

Focus

Materie prime: recession blues

Nel breve periodo, la debolezza della domanda di materie prime sui mercati fisici e finanziari continuerà probabilmente ad alimentare pressioni al ribasso e volatilità per le commodity cicliche. Tuttavia, i bassi livelli di scorte, i trend verso decarbonizzazione e transizione energetica e un sottoinvestimento strutturale in metalli e combustibili fossili stanno creando gravi squilibri che potrebbero aprire la strada a un altro ciclo rialzista non appena le preoccupazioni per l'attuale contesto recessivo si attenueranno.

Petrolio: Arabia Saudita contro short sellers

Rimaniamo positivi sul petrolio perché il mercato potrebbe registrare un deficit nel secondo semestre grazie all'aumento stagionale della domanda, all'accelerazione dei consumi in Cina e nel settore dell'aviazione, alla ricostituzione delle riserve strategiche da parte degli Stati Uniti, ai persistenti rischi geopolitici e ai vincoli alla produzione implementati dai membri dell'OPEC+, guidati dall'Arabia Saudita, impegnati a contrastare i venditori allo scoperto e a proteggere la stabilità del mercato.

Mercati energetici: pronti per l'estate?

Sinora la maggior parte delle variabili chiave che influenzano i prezzi del gas (offerta, domanda, stoccaggio, condizioni meteorologiche, concorrenza con l'Asia e rischi geopolitici) hanno avuto un impatto ribassista o neutrale sui prezzi, ma le cose potrebbero cambiare nel corso dell'estate. Infatti, diversi rischi continuano ad offuscare l'orizzonte e il mercato del gas potrebbe tornare nuovamente in deficit, complicando il processo di riempimento degli stoccaggi europei in vista dell'inverno e alimentando pressioni rialziste sui prezzi di gas e gas naturale liquefatto (GNL).

Metalli preziosi: l'incertezza sostiene i beni rifugio

Il picco dell'inflazione è probabilmente alle spalle, la crescita globale sta rallentando e le principali economie stanno entrando in recessione tecnica. Le politiche monetarie alimenteranno ancora volatilità tra gli asset finanziari e probabilmente sosterranno i prezzi di oro e argento nei prossimi mesi.

Metalli industriali: in attesa della Cina

I bassi livelli di scorte di metalli potrebbero rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale: se i timori di recessione si affievolissero e la crescita della Cina accelerasse, i metalli sarebbero in un'ottima posizione per recuperare terreno e riprendere il loro super ciclo post-Covid.

Agricoli: elasticità dell'offerta ai prezzi

Diversi prodotti agricoli sono destinati a registrare ampie eccedenze nella prossima stagione a causa dell'aumento dell'offerta mondiale, dato che la produzione di queste materie prime esibisce la maggiore elasticità ai prezzi.

Giugno 2023

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

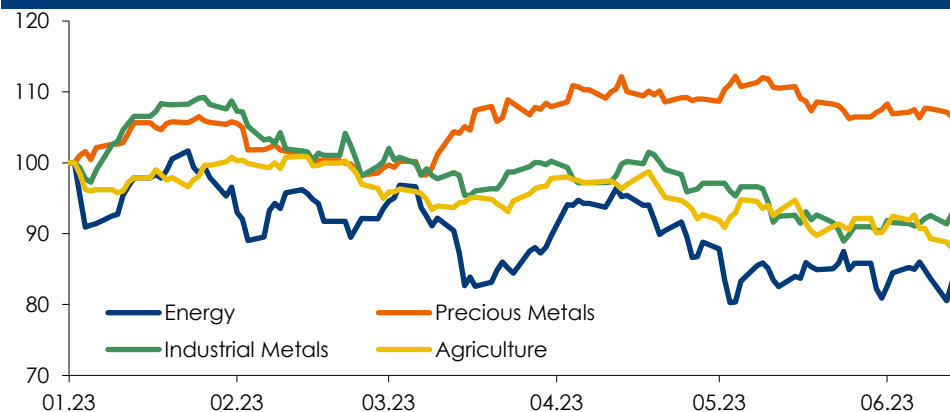
Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: recession blues

Nel breve periodo, la debolezza della domanda di materie prime sui mercati fisici e finanziari continuerà probabilmente ad alimentare pressioni al ribasso e volatilità per le commodity cicliche. Tuttavia, i bassi livelli di scorte, i trend verso decarbonizzazione e transizione energetica e un sottoinvestimento strutturale in metalli e combustibili fossili stanno creando gravi squilibri che potrebbero aprire la strada a un altro ciclo rialzista non appena le preoccupazioni per l'attuale contesto recessivo si attenueranno.

Performance da inizio anno dei principali settori delle materie prime (dic. 2022 = 100)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'eccezionale stretta monetaria registrata negli scorsi trimestri, dopo anni di tassi di interesse prossimi allo zero, ha comportato un aumento dei costi di finanziamento e un'intensificazione dei rischi di recessione. Pertanto, sui mercati fisici le scorte di materie prime sono ora percepite come troppo costose (dati gli alti tassi di interesse) e troppo rischiose (data l'incertezza sulla domanda finale) da gestire. Sui mercati finanziari, energia e metalli non sono più percepiti come investimenti interessanti, essendo asset ciclici, e hanno quindi risentito della rotazione dei portafogli verso asset difensivi.

Purtroppo, le scorte fisiche di alcune materie prime, tra cui diversi metalli e alcuni prodotti petroliferi, stanno raggiungendo livelli criticamente bassi, coerenti con un forte rallentamento della crescita economica globale nel breve termine, ma non con la prospettiva di una ripresa globale nel 2024/25, né con i significativi investimenti necessari per attuare la transizione energetica e creare catene di approvvigionamento più resilienti a fronte di persistenti rischi geopolitici e tensioni strutturali tra Stati Uniti e Cina.

Tali squilibri potrebbero aprire la strada a un altro ciclo rialzista dei prezzi delle commodity non appena le preoccupazioni per l'attuale contesto recessivo si attenueranno.

Scenario di base: cosa ci attendiamo?

Nel breve termine, gli asset ciclici, tra cui le materie prime come il greggio, i metalli industriali e le batterie e i beni agricoli, sono soggetti a rischi di ribasso a causa dell'incertezza e di un quadro macroeconomico difficile, mentre i metalli preziosi sono esposti a rischi di rialzo a causa della maggiore domanda di beni rifugio.

La volatilità rimarrà significativa, alimentata da politiche monetarie dipendenti dall'evoluzione dei dati macroeconomici, poiché l'incertezza riguardo il futuro sentiero di politica monetaria alimenta oscillazioni fra sentiment risk-on/risk-off sui mercati finanziari, un rischio amplificato dai bassi volumi nel corso dell'estate.

Il 14 giugno, alla conclusione del meeting del FOMC, la Federal Reserve ha annunciato una breve pausa nei rialzi dei tassi di interesse, ma ha segnalato che è auspicabile un proseguimento

della stretta monetaria nel corso dell'anno, probabilmente con +25 bps in luglio e + 25 bps in settembre. Non ci si attendono tagli nel 2023. Questo scenario implica tassi di interesse americani più elevati più a lungo, un dollaro più forte, più elevata volatilità ed è potenzialmente negativo per le commodity perché segnala che crescita e domanda di commodity cicliche potrebbero rallentare per un periodo più lungo del previsto e una probabile riaccelerazione guidata da stimoli monetari non si realizzerà prima di metà 2024.

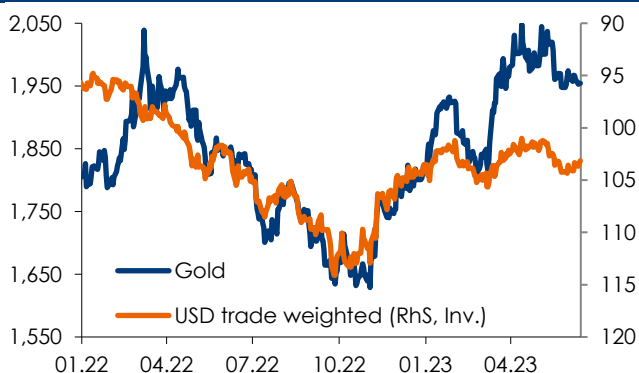
Di conseguenza, nel breve termine gravano rischi al ribasso sul nostro scenario commodity.

- petrolio, metalli industriali e battery metals esibiscono una correlazione positiva con i mercati azionari e potrebbero essere negativamente influenzati da un sentiment ribassista sui mercati, rischi di recessione negli Stati Uniti e in Europa e una crescita più debole del previsto in Cina;
- i mercati del gas naturale e dell'energia elettrica potrebbero mantenersi adeguatamente forniti nel breve termine se persisteranno condizioni climatiche favorevoli, a fronte della debolezza della produzione industriale e degli elevati livelli di stoccaggio. La domanda guiderà i prezzi, poiché la crescita dell'offerta è limitata.
- le pressioni al ribasso che gravano sulla maggior parte delle materie prime agricole potrebbero essere ulteriormente alimentate anche dall'eccesso di offerta previsto in questa stagione produttiva (con la notevole eccezione delle soft commodities, dove molti mercati si manterranno probabilmente in deficit).

