



Zarattini & Co. Bank
Via Balestra 17 - 6900 Lugano

COMITATO STRATEGICO MENSILE

LUGLIO 2019

- In genere è più facile appoggiarsi ad un altro, piuttosto che stare in piedi da solo, scriveva Jack London. Più preoccupante è quando appoggiarsi ad un altro diventa l'unico modo per stare in piedi. E' in fondo questo che viene in mente pensando all'indice S&P, ed alle sue quotazioni che sfiorano i 3,000 punti, un livello che sta in piedi essenzialmente grazie all'appoggio dei tagli annunciati dalla FED.
- Tagli le cui ragioni restano non chiare, soprattutto in termini di timing. Certo, si può sostenere, come fa la FED nelle sue comunicazioni ufficiali, che l'inflazione latita e il ciclo americano mostra qualche segno di rallentamento (in particolare sui dati di investimento e sui dati nowcasting delle spedizioni), ma niente di drammaticamente diverso da quanto accaduto in altre fasi della congiuntura negli ultimi due anni, dove la retorica sui tassi era di ben altra natura. Prova ne è il fatto che gli ultimissimi dati sulle aspettative di inflazione USA (5y5f) sono di nuovo in crescita, e il mercato del lavoro continua a registrare buone performance, con i non farm payroll di giugno molto al di sopra delle aspettative.
- Certo, si può anche sostenere che la crescita globale rallenta sia in Cina (l'ultimo dato intorno al 6.2% è il più basso dal 1992), che in Europa (dove Francia e Germania restano sotto l'1% per il 2019) a causa delle tensioni commerciali, ma anche qui, dopo l'ultimo accordo al G-20 tra Stati Uniti e Cina che fa proseguire il negoziato, come da noi atteso, niente di drammatico. Prova ne è che la volatilità sui tassi di cambio resta bassa, e comunque i dati macro restano in territorio positivo, ossia non giustificano, se questo fosse il problema, un tale peso della variabile relativa alla crescita estera nella funzione obiettivo della FED.
- Restano due alternative: secondo una prima ipotesi, la FED si è fatta condizionare prima dai mercati, che in piena sindrome da dipendenza di liquidità hanno endogenamente avviato una robusta correzione a fine 2018 in assenza di messaggi dovish da parte di Powell; e poi dalla Casa Bianca, con i reiterati tweets del Presidente Trump a favore di un ampio taglio dei tassi che possa sostenere la crescita americana durante la sua campagna per la rielezione.
- Uno scenario che, ove fondato, metterebbe in discussione indipendenza e credibilità della banca centrale: la FED, dopo essersi fatta 'bullizzare' chiamando infine un taglio dei tassi a luglio, si è anche fatta 'trollare' dai dati, che tale scenario sembrano escludere categoricamente. Forse troppo incredibile per essere vero.
- La seconda ipotesi salva invece la capacità analitica della banca centrale: i tassi si aggiustano perché così facendo la FED si assicura una ulteriore stabilizzazione e prolungamento del ciclo, a fronte di dinamiche che ne caratterizzano la sua fase matura storicamente diverse dal passato.
- Le fasi mature dei cicli passati erano infatti caratterizzate da importanti fiammate inflazionistiche in quanto la domanda, alimentata dalla politica monetaria espansiva che accompagnava le uscite dalle fasi di rallentamento economico, tendeva a generare un overshooting di prezzo nel momento in cui gli shock recessivi nell'economia venivano progressivamente riassorbiti. A sua volta l'overshooting si determinava in relazione al pattern di consumo mediano, quello della baby boom generation, ed al suo incontro con la capacità di offerta dell'economia: tendenzialmente si trattava di un aumento di domanda di beni manifatturieri, prodotti con valore aggiunto prevalentemente domestico.
- Questa regolarità ha storicamente determinato l'automatismo insito nelle aspettative di mercato, per cui nelle fasi mature di ciclo i tassi dovrebbero essere progressivamente aumentati in concomitanza con il salire dell'inflazione, fino ai primi segnali di recessione: da qui l'ironico detto per cui è la FED il vero killer delle fasi espansive dell'economia americana.
- Lo scenario di oggi sembra tuttavia diverso, in quanto il pattern di consumo determinato dalla riduzione dei tassi non ha necessariamente influito nello stesso modo sull'economia. Il consumatore mediano ha caratteristiche diverse, essendo molto più orientato alla fruizione di un bene piuttosto che al suo possesso (si pensi ai Millennials), dunque determinando una domanda di servizi, piuttosto che di beni; la funzione di produzione degli stessi servizi è caratterizzata da una elevata intensità di intangibles, che determinano la possibilità di ampie economie di scala; e la localizzazione della stessa produzione è molto più legata a fattori esteri rispetto a quelli nazionali. Tutti questi elementi hanno effetti potenzialmente deflazionistici rispetto al comportamento tradizionale della domanda.

