusi dei minatori). L'**alluminio** pur in presenza di un importante surplus mondiale di produzione, potrebbe beneficiare del progressivo recupero del settore auto, così come dell'aggiustamento dell'offerta nel caso in cui i prezzi scendano per un periodo prolungato sotto i 1600\$. Infatti, secondo Bloomberg, sotto tale livello il 50% delle fonderie mondiali opererebbe in perdita. L'obiettivo dell'eventuale movimento al rialzo sono i 1800\$ entro fine anno. Sullo **zinco**, riteniamo possibile un ulteriore recupero (con test dell'area 2350\$) grazie all'esposizione del metallo al settore delle costruzioni e agli investimenti infrastrutturali. Infine, il **nichel** si sta approssimando all'area di resistenza 13600/14000\$ che potrebbe contenere il rialzo nel breve.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

MISURE IMPLEMENTATE DA FED E BCE DA INIZIO DELLA CRISI COVID-19

	BCE	FED
Tassi	Tasso depositi: -0,5% ; MRO: 0%; MLF: 0,25%	<p>In due riunioni di emergenza vengono ridotti i tassi di 150 pb e li porta a 0%-0,25%</p> <p>Riduzione di 25 pb (adesso OIS +25pb) tasso sugli swap in \$ prima solo con BOC, BoE, BoJ, ECB e SNB.</p>
Misure acquisto titoli	<p>Estensione QE (APP): 120 Mld€ fino fine anno, a livello teorico, concentrato principalmente sul settore privato.</p>	<p>Dopo un iniziale QE da 700 Mld\$ si è passati velocemente ad un QE UNLIMITED (con acquisti giornalieri iniziali pari a 75 Mld\$ di Treasury e 50 Mld\$ MBS)</p>
	<p>PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme): 1350 Mld€ fino a fine giugno 2021 e comunque non prima della fine della crisi. CARATTERISTICHE: acquisti flessibili, nessun limite di emissione, emittente e sovranational, acquistabili titoli con scadenza da 70 giorni a 30 anni e 364 giorni. Tra i titoli acquistabili sono stati inclusi le Commercial Papers. Rimangono le Capital key da cui è possibile deviare temporaneamente.</p>	<p>Primary & Secondary Market Corporate Credit Facility (PMCCF, SMCCF): acquisti Bond corporate investment grade, <i>fallen angel/high yield</i> sia sul mercato primario che su quello secondario (in questo caso anche ETF) attraverso due veicoli (SPV) con un potenziale di acquisti fino a 750 Mld\$</p> <p>Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF): attraverso un veicolo (SPV) vengono acquistati asset con sottostanti prestiti a famiglie e piccole imprese quali, <i>auto-loan e student-loan</i></p> <p>Commercial Paper Funding Facility (CPFF): tramite un veicolo (SPV), la Fed acquista commercial paper direttamente dagli emittenti</p> <p>Municipal Liquidity Facility (MLF): tramite un SPV vengono comprati bond municipal, con scadenza inferiore ai 36 mesi. Il potenziale di acquisto del veicolo è fino a 500 Mld\$.</p>
Misure a sostegno della liquidità	LTRO settimanali con tasso pari a -0,5% e tutte con scadenza 24 giugno 2020	Primary Dealer Credit facility (PDCF): offre prestiti a breve termine ai <i>Primary Dealer</i> con scadenza fino a 90 giorni

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Panciattichi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpscapital-services.it - Tel. 055.24981 Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA 01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770 Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

	<p>TLTRO III: migliorano le condizioni per le operazioni condotte da giugno 2020 a giugno 2021 (il tasso può arrivare fino a -1%)</p>	<p>FIMA Repo Facility: permette alle banche centrali estere (soprattutto emergenti) di fare operazioni repo con la Fed, usando i Treasury come collaterale per ottenere dollari</p>
	<p>PELTRO: serie di operazioni di rifinanziamento con scadenza tra luglio e settembre 2021 e tasso pari a MRO - 25pb (attualmente -0,25%).</p>	<p>Paycheck Protection Program Liquidity Facility (PPPLF): prestiti alle banche che forniscono credito a quelle piccole imprese che rientrano all'interno del piano <i>Paycheck Protection Program</i> lanciato dal Tesoro USA</p>
	<p>Eurosystem repo facility for central banks (EUREP): facility che permette alle banche centrali estere di ottenere liquidità in €</p>	<p>Main Street Lending Program: programma per supportare i prestiti alle piccole e medie imprese</p>
	<p>Banche: allentamento requisiti di capitale</p>	<p>Banche: allentamento requisiti di capitale e annullamento della riserva obbligatoria</p>
Mercato Monetario		<p>Money Market Mutual Fund Liquidity Facility (MMLF): offre prestiti fino ad un anno agli istituti finanziari che offrono collaterale asset di elevata qualità come Treasury che hanno acquistato da fondi monetari. La Fed incoraggia indirettamente le banche ad acquistare asset dai money market funds riducendo la loro necessità a vendere asset in perdita per far fronte alle loro scadenze</p>
		<p>Operazioni repo straordinarie a 1 e 3 mesi</p>

THE BEST STRATEGY EVERY TIME

MPS Capital Services - Strategy Team



Luca Mannucci
Head of Market Strategy
+39 0577 209556
luca.mannucci@mpscs.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



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



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

Avvertenze

Attenzione: questo è un pezzo di strategia tematico/esplorativa dell'ufficio di Market Strategy di MPS Capital Services, non necessariamente coerente con le view ufficiali del Gruppo MPS.

Il presente documento ("Market Outlook" o semplicemente il "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.mpsc capitalservices.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.

MPS CAPITAL SERVICES BANCA PER LE IMPRESE S.P.A.

Sede Legale: Via Leone Pancaldo, 4 - 50127 FIRENZE - Direzione Generale: Via Panciatichi, 48 - 50127 FIRENZE - www.mpsc capitalservices.it - Tel. 055.24981
Fax 055.240826 - Capitale sociale Euro 1.669.516.282,10 i.v., Codice Fiscale e N. Iscr. Reg. Imp. di Firenze 00816350482, GRUPPO IVA MPS - Partita IVA
01483500524, Società con socio unico soggetta all'attività di direzione e coordinamento da parte della Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., appartenente
al Gruppo Bancario Monte dei Paschi di Siena - Codice Banca 10643.5 - Codice Gruppo 1030.6 - Iscritta all'Albo delle Banche della Banca d'Italia n. 4770
Aderente al Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi ed al Fondo Nazionale di Garanzia - Aderente al Codice di comportamento del settore bancario e finanziario.