Nel medio e lungo termine, rimaniamo rialzisti sulla maggior parte delle materie prime cicliche, mentre l'oro potrebbe sottoperformare:

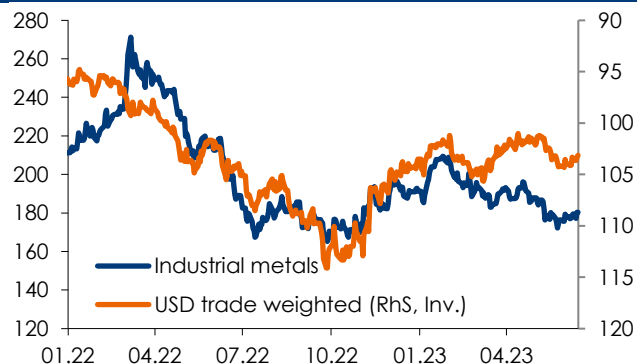
- il petrolio potrebbe subire pressioni al rialzo già nel 2° semestre a causa dei controlli dell'OPEC+ sulla produzione e della ripresa della domanda in Cina e nel settore dell'aviazione;
- i mercati di gas naturale ed energia elettrica sono destinati a diventare più tesi in estate e i prezzi potrebbero aumentare di conseguenza, poiché l'offerta resterà a lungo limitata, mentre la domanda è destinata a crescere;
- la maggior parte dei metalli industriali e dei battery metals è caratterizzata da fondamentali rigidi a causa di bassi livelli di scorte, anni di insufficienti investimenti e un strutturale aumento della domanda. Per stimolare l'offerta primaria e secondaria sono necessari prezzi più elevati, che potrebbero protrarsi per diversi anni;
- i cambiamenti climatici e i rischi geopolitici potrebbero alimentare la volatilità sui prodotti agricoli, e il settore rimane un interessante strumento di diversificazione nei portafogli finanziari.

Prezzo dell'oro in USD/oz e dollaro ponderato per il commercio (scala di destra, invertita)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro ponderato per il commercio (scala di destra, invertita)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali futures sulle commodity in valuta di quotazione, scenario di base

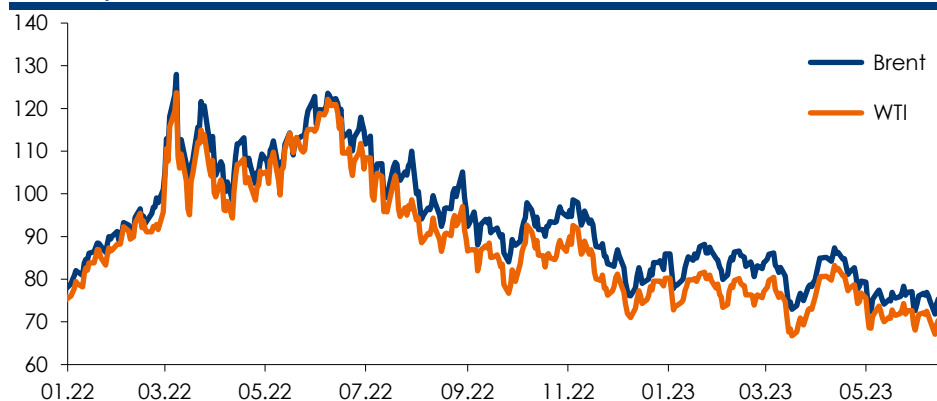
Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barrel)	79.0	81.0	80.0	80.0	80.0	78.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	75.0	76.0	75.3	76.0	76.0	75.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	3.0	3.4	2.9	3.0	2.9	2.8
JKM LNG (USD/MMBtu)	13.0	18.0	15.0	13.0	12.0	11.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	43.5	60.0	48.0	48.0	40.0	35.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	45.0	61.0	50.1	48.5	40.5	35.5
PUN (EUR/MWh)	141.0	185.0	150.0	145.0	125.0	110.0
Power DE (EUR/MWh)	120.0	165.0	126.9	135.0	115.0	100.0
EUA (EUR/ton)	97.0	104.0	95.2	107.0	110.0	112.0
LME GOLD (USD/oz)	1,975	1,970	1,955	1,970	1,940	1,910
LME SILVER (USD/oz)	24.8	25.0	24.1	25.3	25.2	25.1
LME PLATINUM (USD/oz)	1,040	1,075	1,035	1,100	1,150	1,200
LME PALLADIUM (USD/oz)	1,300	1,350	1,420	1,400	1,450	1,500
LME COPPER 3M (USD/ton)	8,500	8,700	8,650	9,300	9,900	10,400
LME ALUMINUM 3M (USD/ton)	2,400	2,460	2,400	2,600	2,700	2,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	22,400	23,000	23,500	24,000	25,000	26,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	2,580	2,600	2,700	2,750	2,850	2,950
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,090	2,125	2,100	2,200	2,250	2,300
LME TIN 3M (USD/ton)	26,700	27,150	26,420	27,500	27,750	27,950
SGX IRON ORE (USD/ton)	109	107	113	100	98	97
LME HRC North America (USD/ton)	1,050	950	1,000	910	900	890
CME HRC NWE (EUR/ton)	780	680	755	670	665	660
LME HRC FOB China (USD/ton)	585	540	590	530	525	520
LME REBAR (USD/ton)	630	615	645	600	590	580
LME SCRAP (USD/ton)	390	390	400	380	375	370
COMEX LITHIUM (USD/kg)	47	50	55	53	56	60
COMEX COBALT (USD/lb)	14.0	15.0	15.3	16.0	17.0	18.0
CBOT CORN (USc/bu)	570	550	600	550	560	570
CBOT WHEAT (USc/bu)	590	565	630	570	580	590
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,310	1,240	1,365	1,200	1,225	1,250
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	84.0	85.0	84	85	85	85
ICE SUGAR (USD/ton)	680	660	650	660	670	680
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	25.0	24.5	23.9	24.5	25.0	25.3
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	190	195	187	200	198	196
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,750	2,795	2,550	2,800	2,780	2,770
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	3,040.0	3,000.0	2,950	3,000	3,075	3,150
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	2,330.0	2,345.0	2,260	2,350	2,400	2,450
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	390.0	365.0	415	360	363	365
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	49.0	48.0	52.2	48.0	48.3	48.6

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: Arabia Saudita contro short sellers

Rimaniamo positivi sul petrolio perché il mercato potrebbe registrare un deficit nel secondo semestre grazie all'aumento stagionale della domanda, all'accelerazione dei consumi in Cina e nel settore dell'aviazione, alla ricostituzione delle riserve strategiche da parte degli Stati Uniti, ai persistenti rischi geopolitici e ai vincoli alla produzione implementati dai membri dell'OPEC+, guidati dall'Arabia Saudita, impegnati a contrastare i venditori allo scoperto e a proteggere la stabilità del mercato.

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli ultimi mesi i prezzi del greggio hanno oscillato in una fascia più ampia rispetto alla relativa stabilità registrata a inizio anno. Le frequenti oscillazioni dei prezzi sono state determinate dalle pressioni contrastanti di fattori macroeconomici e fondamentali fisici.

In effetti, le prospettive macroeconomiche si sono notevolmente deteriorate nel corso del 2T23, poiché la riapertura della Cina si è rivelata più debole del previsto, mentre i rischi di recessione si sono intensificati nei Paesi occidentali. Le turbolenze nel settore bancario negli Stati Uniti e in Europa e la saga del tetto del debito americano hanno alimentato vendite di asset ciclici e un sentimento di avversione al rischio, spesso prevalente tra gli investitori.

A nostro avviso, la correlazione positiva fra prezzi del greggio ed economia globale è attualmente il più significativo vento contrario che soffia sul mercato: poiché il ciclo economico globale sta rallentando, le pressioni al ribasso sui prezzi del petrolio potrebbero intensificarsi. In realtà, nonostante le scarse scorte di prodotti petroliferi, il mercato del greggio è sempre stato adeguatamente fornito negli ultimi mesi, come confermano i ridotti prompt spread e le curve forward quasi piatte (nei loro segmenti a breve). Solo un'OPEC+ proattiva ha finora protetto il mercato del greggio da più profonde correzioni.