- A ciò si aggiunga che il modello produttivo è da tempo anch'esso caratterizzato da pressioni deflative: prima l'emergere delle catene globali del valore, e la delocalizzazione produttiva dei prodotti intermedi in paesi a basso costo, cosa che ha causato agli inizi del XXI secolo uno shock deflattivo importante sia in Europa che negli Stati Uniti (shock alla base della politica monetaria di bassi tassi che è stata il 'brodo primordiale' che ha poi alimentato la crisi del credito).
- Oggi, con le catene globali del valore in parziale ritirata, sembra prevalere in ampi settori dell'economia (dall'ICT alle auto al farmaceutico) un'organizzazione della produzione basata su ecosistemi sviluppati dalle grandi multinazionali attraverso alleanze strategiche (o acquisizioni) con realtà produttive che sviluppano nicchie specifiche di prodotto. Questo determina una riduzione del CAPEX e dunque degli investimenti, come evidenziato nei dati dell'ultimo World Financial Outlook dell'IMF. Dunque anche in questo caso effetti parzialmente deflazionistici.
- Secondo questo ragionamento la FED si troverebbe dunque a gestire una fase matura di ciclo molto diversa dalle precedenti, in cui sia dal lato del consumo che da quello degli investimenti gli effetti di overshooting dei prezzi sono modesti.
- A (possibile) conferma di questa ipotesi, gli ultimi documenti di strategia monetaria prodotti dal FOMC discutono quale sia il livello di tassi corretto sulla base di diverse regole di politica monetaria. Diverse versioni della 'Taylor rule' suggeriscono un livello ottimale di tasso compreso tra il 2 ed il 3 per cento, che è pienamente coerente con l'attuale forchetta del 2.25-2.50 per i Fed Funds.
- Qualora tuttavia si utilizzasse come regola di politica monetaria una price level rule volta a mantenere un livello medio di core Personal Consumption Expenditure compatibile con una crescita dei prezzi del 2% a partire dal 1998, i tassi di riferimento dovrebbero essere pari a zero, proprio in virtù dei potenti fattori deflazionistici che hanno caratterizzato il ciclo economico negli ultimi due decenni.
- A ciò si aggiunga che gli effetti dell'espansione fiscale voluta dal Presidente Trump stanno ormai esaurendosi, dunque togliendo stimolo alla domanda, ma lasciando comunque un problema di sostenibilità di medio termine per i conti pubblici americani. Questo suggerirebbe un livello più basso di tassi, anche in considerazione del fatto che altre economie avanzate (Europa e Giappone) comunque mantengono i loro tassi a zero; data questa asimmetria, anche su tassi US marginalmente più bassi la domanda globale di debito pubblico americano continuerebbe ad essere comunque sostenuta.
- Infine si consideri che, allo stato attuale della curva dei tassi, i tassi reali USA sono neutri o leggermente negativi per i tassi a 10 anni, ma positivi per circa 50-60 bps per la parte a breve. Tutto ciò dunque giustifica la (possibile) logica prudenziale dietro i tagli annunciati dalla FED in questo periodo, con un nuovo steepening della curva a sostegno dell'ultima fase del ciclo economico.
- Qualora ciò fosse vero, e ce lo auguriamo, questa ipotesi implica che la FED resta leader, e non follower, rispetto alle aspettative di mercato. Ma implica anche che la correzione avrebbe natura puramente 'assicurativa', finalizzata ossia a mantenere stabile il più a lungo possibile il ciclo economico. Dunque non sarebbe l'inizio di una nuova stagione di tagli per quasi 100 bps, come alcune aspettative di mercato sembrano far ritenere, ma semplicemente un fine tuning.
- In tale scenario è allora probabile che a fine luglio la FED tagli solo 25bps, valutando poi a settembre dopo il forum di Jackson Hole se aggiungere altri 25bps, per poi fermarsi. Poiché il mercato si aspetta dosi non omeopatiche di liquidità, questa scelta potrebbe generare volatilità. A soffrire di più del possibile disallineamento di aspettative sarebbero gli attivi a reddito fisso, che appaiono più overstretched rispetto all'azionario, sostenuto da una reporting season abbastanza positiva.
- In questo caso il dollaro tenderebbe a non svalutarsi particolarmente rispetto ad altre valute (cosa che in parte sta già accadendo), e potrebbe esserci marginalmente minore supporto per gli emergenti, anche se i minori tassi allentano i vincoli finanziari per le imprese di questi paesi (v. poi).
- In termini di aree geografiche, resta positività sugli Stati Uniti, in particolare qualora la nostra ipotesi sulla 'saggezza' della politica monetaria FED in