Rimaniamo comunque positivi sui prezzi del greggio nel 2° semestre 2023 e nel 2024 perché i fondamentali sono destinati a rafforzarsi e il mercato potrebbe presto tornare in deficit grazie all'aumento della domanda stagionale, all'accelerazione dei consumi in Cina e nel settore dell'aviazione, al riaccumulo di riserve strategiche da parte degli Stati Uniti (possibilmente a partire da fine giugno, se il WTI si manterrà vicino ai 70 dollari), ai persistenti rischi geopolitici e ai severi controlli sulla produzione da parte dei membri dell'OPEC+, guidati dall'Arabia Saudita, impegnati a contrastare i venditori allo scoperto e a proteggere la stabilità del mercato.

Infatti, durante l'ultima riunione ministeriale dell'OPEC+ tenutasi a Vienna all'inizio di giugno, il ministro dell'Energia dell'Arabia Saudita, il principe Abdulaziz bin Salman, ha annunciato a sorpresa che il suo Paese effettuerà un taglio volontario supplementare di ben 1 milione di barili al giorno (mb/g) a luglio e ha confermato che "farà tutto il necessario per portare stabilità a

questo mercato". Questo taglio straordinario potrebbe avere due conseguenze principali sui mercati del greggio: 1) un atteggiamento proattivo da parte dell'Arabia Saudita, che potrebbe potenzialmente estendere il suo taglio volontario di 1 mb/g ogni mese con breve preavviso, scoraggerebbe i venditori allo scoperto, fornendo un sostegno più solido ai prezzi del greggio in caso di un probabile ulteriore deterioramento del ciclo macroeconomico; 2) se pienamente attuato, il taglio aggiuntivo implicherebbe un considerevole deficit di mercato durante l'estate, quando un aumento stagionale della domanda di carburanti si aggiungerebbe all'attuale ripresa post-Covid dei viaggi aerei.

I fondamentali più tesi dovrebbero mantenere il prezzo medio del Brent vicino al target di 80 USD (vicino alle stime del FMI sul prezzo di petrolio di budget breakeven, ovvero il livello di prezzo necessario a pareggiare i conti pubblici per l'Arabia Saudita nel 2023, un obiettivo altamente auspicabile data la crescente spesa fiscale del Paese).

Fondamentali di domanda e offerta

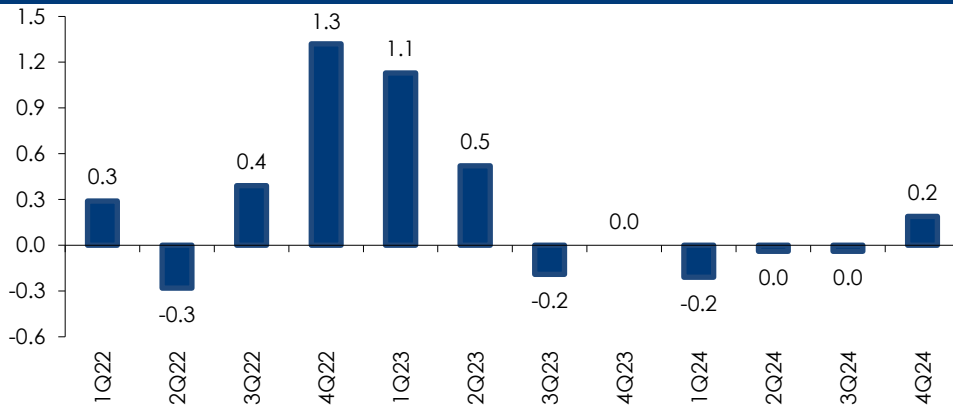
Nel suo Short-Term Energy Outlook (STEO) di giugno, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense ha confermato che il mercato globale del greggio potrebbe presto diventare più teso di quanto previsto in precedenza. L'agenzia ha stimato che, dopo un surplus di 0,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alla precedente stima pubblicata a maggio), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,4 mb/g anche nel 2023 (invariato), ma potrebbe essere quasi in equilibrio nel 2024 (rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,3 mb/g formulata un mese prima).

Guardando ai saldi trimestrali, le revisioni sono ancora più impressionanti: a maggio, l'EIA prevedeva mercati in equilibrio nel 2° semestre 2023 e nel 1T24 e poi un crescente surplus di mercato, in rialzo da 0,3 mb/g nel 2T24 a 0,5 mb/g nel 4T24. Ora, l'Agenzia prevede mercati in equilibrio solo nel 4T23 e nei due trimestri centrali del prossimo anno. Nel 3T23 e nel 1T24 il mercato globale potrebbe registrare un deficit di 0,2 mb/g e solo nel 4T24 un surplus di 0,2 mb/g.

Stime della domanda e dell'offerta pubblicate nello Short-Term Energy Outlook della U.S. EIA

Giugno 2023 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Offerta USA	Offerta OPEC di GNL di greggio	Offerta OPEC	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2022	99.4	65.7	11.9	5.5	28.7	28.2	0.4
2023	101.0	67.9	12.6	5.4	28.1	27.7	0.4
Variazione a/a	1.6	2.2	0.7	-0.1	-0.6	-0.5	
2024	102.7	68.9	12.8	5.5	28.4	28.4	0.0
Variazione a/a	1.7	1.0	0.2	0.0	0.3	0.7	

Nota: (*) Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta non OPEC - Offerta OPEC di GNL; (**) Bilancio di mercato = Offerta OPEC di greggio - Call on OPEC crude. Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Bilancio del mercato del greggio in mb/g, secondo le stime dell'EIA

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Queste stime implicano che le scorte di greggio e prodotti petroliferi presso Paesi OCSE potrebbero rimanere circa stabili nel corso dell'orizzonte di previsione.

Scorte commerciali nei Paesi OCSE in mb vs. loro media quinquennale, prezzo Brent (scala di destra)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'attuale STEO, il consumo globale di petrolio dovrebbe passare da 99,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alle previsioni del mese scorso) a 101,0 mb/g nel 2023 (+1,6 mb/g a/a, anch'esso invariato rispetto al mese scorso) e a 102,7 mb/g nel 2024 (+1,7 mb/g a/a, invariato).

Si stima che l'offerta non OPEC si espanderà da 65,7 mb/g nel 2022 (invariata) a 67,9 mb/g nel 2023 (+2,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 67,6 mb/g del mese scorso) e a 68,9 mb/g nel 2024 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 68,6 mb/g del mese scorso). La produzione statunitense di greggio dovrebbe aumentare da 11,9 mb/g nel 2022 (invariata) a 12,6 mb/g nel 2023 (+0,7 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 12,5 mb/g del mese scorso) e a 12,8 mb/g nel 2024 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 12,7 mb/g del mese scorso), raggiungendo un picco di 13,00 mb/g nel 4T24 (superiore alle stime del mese scorso).

Produzione statunitense di greggio in mb/g, secondo i dati storici e le stime dell'EIA



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gli Stati Uniti sono stati esportatori netti nel 2022 con un livello medio di esportazioni nette di 1,3 mb/g e probabilmente esporteranno 1,4 mb/g nel 2023 e 1,5 mb/g nel 2024, con un picco di 2,1 mb/g esportati nel 4T24.

L'offerta di greggio dell'OPEC dovrebbe raggiungere una media di 28,7 mb/g nel 2022 (invariata) e scendere a una media di 28,1 mb/g nel 2023 (-0,6 mb/g a/a, rivista al ribasso rispetto ai 28,3 mb/g del mese scorso), ma potrebbe espandersi a 28,4 mb/g nel 2023 (+0,3 mb/g a/a, rivista al ribasso rispetto ai 29,0 mb/g del mese scorso).

Secondo le stime dell'EIA, la capacità produttiva in eccesso dell'OPEC, o spare capacity, dovrebbe passare da una media di 2,4 mb/g nel 2022 a una media di 3,8 mb/g nel 2023 (+1,4 mb/g a/a) e a una media di 4,2 mb/g nel 2024 (+0,4 mb/g a/a).

Secondo il modello dell'EIA, il prezzo del Brent potrebbe raggiungere una media di 79,5 dollari al barile nel 2023 (più dei 78,7 dollari previsti a maggio) e 83,5 dollari nel 2024 (più dei 74,3 dollari previsti il mese scorso). Lo spread Brent-WTI dovrebbe attestarsi su una media di 4,9 dollari nel 2023 e di 5,0 dollari nel 2024.

Le nostre previsioni sia per il Brent che per il WTI corrispondono alle stime dell'EIA nel 2023, mentre ci aspettiamo prezzi più deboli il prossimo anno. Nel nostro scenario di base, infatti, il Brent potrebbe registrare una media di 80 dollari al barile sia nel 2023 che nel 2024, mentre il WTI potrebbe attestarsi ad una media di circa 75 dollari al barile nel 2023 e 76 dollari nel 2024.

A nostro avviso, l'intervallo 60-65 dollari rimane un'importante area di supporto per il Brent a causa degli elevati costi marginali di produzione e dei rischi geopolitici. Prezzi inferiori a 60 dollari sarebbero coerenti solo con un grave deterioramento delle prospettive macroeconomiche a fronte di rischi di recessioni più profonde e prolungate nei paesi occidentali e una persistente debolezza della crescita cinese.

Al contrario, l'intervallo 95-100 dollari è un'importante area di resistenza per il Brent, in quanto prezzi superiori a quest'area potrebbero essere giustificati solo da gravi interruzioni dell'offerta. Secondo le nostre analisi, deficit globali significativi e prolungati (>0,5 mb/g) sarebbero necessari per spingere i prezzi del greggio oltre la soglia dei 100 dollari.

Previsioni di prezzo per i principali futures sul greggio in valuta di quotazione, scenario di base

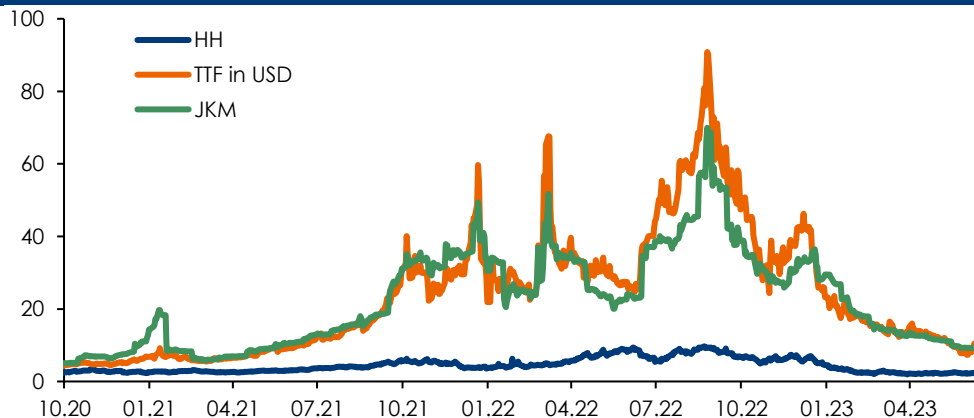
Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barrel)	79.0	81.0	80.0	80.0	80.0	78.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	75.0	76.0	75.3	76.0	76.0	75.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Mercati energetici: pronti per l'estate?

Sinora la maggior parte delle variabili chiave che influenzano i prezzi del gas (offerta, domanda, stoccaggio, condizioni meteorologiche, concorrenza con l'Asia e rischi geopolitici) hanno avuto un impatto ribassista o neutrale sui prezzi, ma le cose potrebbero cambiare nel corso dell'estate. Infatti, diversi rischi continuano ad offuscare l'orizzonte e il mercato del gas potrebbe tornare nuovamente in deficit, complicando il processo di riempimento degli stoccaggi europei in vista dell'inverno e alimentando pressioni rialziste sui prezzi di gas e gas naturale liquefatto (GNL).

Prezzi del GNL JKM, prezzi del gas naturale TTF e Henry Hub, contratti sul primo mese, in USD/MMBtu



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

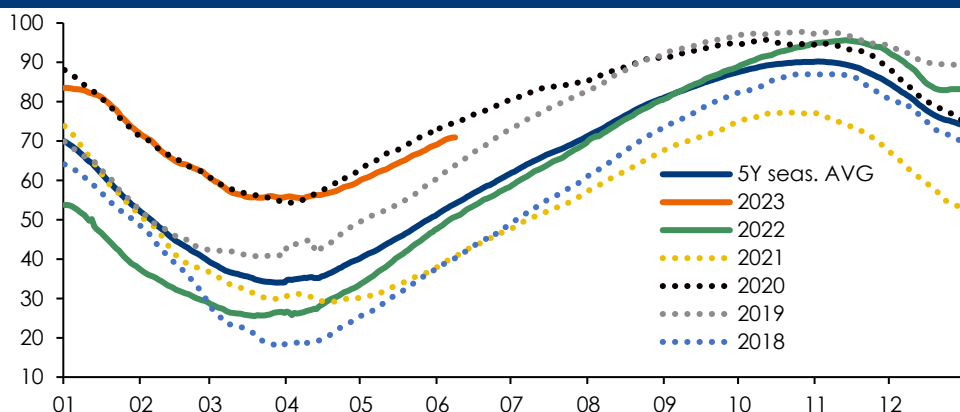
Negli ultimi mesi, i prezzi del gas naturale in Europa hanno subito un forte calo, perdendo oltre il 90% dal picco del 2022 e quasi il 65% da inizio anno, grazie al ribilanciamento in corso sui mercati fisici.

Da un lato, l'offerta è stata adeguata grazie a resilienti volumi di importazione di gas attraverso i gasdotti (anche dalla Russia) e ai flussi record di importazione di GNL (nonostante gli scioperi in Francia), complice una limitata concorrenza sui mercati del GNL con altre regioni (in particolare l'Asia). D'altra parte, la domanda europea è stata significativamente più bassa del solito, grazie ai significativi tagli al consumo di gas e di energia elettrica attuati da utenti industriali e famiglie e motivati da elevate bollette energetiche e condizioni climatiche eccezionalmente favorevoli. In particolare, un inverno caldo ha limitato la domanda per riscaldamento, mentre una primavera mite ha ritardato la domanda per raffrescamento.

Anche nel settore della generazione di energia elettrica, la domanda di gas è stata frenata dalla riduzione del consumo totale di energia elettrica in concomitanza di un aumento della produzione da fonti concorrenti. In particolare, generazione ed esportazioni di energia nucleare francese sono migliorate e anche la produzione di energia rinnovabile è stata adeguata, nonostante la siccità abbia influito negativamente sul settore idroelettrico.

Grazie alla diminuzione della domanda e all'aumento dell'offerta sui mercati fisici, l'Europa ha iniziato la stagione delle iniezioni con stoccaggi pieni al 55%, la posizione più forte dal 2020. Ora le scorte di gas europee sono vicine al record stagionale, ben al di sopra della media quinquennale. Infatti, secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE), al 7 giugno gli stoccaggi europei erano pieni al 71,0%, più vicini al record del 2020 (74,6%) che alla media quinquennale (53,7%) e ben al di sopra dei livelli registrati nel 2021 (40,4%) e nel 2022 (50,5%).

Gas Infrastructure Europe (GIE), stock di gas nell'UE28, % di riempimento



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Pertanto, quest'anno il processo di riempimento degli stoccaggi sarà più facile rispetto al 2021 e al 2022 e, secondo le nostre stime, l'Europa potrebbe affrontare il prossimo anno gas (a partire dal 1 ottobre 2023) con depositi pieni al 95-97%, un livello confortevole.

Anche nelle condizioni più sfavorevoli mai registrate negli anni passati, l'Europa potrebbe comunque raggiungere l'obiettivo della Commissione Europea di riempire gli stoccaggi al 90% prima dell'inverno 2023/24. In condizioni medie o favorevoli, l'Europa potrebbe riempire completamente gli stoccaggi entro settembre.

Simulazione dei livelli di stoccaggio sulla base dei dati storici

Livello di stoccaggio previsto al	Nostro scenario di base	Se i flussi seguissero la media a 5 anni	Se i flussi seguissero l'anno meno favorevole	Se i flussi seguissero l'anno più favorevole
31/01/2023	72.1 (realized level)	---	---	---
28/02/2023	61.1 (realized level)	---	---	---
31/03/2023	55.7 (realized level)	---	---	---
30/04/2023	59.7 (realized level)	---	---	---
31/05/2023	69.1 (realized level)	---	---	---
30/06/2023	78%	79.8	77.6	82.0
31/07/2023	85%	89.2	82.6	100.0
31/08/2023	91%	100.0	88.5	100.0
30/09/2023	95%	100.0	91.9	100.0
31/10/2023	97%	100.0	91.6	100.0
30/11/2023	87%	94.8	82.3	96.9
31/12/2023	75%	83.9	66.6	91.1

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Siamo consapevoli che diversi fattori importanti pesano sugli equilibri del mercato fisico del gas. Da inizio anno, la maggior parte delle variabili chiave che influenzano i prezzi (offerta, domanda, stoccaggio, condizioni meteorologiche, concorrenza con l'Asia e rischi geopolitici) hanno sinora avuto un impatto ribassista o neutrale sui prezzi, ma le cose potrebbero cambiare nel corso dell'estate. Infatti, sottolineiamo che nonostante il successo degli sforzi di diversificazione intrapresi negli ultimi trimestri, diversi rischi offuscano ancora l'orizzonte e il bilancio di mercato potrebbe nuovamente tornare teso, complicando il compito europeo di riempire gli stoccaggi in vista dell'inverno e alimentando le pressioni rialziste sui prezzi di gas e GNL.