termini di assicurazione contro il rallentamento del ciclo risulti corretta. Storicamente, l'ultimo anno elettorale coincidente con una recessione per gli Stati Uniti è il 1980, l'anno dell'elezione di Reagan, ma anche l'anno del secondo oil shock.

- Se il Presidente Trump riuscirà a contenere la sua 'esuberanza' nei confronti dell'Iran e della Cina, è allora probabile che la manovra sui tassi articolata dalla FED in queste settimane sia la sua migliore assicurazione di un quadro economico relativamente stabile, in cui i minori profitti per le aziende determinati da un fisiologico rallentamento del ciclo sarebbero compensati dai minori tassi, il che continuerebbe a supportare le sue chances di rielezione.
- La Cina continua a sperimentare un rallentamento economico indotto dalle tensioni commerciali con gli USA, che ha contribuito a deteriorare il quadro delle aspettative (i PMI cinesi sono scesi a 49,4, sotto la soglia critica di 50, a giugno). Il Governo, come è noto, ha fatto fronte a questo scenario attraverso i consueti canali dell'aumento del credito e dello stimolo fiscale, riaprendo il dialogo con gli USA nel corso dell'ultimo vertice G-20.
- Gli ultimi dati mostrano come lo stimolo all'attività economica stia passando attraverso il settore immobiliare e delle infrastrutture, in particolare attraverso i consueti canali delle aziende pubbliche e delle amministrazioni locali, che stanno assorbendo la gran parte della nuova liquidità. Le aziende private si stanno finanziando sul mercato estero, e in questo senso la riduzione marginale dei tassi da parte della FED potrebbe essere positiva.
- Per quanto riguarda l'Europa, la fase di incertezza legata al passaggio elettorale, ed alla successiva nomina dei nuovi vertici delle istituzioni, si è risolta in maniera positiva. La nomina della tedesca Ursula van der Leyen a Presidente della Commissione europea (nomina successivamente approvata dal Parlamento europeo, sia pure con una maggioranza risicata) sembra segnalare la volontà tedesca di mettersi direttamente a capo di un rinnovamento nel modello economico europeo.
- In questo senso va letto il discorso programmatico della Presidente, centrato sui tre grandi temi dell'immigrazione, con la riforma degli accordi di Dublino volta a redistribuire l'onere di accogliimento

e identificazione dei migranti, rinforzando al contempo il supporto europeo al controllo delle frontiere comuni dell'Unione; dell'ambiente, con la riproposizione di stretti target ambientali per l'industria europea, che di fatto 'chiamano' la rivoluzione in senso della mobilità elettrica del settore dei trasporti; e con la riforma dell'euro-zona in senso più solidaristico, attraverso l'introduzione di un sussidio di disoccupazione europeo che possa consentire di colmare ritardi congiunturali di alcuni Stati membri attraverso un sostegno alla loro domanda, un tema fino ad oggi taboo in Germania.