In particolare, sottolineiamo che le condizioni meteorologiche potrebbero diventare meno favorevoli, dato un trend consolidato di riscaldamento globale e il probabile sviluppo di El Niño durante l'estate, che di solito implica temperature medie più elevate nell'emisfero settentrionale. Ondate di calore e anomalie termiche potrebbero direttamente incrementare la domanda di

gas ed energia, ma anche alimentare esternalità negative sulla generazione elettrica da altre fonti, causando una maggiore volatilità e minori volumi di produzione di energia da nucleare, carbone, idroelettrico e rinnovabili, come è accaduto durante le estati 2021 e 2022.

Un'altra variabile chiave sarà la competizione con l'Asia per i flussi di GNL. In particolare, i processi di riaccumulo di scorte in Giappone e Corea del Sud, accompagnati dalla crescente domanda della Cina spinta dalle riaperture post-Covid e dall'impegno politico verso la decarbonizzazione, potrebbero contribuire a rendere più tesi i mercati del GNL nei prossimi mesi.

Infine, l'aumento del consumo di gas ed energia in Europa (in particolare da parte delle imprese ad alta intensità energetica, che hanno originato sinora circa il 50% dei risparmi di gas nel settore industriale) potrebbe far salire i prezzi a fronte di una limitata elasticità dell'offerta.

Abbiamo formulato diversi scenari per tenere conto dell'incerta evoluzione di questi fattori chiave. A nostro avviso, i rischi sono chiaramente orientati al rialzo.

Scenari alternativi per i prezzi del gas naturale TTF, contratto future a 1m, in EUR/MWh

Al 12.06.2023	3T23	4T23	2022	2023	2024	2025
Scenario di riferimento	44	60	133	48	48	40
Scenario peggiore	135	160		125	100	80
Scenario migliore	25	30		25	23	20

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Il nostro scenario di base tiene conto di mercati europei adeguatamente forniti nel breve termine, ma anche di un'intensificazione delle tensioni nei prossimi mesi. A nostro avviso, i prezzi del gas in Europa hanno raggiunto un importante supporto all'inizio di giugno vicino ai 23 euro/MWh, un livello coerente con i processi di coal-to-gas switching, ovvero sostituzione da carbone a gas nella generazione elettrica. Nel nostro scenario di base, il future sul TTF a 1 mese potrebbe registrare una media di 44 EUR/MWh nel 3T23, 60 EUR/MWh nel 4T23 e circa 48 EUR/MWh nel 2024. Anche nello scenario più favorevole, non prevediamo che i prezzi del gas possano tornare alla media pre-crisi di 17,5 EUR/MWh, poiché l'Europa ha sostituito il più economico gas trasportato dai gasdotti russi con più costoso GNL trasportato via mare e soggetto alla concorrenza asiatica.

Nel nostro scenario di base, anche i prezzi dell'elettricità rimarranno elevati, data la forte correlazione con i prezzi del gas naturale. Infatti, la bozza di riforma del mercato energetico annunciata il 14 marzo ha conservato l'attuale metodo di tariffazione pay-as-clear, basato sull'ordine di merito. Pertanto, i prezzi dell'energia elettrica continueranno a dipendere dai costi marginali della generazione da gas naturale.

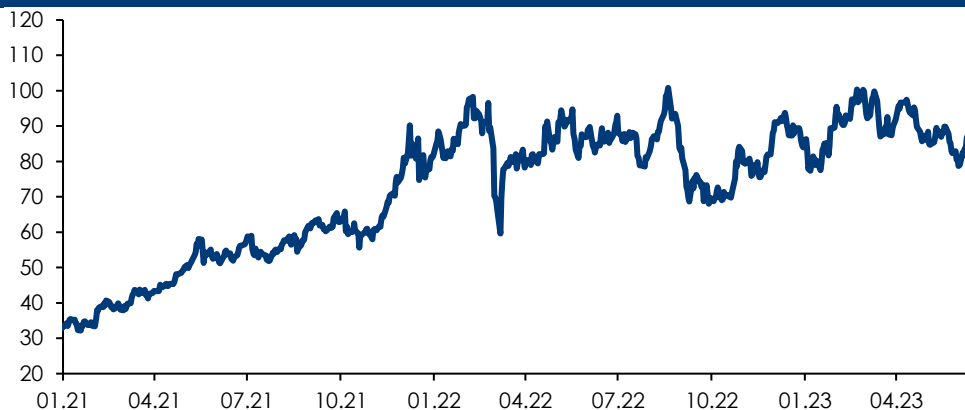
Scenari alternativi per i prezzi dell'energia elettrica italiana, contratto future PUN a 1m, in EUR/MWh

Al 12.06.2023	3T23	4T23	2022	2023	2024	2025
Scenario di riferimento	141	185		150	145	125
Scenario peggiore	438	493		398	302	250
Scenario migliore	81	93		80	69	63

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Nel nostro scenario di base, che prevede tassi di crescita economica bassi, ma positivi in tutti i Paesi europei, le quote di emissione di anidride carbonica (EUA future) dovrebbero rimanere ben sostenute. Vediamo un buon supporto al di sopra dei 60 euro/tonnellata anche nello scenario più negativo, ma probabilmente prevarranno le pressioni al rialzo. Nel nostro scenario di base, il future di dicembre dovrebbe attestarsi su una media di 97 euro/ton nel 3T23, 104 euro/ton nel 4T23 e circa 107 euro/ton nel 2024.

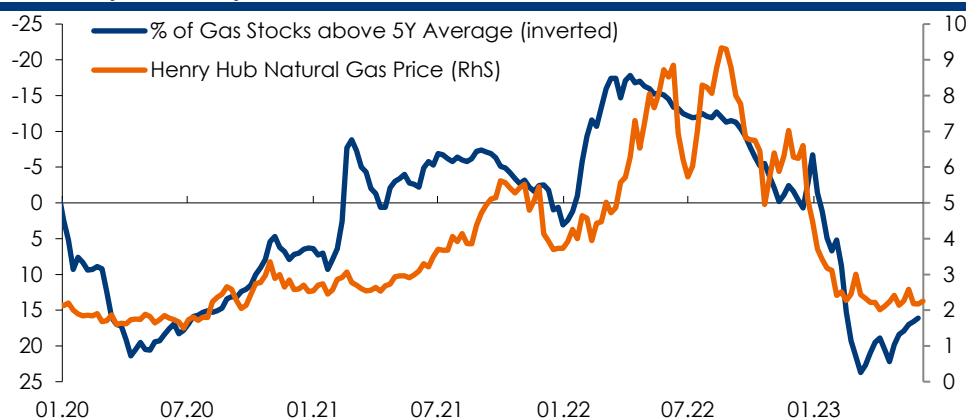
Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli Stati Uniti, le abbondanti forniture e i vincoli alla capacità di esportazione dovrebbero limitare il potenziale di rialzo dei prezzi del gas domestico. Prevediamo che il future Henry Hub sul 1° mese si attesti su una media di 3,0 USD/MMBtu nel 3T23, 3,4 USD/MMBtu nel 4T23 e circa 3,0 USD/MMBtu nel 2024.

Percentuale di scorte di gas al di sopra della media a 5 anni vs. prezzi del gas negli Stati Uniti in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali futures energetici in valuta di quotazione, scenario di base

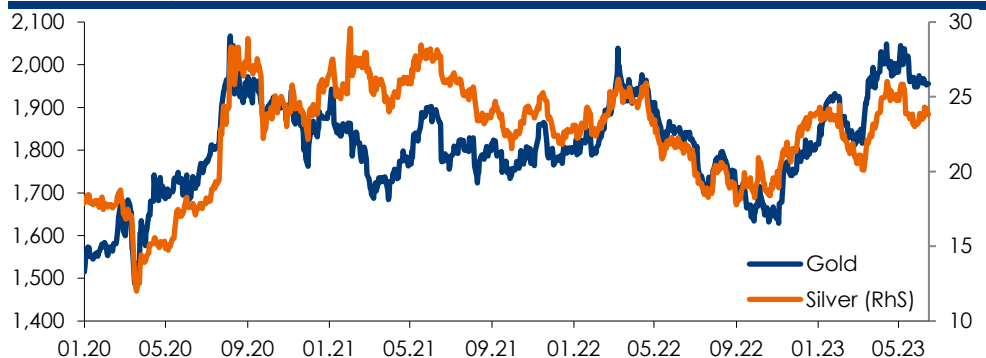
Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barrel)	79.0	81.0	80.0	80.0	80.0	78.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	75.0	76.0	75.3	76.0	76.0	75.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	3.0	3.4	2.9	3.0	2.9	2.8
JKM LNG (USD/MMBtu)	13.0	18.0	15.0	13.0	12.0	11.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	43.5	60.0	48.0	48.0	40.0	35.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	45.0	61.0	50.1	48.5	40.5	35.5
PUN (EUR/MWh)	141.0	185.0	150.0	145.0	125.0	110.0
Power DE (EUR/MWh)	120.0	165.0	126.9	135.0	115.0	100.0
EUA (EUR/ton)	97.0	104.0	95.2	107.0	110.0	112.0

Fonte: Sfime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: l'incertezza sostiene i beni rifugio

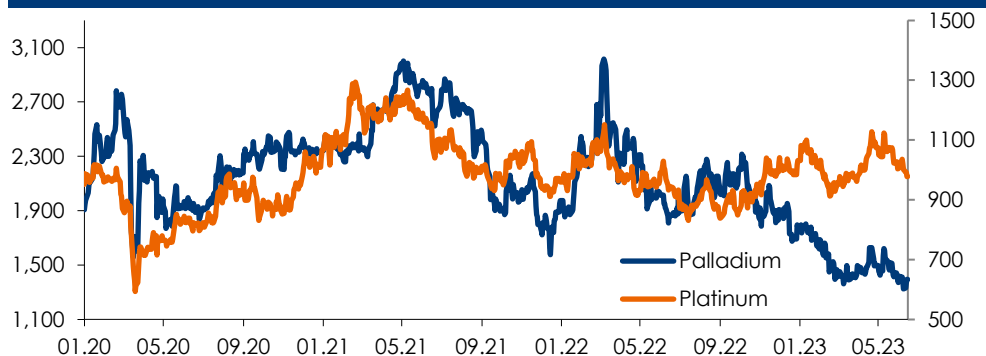
Il picco dell'inflazione è probabilmente alle spalle, la crescita globale sta rallentando e le principali economie stanno entrando in recessione tecnica. Le politiche monetarie alimenteranno ancora volatilità tra gli asset finanziari e probabilmente sosterranno i prezzi di oro e argento nei prossimi mesi.

Prezzi di oro e argento in USD/oz (scala di destra)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi di platino e palladio in USD/oz (scala di destra)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli ultimi mesi, l'oro ha temporaneamente superato l'impressionante soglia dei 2.000 dollari per oncia per la terza volta in assoluto, dopo il 2020 (quando la pandemia di Covid si stava diffondendo in tutto il mondo) e il 2022 (quando la Russia ha invaso l'Ucraina, frantumando gli equilibri geopolitici del secondo dopoguerra).

Come è accaduto nei precedenti picchi di prezzo, questo rally dell'oro è stato guidato dalla domanda di beni rifugio, ma, a differenza del passato, quest'anno il principale catalizzatore di un così forte movimento di risk-off non è stato un evento drammatico e inaspettato, ma un ciclo macroeconomico estremamente incerto.

Infatti, dopo quasi due anni di tassi d'interesse ai minimi storici, accompagnati da crescita economica e inflazione in veloce rialzo, le principali banche centrali hanno attuato una stretta monetaria eccezionalmente aggressiva, guidate dalla Federal Reserve, che in soli 14 mesi ha aumentato i tassi di riferimento da quasi lo 0% a inizio 2022 al 5,25% nel maggio 2023. Questo forte aumento dei tassi d'interesse è stato accompagnato da gravi rischi geopolitici, una crisi energetica globale, una rigida politica Zero-Covid in Cina e pressioni inflazionistiche persistentemente elevate. Questo contesto complesso e incerto ha aumentato i rischi di recessione nelle economie occidentali, ha indebolito le prospettive di crescita in Cina e ha

causato le peggiori insolvenze nel settore bancario statunitense dalla Grande Crisi Finanziaria, con turbolenze finanziarie che hanno colpito anche alcuni operatori europei.

Ora, con il picco dell'inflazione probabilmente alle spalle, una crescita globale in rallentamento e importanti economie in recessione tecnica, le politiche monetarie diventeranno probabilmente ancor più dipendenti dai dati macroeconomici e quindi meno prevedibili, alimentando la volatilità degli asset finanziari in generale e dell'oro in particolare, ma anche sostenendo la domanda di beni rifugio e i prezzi dei metalli preziosi.

Su questo fronte, la riunione del FOMC di giugno ha lasciato i tassi stabili al 5,25%, ma ha anche segnalato che ci saranno altri rialzi (probabilmente a luglio e settembre) prima di una pausa prolungata. Se realizzato, questo sentiero implica che i prezzi di oro e argento potrebbero rimanere ben supportati sinché i rischi di recessione rimarranno sotto i riflettori. I metalli preziosi potrebbero indebolirsi l'anno prossimo e nel 2025 se politiche monetarie più accomodanti riusciranno a stimolare la crescita economica globale.

Oro

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) mostrano che nel 1T23 la domanda di oro (escluso il settore OTC) è diminuita del 13% a/a, guidati da flussi in uscita dagli ETF investiti in oro. Di fatto, gli ETF hanno contribuito negativamente al consumo d'oro per il quarto trimestre consecutivo, e il confronto in termini annuali è particolarmente sfavorevole a causa dei significativi afflussi registrati nel 1T22, all'inizio della guerra in Ucraina: nel 1T23, gli ETF investiti in oro hanno rilasciato quasi 29 tonnellate d'oro (corrispondenti a circa il 3% della domanda totale nel trimestre), mentre nel 1T22 hanno drenato circa 271 tonnellate d'oro (corrispondenti a ben il 29% della domanda totale). Al contrario, nel 1T23 il consumo di oro in lingotti e monete è aumentato del 5% a/a, raggiungendo le 302 tonnellate (pari al 29% della domanda trimestrale), poiché l'inflazione elevata ha aumentato l'attrattiva dell'oro come riserva di valore per gli investitori retail nella maggior parte dei Paesi. Nei restanti trimestri del 2023, prevediamo un ulteriore aumento degli investimenti in oro, favorito dai rischi di recessione e dalla ricerca di beni rifugio da parte degli investitori.

Nel 1T23, il settore ufficiale ha rappresentato la componente più forte della domanda d'oro, poiché gli acquisti netti di oro da parte delle banche centrali sono aumentati per il decimo trimestre consecutivo e hanno registrato un'impressionante impennata del 176% a/a, raggiungendo un nuovo record stagionale di 228 tonnellate (il 34% in più rispetto al precedente record trimestrale stabilito nel 2013). Le tensioni geopolitiche, l'inflazione elevata e l'indebolimento del dollaro sono stati i principali driver di tale accumulo. I maggiori acquirenti sono stati la Monetary Authority of Singapore (MAS, +69 tonnellate, primo aumento delle riserve auree dal giugno 2021), la People's Bank of China (PBoC, +58 tonnellate e un nuovo record di riserve totali) e la Central Bank of the Republic of Turkey (TCMB, +30 tonnellate, e un nuovo record di riserve aurifere totali). Tuttavia, gran parte degli acquisti da questo settore non sono stati dichiarati, in quanto alcuni Paesi hanno probabilmente cercato di aggirare le sanzioni statunitensi. Riteniamo che questo trend persisterà almeno fino a quando la guerra Russia-Ucraina e le relative tensioni geopolitiche continueranno. Pertanto, gli acquisti delle banche centrali rimarranno probabilmente forti anche nel 2023, anche se probabilmente rallenterà il ritmo di accumulo.

Nel settore della gioielleria, la domanda d'oro per la fabbricazione di gioielli, che considera sia il consumo d'oro che la costituzione di scorte nel settore, è diminuita di circa l'1% nel 1T23, dopo la forte crescita post-Covid registrata nel 1T22. Il consumo in gioielleria è aumentato dell'1% a/a, raggiungendo le 478 tonnellate, in quanto la ripresa post-Covid in Cina (dove la domanda è aumentata dell'11% a/a) è stata parzialmente compensata da una domanda più debole in India (dove la domanda è scesa del 17% a/a per i prezzi elevati e volatili). Al contrario, le scorte di oro

in gioielleria si sono ridotte del 25% a/a, raggiungendo le 31 tonnellate (l'elevata percentuale di diminuzione si spiega con una bassa base per le scorte d'oro). La domanda di oro in gioielleria potrebbe indebolirsi nella restante parte del 2023, poiché i prezzi elevati e i rischi di recessione potrebbero influire negativamente sulla fiducia dei consumatori e sulla propensione agli acquisti discrezionali.

L'utilizzo dell'oro nel settore industriale è diminuito del 14% a/a, raggiungendo le 70 tonnellate e registrando uno dei trimestri più deboli mai rilevati, a causa dell'elevata inflazione che ha eroso i redditi disponibili e influenzato negativamente la spesa dei consumatori. Il settore dell'elettronica è stato particolarmente colpito e ha registrato un calo significativo delle scorte d'oro. Prevediamo comunque che la domanda di oro nel settore industriale possa riprendersi nel secondo semestre del 2023 grazie alla riapertura della Cina e al lancio di nuovi prodotti nel settore dell'elettronica.