- Certo, su nessuno di questi dossier chiave sarà semplice trovare un accordo, e probabilmente ognuno di questi dossier necessiterà di una articolazione diversa delle maggioranze in campo, ma sembra essere questa la chiave di questa nuova legislatura europea: relativamente più complicato processo decisionale, data l'eterogeneità delle forze che compongono la maggioranza parlamentare, su un numero più concentrato di dossier, ma probabilità di seri avanzamenti nel percorso di integrazione una volta che il compromesso sugli stessi dossier sia stato trovato.
- A questo proposito la presenza (che dovrebbe essere garantita) degli altri due Spitzenkandidaten Timmermans e Vestager, entrambi ex Commissari di prestigio, nella composizione della nuova Commissione rafforza il profilo tecnico e politico della stessa, il che costituisce un buon punto di partenza per l'avvio del processo legislativo.
- Notizie positive giungono anche sul fronte dell'altra nomina chiave, quella della Banca Centrale Europea, andata all'(ormai) ex-Direttore del Fondo Monetario Internazionale Christine Lagarde. Il rischio con la nomina BCE era, innanzitutto, quello di avere un 'falco' nella gestione della politica monetaria, cosa che l'Europa non avrebbe potuto permettersi data l'attuale (debole) congiuntura economica. Avevamo già ribadito che non ci sembrava questo lo scenario più probabile, in quanto la Germania era interessata a prendere il controllo della Commissione, non della BCE, come si è poi verificato.
- Vi era tuttavia il rischio, molto elevato, della nomina di una personalità relativamente moderata sul fronte della politica monetaria, ma di peso politico inferiore a Mario Draghi. Questo candidato avrebbe rischiato di vivere nell'ombra del suo predecessore,

il che avrebbe potuto limitarne gli spazi di manovra in termini di capacità di creare consenso nel Consiglio della Banca, soprattutto qualora si dovesse rendere necessario un ulteriore intervento espansivo di politica monetaria in Europa. Ebbene, questo rischio è completamente neutralizzato con la nomina della Lagarde, dato l'elevato spessore politico ed il credito di cui la stessa gode presso i Governi.

- Infine anche l'ultima fonte di possibile incertezza pre-estiva, quella di una crisi di governo in Italia, sembra al momento scongiurata, poiché la possibile finestra elettorale, a questo punto spostata ad ottobre, impedirebbe la chiusura della legge di bilancio, uno scenario che probabilmente porterebbe il Presidente della Repubblica a non sciogliere le Camere.
- Certo, come una maggioranza litigiosa come quella attuale possa chiudere una complicatissima legge di bilancio a settembre nel rispetto dei vincoli europei e restando unita al Governo è tutto da vedere. Sarà questo uno dei temi caldi dell'autunno, aspettando la Brexit di Boris Johnson ed i dazi sulle auto tedesche di Trump.

MERCATO AZIONARIO

- La tregua nella guerra commerciale a seguito dell'esito, nel complesso favorevole, del summit G20 e le aspettative di un ulteriore ciclo di politiche monetarie accomodanti hanno sostenuto i mercati nel corso del mese di luglio. I listini azionari hanno quindi proseguito sulla falsariga di quanto visto a giugno con rialzi che tuttavia sono stati meno robusti e non del tutto generalizzati. I primi segnali che arrivano dalle trimestrali Usa sembrano incoraggianti ma i mercati sembrano al momento concentrati più sulle parole dei Governatori Centrali e sulle loro prossime mosse che potrebbero condizionare gli andamenti dei listini nei prossimi mesi.
- Per quanto riguarda il mercato Usa a luglio abbiamo assistito alla formazione di nuovi massimi sullo S&P500 oltre quota 3000 in un contesto macro ancora positivo. Non manca qualche segnale di rallentamento ma i consumi americani (pesano il 70% del Pil) stanno resistendo e lo spettro della recessione sembra piuttosto lontano a fronte di un

Pil in crescita del 3,1% nel primo trimestre. Il settore dei servizi rimane dinamico, la crescita dell'occupazione molto robusta e quindi la domanda interna resta sostenuta nonostante la presenza costante dei rischi di natura geopolitica. I mercati hanno quindi festeggiato il carattere preventivo del taglio dei tassi della Fed previsto per fine luglio con l'obiettivo di stabilizzare la fine del ciclo economico. In verità i dati macro disponibili giustificano al più un aggiustamento tecnico e non certo un'inversione del ciclo soprattutto se le trimestrali in corso di pubblicazione confermeranno la tenuta di fatturato e utili societari.