Stime del World Gold Council per il 1T22 e il 1T23, in tonnellate

	1T22	% sul totale	1T23	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	1,239		1,081		-13
Consumo in gioielleria	475	52	478	46	1
Scorte in gioielleria	41	4	31	3	-25
Lingotti e monete	288	31	302	29	5
ETF	271	29	-29	-3	---
Banche centrali	83	9	228	22	176
Settore industriale	81	9	70	7	-14
Offerta totale di oro, in tonnellate	1,155		1,175		2
Produzione mineraria	834	75	856	75	3
Hedging netto dei produttori	25	2	8	1	---
Oro riciclato	296	27	310	27	5

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

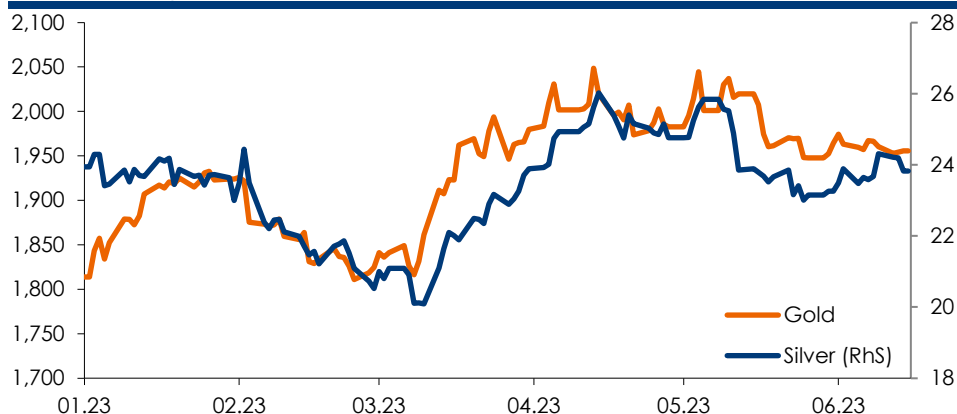
Le nostre previsioni indicano una resiliente domanda globale di oro, in quanto la debolezza della spesa discrezionale potrebbe essere compensata da un maggiore appetito degli investitori per i beni rifugio per l'intensificarsi dei rischi di recessione. Pertanto, il prezzo dell'oro potrebbe mantenersi ben supportato nei prossimi mesi. Secondo il nostro modello di base, l'oro potrebbe scambiare ad una media di 1.075 dollari nel 3T23, e di 1.970 dollari nel 4T23 e nel 2024.

Sottolineiamo che i rischi che gravano sulle nostre previsioni sono probabilmente sbilanciati verso il basso a causa dell'incertezza sul futuro sentiero di politica monetaria: tassi d'interesse statunitensi più alti a lungo implicherebbero un dollaro più forte del previsto e un prezzo dell'oro più basso di quanto atteso in precedenza. Tuttavia, consideriamo 1.680 dollari come un importante supporto nell'improbabile eventualità di un prolungato ed eccezionalmente aggressivo tightening da parte della Federal Reserve.

Argento

Sinora, la correlazione positiva tra oro e argento ha tenuto bene e prevediamo che continuerà anche nei prossimi mesi, dato che i fattori macroeconomici rimarranno probabilmente i principali driver dei prezzi dei metalli preziosi. In futuro, quando la transizione energetica accelererà e la produzione industriale riprenderà slancio, l'argento potrebbe sovraperformare l'oro grazie alla sua maggiore esposizione alla domanda industriale, e il rapporto oro-argento potrebbe riavvicinarsi alla media di lungo periodo.

Ad oggi, il nostro scenario di base suggerisce che l'argento potrebbe attestarsi ad una media di 24,8 dollari nel 3T23, 25,0 dollari nel 4T23 e 25,3 dollari nel 2024.

Prezzi di oro e argento (scala di destra) in USD/oncia

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-argento

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Platino e palladio

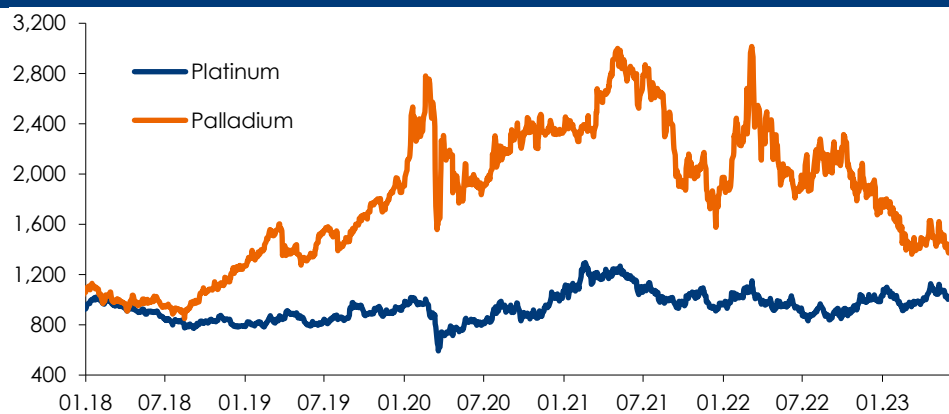
Dato il recente deterioramento del quadro macroeconomico, ci aspettiamo ora una modesta domanda di platino e palladio nel resto dell'anno, dato che il consumo del settore automobilistico sarà probabilmente più debole di quanto previsto in precedenza. Data l'incertezza sui futuri livelli di vendite di automobili, le case produttrici potrebbero scegliere di erodere nuovamente le scorte di metalli (e rischiare tempi di consegna più lunghi per i nuovi ordinativi), piuttosto che correre il rischio di immobilizzare costosi capitali in scorte di metalli più alte di quanto desiderabile (e potenzialmente inutili).

Abbiamo quindi rivisto al ribasso le nostre previsioni per il palladio, data la sua maggiore esposizione ai settori industriale e automobilistico. Al contrario, abbiamo confermato le nostre previsioni per il platino a causa della sua base di domanda più diversificata e della sua esposizione ai flussi finanziari (mentre l'impatto dei flussi speculativi è trascurabile per il palladio).

Il nostro scenario ipotizza ora un prezzo medio del palladio di 1.300 dollari l'oncia e un prezzo medio del platino di 1.040 dollari l'oncia nel 3T23. I prezzi potrebbero aumentare moderatamente nel 4T23, fino a un prezzo medio di 1.350 dollari per il palladio e di 1.075 dollari per il platino, e nel 2024, se si eviterà lo scenario peggiore di una profonda recessione nei Paesi occidentali. L'anno prossimo, il palladio potrebbe raggiungere una media di 1.400 dollari e il platino una media di 1.100 dollari.

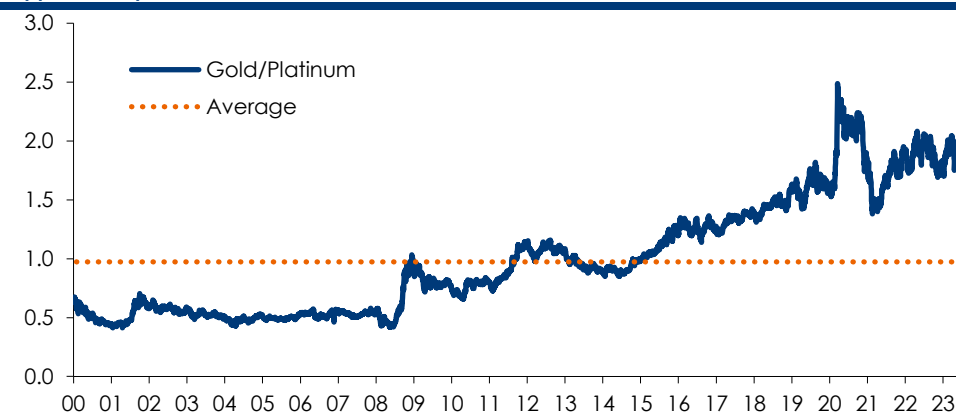
Nel più lungo termine, il platino dovrebbe sovraperformare il palladio, poiché la domanda del primo metallo potrebbe crescere più rapidamente grazie alla transizione energetica, mentre quella del secondo potrebbe risentire di processi di sostituzione e del trend verso l'elettificazione nel settore automobilistico.