- In Europa il quadro macro vede una crescita dello 0,4% nel primo trimestre 2019 e un'inflazione dell'1,2% con un settore manifatturiero che prosegue nella sua fase di debolezza non solo per il persistere degli effetti della guerra commerciale. Nonostante questo contesto i listini hanno messo a segno performance positive non solo per le dichiarazioni di Draghi sulla disponibilità della Bce a nuovi interventi di politica monetaria ma anche per la scelta della Lagarde come successore dello stesso Draghi in autunno. Questa decisione dovrebbe garantire una certa continuità negli orientamenti della Banca Centrale Europea ed è stata accolta con rialzi soprattutto da parte dei listini dei paesi periferici. In particolare il mercato azionario italiano ha potuto giovare anche dell'accordo raggiunto con la Commissione Europea per scongiurare l'apertura della procedura d'infrazione.
- Il mercato azionario giapponese al momento riporta un segno positivo a luglio anche se il listino non ha potuto beneficiare del supporto offerto a Europa e Usa dalle dichiarazioni espansive delle rispettive Banche Centrali. Al contrario i segnali di rallentamento economico dell'area asiatica, per il deterioramento dei rapporti commerciali, sembrano aver impattato negativamente sulla crescita del paese.
- Nonostante le notizie positive sul versante geopolitico, a seguito dei progressi emersi durante il vertice Usa-Cina, l'andamento dei mercati emergenti a luglio è stato positivo ma molto meno brillante di quanto fatto registrare dai paesi sviluppati. In particolare tutta l'area asiatica con Cina, Corea e India al momento fa segnare un segno meno principalmente a seguito di un quadro macro meno forte delle attese.

In un contesto di mercato positivo a livello settoriale dobbiamo registrare l'andamento deludente di energy e materials a causa della volatilità dei prezzi di alcune commodities. Al

contrario hanno fatto segnare performance piuttosto buone tutti i consumer oltre a communication e financials.

AMERICA	Div. Yield	P / E	19.07	21.06	% Var	% Ytd	% 3m
S&P 500	1,9	17,9	2976,6	2950,5	0,9	19,7	2,5
VIX *			14,5	15,4	-6,2	-49,0	19,5
Dow Jones Industrial	2,2	17,2	27154,2	26719,1	1,6	17,7	2,2
Nasdaq	1,0	24,1	8146,5	8031,7	1,4	23,7	1,9
EMEA	Div. Yield	P / E	19.07	21.06	% Var	% Ytd	% 3m
Eurostoxx 50	3,7	14,6	387,3	384,8	0,6	15,2	-0,8
VSTOXX *			13,7	13,4	2,3	-42,6	24,4
FTSE 100	3,2	14,0	12260,1	12339,9	-0,6	16,1	0,3
DAX	3,3	14,7	5552,3	5528,3	0,4	18,7	-0,5
CAC 40	4,5	11,0	21641,5	21388,6	1,2	18,1	-1,4
FTSE MIB	4,8	13,1	7508,7	7407,5	1,4	11,5	0,7
Swiss Market	3,2	16,9	9937,0	9922,8	0,1	17,9	3,8
ASIA PACIFIC	Div. Yield	P / E	19.07	21.06	% Var	% Ytd	% 3m
Nikkei 225	2,2	15,3	21685,9	21193,8	2,3	8,3	-2,3
MSCI Asia ex Japan	2,9	14,5	530,0	524,7	1,0	11,5	-2,5
MSCI Emerging	2,8	13,1	1051,7	1053,2	-0,1	9,3	-3,7

*Indice di volatilità

MERCATO OBBLIGAZIONARIO

- Questo mese ci dedichiamo ad un tema più "sensibile" per gli investitori stante l'incredibile marcia di tutto l'obbligazionario globale sulla scorta delle politiche accomodanti delle Banche Centrali, che hanno portato così a più di tredici trilioni di dollari il montante dei titoli con rendimento negativo.
- La traiettoria di crescita dei Mercati Emergenti non è cambiata dopo l'ultima riunione del G20, che si è conclusa senza un ulteriore peggioramento delle tensioni commerciali. Sebbene sia chiaro che le incertezze sugli scambi internazionali proseguiranno, sinora l'economia cinese ha esibito una buona tenuta grazie ai forti stimoli del governo e all'aumento della spesa per infrastrutture, che hanno compensato in parte gli effetti negativi dei dazi doganali. La stabilità economica della Cina dovrebbe contribuire a sostenere la crescita dei Mercati Emergenti e quindi la loro capacità di onorare il debito, se non altro nel breve termine. Inoltre, gli indicatori ciclici segnalano una ripresa sia in Cina che negli altri Mercati Emergenti, le cui Banche Centrali sono in genere in buone condizioni per seguire la Federal Reserve in un taglio dei tassi in caso di rallentamento dell'economia, dato che in questo ciclo economico hanno sostenuto i tassi reali dei Paesi Emergenti a livelli superiori rispetto a quelli dei Paesi Sviluppati.
- Quest'anno la caccia ai rendimenti e la ricerca di

classi di attivo che offrano un carry interessante hanno tenuto alta la domanda di titoli di debito dei Mercati Emergenti, e di conseguenza le valutazioni sono diventate meno convenienti. Il rendimento complessivo del 5,61% attualmente generato dall'indice J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified è il più basso dal 2013. Tuttavia, dato che i rendimenti offerti dai diversi Mercati Emergenti sono molto eterogenei e considerati i rischi idiosincratici che continueranno molto probabilmente ad affliggere il segmento ad alto rendimento, consigliamo agli investitori di adottare un approccio attivo. Ad esempio, escludendo la Turchia in virtù del peggioramento delle prospettive, Paesi come Sudafrica, Messico e Indonesia a nostro avviso offrono opportunità interessanti (tutti i dati sono aggiornati al 9 luglio 2019).

- Anche se dal summit del G20 non sono emerse sorprese negative, è ancora possibile che le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina continuino a influire sulle attese per la crescita globale. Per il momento, tuttavia, le prospettive delle economie Emergenti sono più favorevoli rispetto a quelle dei Mercati Sviluppati. Inoltre, i Mercati Emergenti sono riusciti a mantenere dei rendimenti reali relativamente alti e una politica monetaria più flessibile. La caccia ai rendimenti è quindi destinata a continuare e il contesto generale è favorevole ai mercati della regione. Tuttavia, a causa degli elevati rischi idiosincratici consigliamo di esercitare molta prudenza nella scelta dei Paesi in cui investire.

GOVERNATIVE	Ytm	Spread	Dur.	Avg. life	% Ytd	% 3m	% 6m
Stati Uniti	2,0	-0,2	6,3	7,8	5,2	3,5	5,4
Europa	-0,5	0,0	8,0	9,3	4,1	2,8	4,1
Mercati Emergenti	5,4	3,3	7,7	12,4	11,7	5,1	8,8

CORPORATE	Ytm	Spread	Dur.	Avg. life	% Ytd	% 3m	% 6m
Stati Uniti	3,2	1,1	7,7	11,2	10,2	4,4	9,2
Europa	0,4	1,0	5,2	5,6	6,1	2,5	5,9
Mercati Emergenti	5,1	3,1	4,4	6,1	9,1	3,0	7,3

HIGH YIELD	Ytm	Spread	Dur.	Avg. life	% Ytd	% 3m	% 6m
Stati Uniti	6,0	3,8	3,5	5,8	10,6	1,4	5,9
Europa	3,7	3,5	3,2	4,9	8,1	1,3	6,5
Mercati Emergenti	7,2	5,2	5,2	8,4	10,9	4,0	7,4

MERCATO VALUTARIO

- Le decisioni di politica monetaria della Fed e della Bce tengono banco sui mercati, con la maggior parte degli analisti che danno ormai per scontata un'accelerazione sul fronte delle politiche monetarie espansive a fronte di una crescita globale sempre più lenta, un maggiore protezionismo commerciale e dati economici deboli. Alla luce del tono accomodante delle indicazioni fornite dalla Fed, i mercati sembrano convinti che la banca centrale americana taglierà i tassi in occasione della riunione del FOMC del 31 luglio. Per quanto riguarda la Bce, il cui Consiglio direttivo si riunirà giovedì a Francoforte, continuano a salire le aspettative di un allentamento alla luce degli ultimi dati dell'inflazione che, nel mese di giugno, si è attestata all'1,3%, sopra le previsioni del mercato ma al di sotto del tasso obiettivo della banca centrale europea del 2%. Il cambio EUR/USD continua l'andamento laterale nella fascia 1,14-1,12.
- La sterlina prosegue la sua corsa al ribasso, scendendo sotto il minimo da 27 mesi toccato

nell'ultima settimana contro il dollaro e al nuovo minimo da sei mesi contro l'euro. La divisa è crollata negli ultimi giorni dopo che durante un dibattito, i due contendenti alla leadership Tory, Boris Johnson e Jeremy Hunt, hanno inasprito i toni sul divorzio dalla Ue, promettendo di eliminare il "backstop", la clausola di garanzia per tenere aperto il confine tra le due Irlande, chiave di volta dell'accordo tra Bruxelles e la premier uscente Theresa May. Parole che hanno fatto temere che il prossimo 31 ottobre la Gran Bretagna lascerà l'Unione europea sbattendo la porta. Il dollaro forte ha spinto il cambio GBP/USD a 1,24, mentre il cross EUR/GBP quota in area 0,90. Dall'inizio del 2016 la sterlina ha perso il 15% del suo valore contro un basket di divise tra cui dollaro ed euro. I timori di una Brexit senza accordo sono aumentati ulteriormente dopo che è emersa la notizia che Boris Johnson, se diventerà premier, potrebbe mandare a casa i deputati per due settimane a ottobre per impedire loro di votare contro una Brexit senza accordo.

VALUTE DEI MERCATI SVILUPPATI

	19.07	21.06	% Var	% Ytd	% 3m	% 6m	% 12m
EUR / USD	1,12	1,14	-1,3	-1,9	-0,2	-1,2	-3,6
EUR / GBP	0,90	0,89	0,6	-0,4	3,7	1,6	0,3
EUR / CHF	1,10	1,11	-0,7	-2,1	-3,4	-2,6	-5,3

VALUTE DEI MERCATI EMERGENTI

	19.07	21.06	% Var	% Ytd	% 3m	% 6m	% 12m
Messico Peso	19,03	19,12	-0,5	-3,2	1,3	-0,4	-0,1
Brasile Real	3,72	3,82	-2,7	-4,0	-5,3	-0,7	-2,9
S. Africa Rand	13,94	14,33	-2,8	-3,4	-0,9	0,6	2,9
Turchia Lira	5,66	5,82	-2,7	7,3	-2,6	6,2	17,7
India Rupia	68,81	69,44	-0,9	-1,6	-0,8	-3,1	-0,4
China Yuan	6,88	6,87	0,2	0,1	2,7	1,5	1,6

Nota: tutti i cambi riportati indicano il valore di un dollaro americano espresso nella valuta del paese emergente, in questo senso una variazione positiva indica un indebolimento della valuta emergente.

MERCATO DELLE MATERIE PRIME

- Nel mese di luglio il Bloomberg Commodity Index è rimasto sullo stesso livello della chiusura di giugno, le perdite registrate dal settore energetico e agricolo, sono state compensate dai guadagni dei metalli preziosi ed industriali. Dopo il recupero fino a 60\$ di metà mese, il Wti è tornato a testare area 55\$ al barile mentre la qualità Brent è passata da un recupero di quota 67\$ a quota 63\$ al barile. L'indice specifico dei metalli industriali è salito di circa 4 punti percentuali rispetto alla chiusura di giugno, il rame è salito del 2%, il nickel ha guadagnato poco più del 7% mentre l'alluminio ha registrato una performance positiva del 3,5%. I metalli preziosi hanno continuato il loro trend positivo avanzando di poco più del 3%, l'oro ha toccato quota 1.450 \$/oz mentre l'argento, considerato sempre più come industriale, è stato uno dei top performer del mese: è salito del 7%. Il quadro è completato dal Bloomberg Agriculture Index che ha fatto registrare un calo di circa 3 punti percentuali dall'ultimo comitato, mais (+1%) e soia (-2%) sono i due componenti più pesati nell'indice, il caffè è rimasto pressoché invariato mentre frumento (-6%) e zucchero (-7%) sono stati i principali detrattori.
- La Cina non ha smesso di accumulare riserve in oro nemmeno a giugno, nonostante la relativa distensione dei rapporti con gli Usa, con cui ha ripreso le trattative commerciali, e nonostante l'impennata delle quotazioni del metallo prezioso. Gli acquisti della banca centrale cinese, pari a 10,3 tonnellate di lingotti a giugno, hanno accresciuto le riserve auree per il settimo mese consecutivo. Dallo scorso dicembre la People's Bank of China ha acquistato quasi 85 tonnellate di lingotti, che hanno portato le riserve auree sopra 1.926 tonnellate. Gli

acquisti netti di oro da parte delle banche centrali hanno raggiunto 651,5 tonnellate l'anno scorso secondo il World Gold Council, in aumento del 74% rispetto al 2017: un record da quando, quasi mezzo secolo fa, gli Stati Uniti dissero addio al "gold standard", la convertibilità in oro del dollaro. Quest'anno, l'accumulo di riserve auree sta proseguendo – al traino di Cina, Russia, Turchia e Kazakhstan – e il record potrebbe essere battuto, secondo alcuni analisti. Tra gennaio e maggio c'è stato un incremento di 247,3 tonnellate (+73% anno su anno). Per giustificare la salita del metallo giallo, non bisogna poi dimenticare la dinamica dei tassi reali, al netto dell'inflazione. L'oro non paga cedole e quando i tassi reali arretrano torna di interesse per gli investitori. Il tasso reale Usa decennale è sceso sotto lo 0,3%, ai minimi da oltre 2 anni. Come citato in precedenza, nel mese di luglio, l'oro ha toccato quota 1.450 \$ l'oncia.

- Dopo quasi tre anni di fidanzamento, Opec e Russia hanno celebrato il loro matrimonio: l'Opec Plus diventa un organismo permanente. I ventiquattro Paesi che dal 2017 riducono in modo coordinato la produzione di petrolio hanno tutti aderito alla Carta di cooperazione, documento ufficiale che istituzionalizza la coalizione con l'obiettivo di proseguire a tempo indefinito le politiche per influenzare il mercato. Il Brent aveva recuperato quota 67\$ al barile durante il mese di luglio, tuttavia gli ultimi dati sull'aumento delle scorte di greggio negli Stati Uniti hanno fatto scendere il prezzo nuovamente sotto quota 63\$ per poi impostare un rimbalzo sull'onda delle tensioni tra Iran e Usa che tornano a crescere dopo l'abbattimento di un drone da parte degli Stati Uniti. Le tensioni geopolitiche rimangono un fattore determinante sulle quotazioni dell'oro nero.

	19.07	21.06	% Var	% Var Ytd	% Var 3m	% Var 6m	% Var 12m
ENERGIA							
Petrolio WTI	55,63	57,43	-3,1	17,9	-13,2	0,4	-11,5
Petrolio Brent	62,47	64,45	-3,1	15,0	-11,5	-0,3	-11,9

	19.07	21.06	% Var	% Var Ytd	% Var 3m	% Var 6m	% Var 12m
METALLI							
Oro	1425,37	1399,63	1,8	11,3	11,7	11,2	16,5
Alluminio	1848,00	1767,50	4,6	0,2	-1,0	-1,2	-8,9
Rame	6065,00	5971,00	1,6	1,1	-6,3	0,2	-1,3

	19.07	21.06	% Var	% Var Ytd	% Var 3m	% Var 6m	% Var 12m
PRODOTTI AGRICOLI							
Mais	435,75	453,50	-3,9	9,6	12,8	7,9	10,7
Grano	502,50	530,75	-5,3	-6,2	10,5	-6,4	-10,0
Soia	919,25	927,50	-0,9	-1,8	0,6	-3,8	2,9