Prezzi di platino e palladio in USD/oncia



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-platino



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-palladio



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto platino-palladio

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali futures sui metalli preziosi in valuta di quotazione, scenario di base

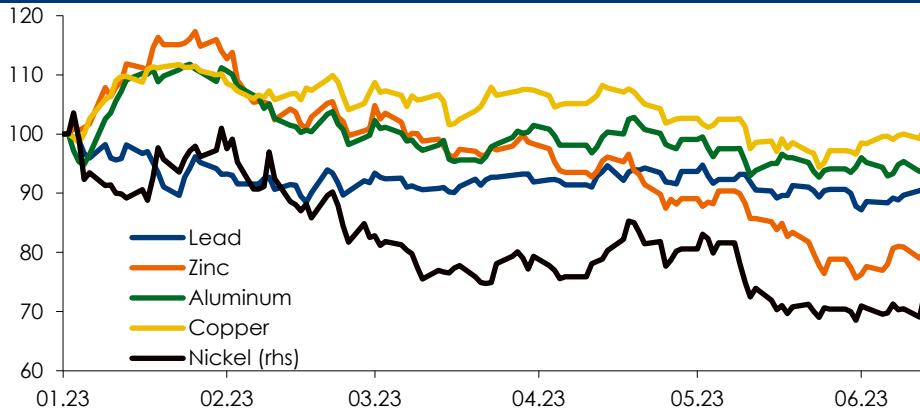
Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
LME GOLD (USD/oz)	1,975	1,970	1,955	1,970	1,940	1,910
LME SILVER (USD/oz)	24.8	25.0	24.1	25.3	25.2	25.1
LME PLATINUM (USD/oz)	1,040	1,075	1,035	1,100	1,150	1,200
LME PALLADIUM (USD/oz)	1,300	1,350	1,420	1,400	1,450	1,500

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: in attesa della Cina

I bassi livelli di scorte di metalli potrebbero rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale: se i timori di recessione si affievolissero e la crescita della Cina accelerasse, i metalli sarebbero in un'ottima posizione per recuperare terreno e riprendere il loro super ciclo post-Covid.

Performance da inizio anno dei principali metalli industriali (futures LME a 3 mesi)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2T23, nel settore dei metalli industriali hanno prevalso le pressioni al ribasso guidate dall'affievolirsi dell'ottimismo sulla riapertura della Cina e dall'intensificarsi dei rischi di recessione negli Stati Uniti e in Europa. La rotazione di portafoglio verso asset difensivi, l'incertezza sul possibile picco dei tassi d'interesse statunitensi, e un sentiment negativo sugli asset ciclici hanno contribuito alla debolezza della domanda di metalli nei mercati fisici.

In effetti, gli eccezionali rialzi dei tassi di interesse attuati dalle principali banche centrali negli ultimi trimestri hanno avuto due impatti negativi sui mercati delle materie prime in generale e su quelli dei metalli in particolare: i costi di finanziamento sono cresciuti rapidamente e i rischi di recessione sono aumentati. Pertanto, sui mercati fisici le scorte di materie prime sono ora percepite come troppo costose (dati gli alti tassi di interesse) e troppo rischiose (data l'incertezza sulla domanda finale), e gli operatori stanno riducendo le scorte per tagliare i costi anche a fronte della crescente incertezza sulla tenuta della domanda nel breve termine.

Questo processo di riduzione delle scorte sui mercati fisici dei metalli è ancor più straordinario se consideriamo i frequenti episodi di interruzione dell'offerta registrati nel corso dell'anno, i persistenti rischi politici e geopolitici e le aspettative di un aumento strutturale della domanda di metalli nel lungo termine, spinto dalla decarbonizzazione e dalla transizione energetica. Inoltre, questo nuovo trend di taglio delle scorte è in netto contrasto con il processo di riaccumulo post-Covid, causato dal boom della domanda e da strozzature logistiche senza precedenti.

Di conseguenza, la maggior parte dei metalli soffre ora di livelli di scorte criticamente bassi, coerenti con un forte rallentamento della crescita economica globale nel breve termine, ma non con la prospettiva di una prossima ripresa globale, né con i significativi investimenti necessari per attuare la transizione energetica e per creare catene di approvvigionamento più resilienti a fronte di persistenti rischi geopolitici e tensioni strutturali tra Stati Uniti e Cina.

A nostro avviso, così bassi livelli di scorte potrebbero rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale: se i timori di recessione si affievolissero e la crescita cinese accelerasse, i metalli sarebbero in un'ottima posizione per recuperare terreno e riprendere il loro super ciclo post-Covid.

Nel nostro scenario di base, nel breve termine prevediamo ulteriori pressioni al ribasso e volatilità per la maggior parte dei metalli, almeno fino a quando la domanda cinese di metalli industriali

rimarrà bassa a causa della scarsità dei consumi interni, del calo delle esportazioni, delle misure di stimolo troppo mirate (e tiepide) messe in atto dai governi nazionali e locali e dalla People's Bank of China.

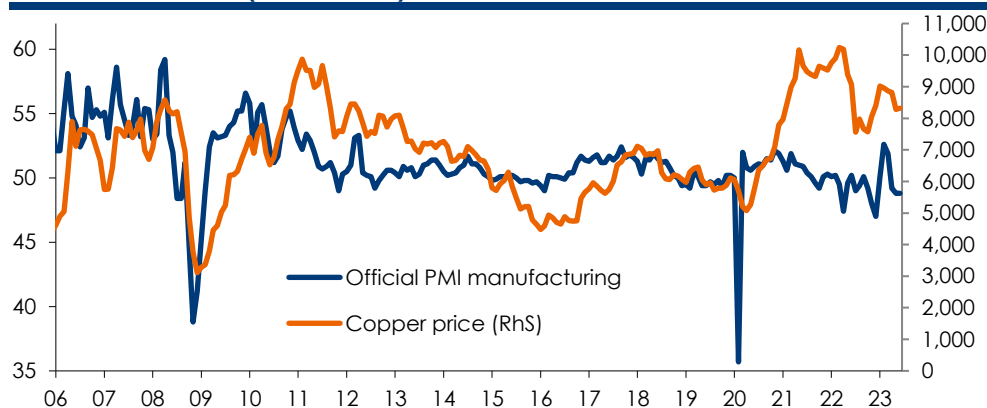
In seguito, probabilmente verso la fine dell'anno, potrebbero prevalere pressioni al rialzo sui mercati dei metalli, alimentate dalle aspettative di una ripresa globale nel 2024 favorita dai primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, dall'annuncio da parte dei governi di maggiori stimoli pro-ciclici e da maggiori investimenti nella transizione energetica.

I futures a 3 mesi di rame, alluminio, nichel, zinco e piombo quotati sul LME sono utilizzati come benchmark per le previsioni e i target di prezzo.

Rame

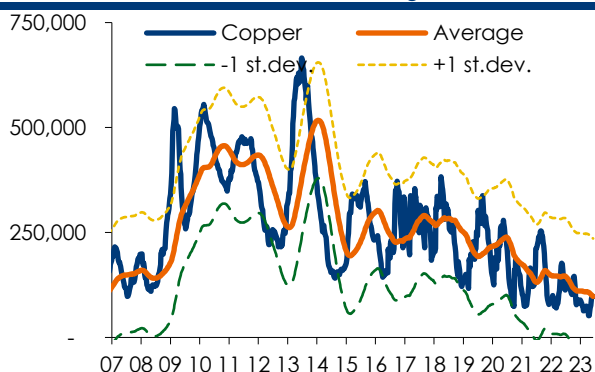
Nel nostro scenario di base, prevediamo che i prezzi del rame (future LME 3m) potrebbero subire ulteriori pressioni al ribasso nel breve termine, ma potrebbero comunque registrare una media di 8.500 dollari USA per tonnellata nel 3T23. Poi, le quotazioni potrebbero aumentare nei trimestri successivi, possibilmente avvicinandosi a una media di 8.700 dollari per tonnellata nel 4T23 e di 9.300 dollari nel 2024, grazie alla crescita della domanda globale sostenuta dalla riapertura della Cina e dagli investimenti in elettrificazione, interconnessioni di rete e transizione energetica.

Prezzo del rame LME 3m (scala di destra) e PMI manifatturiero ufficiale cinese



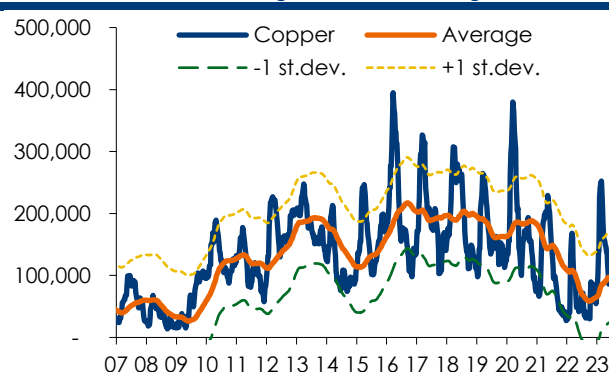
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



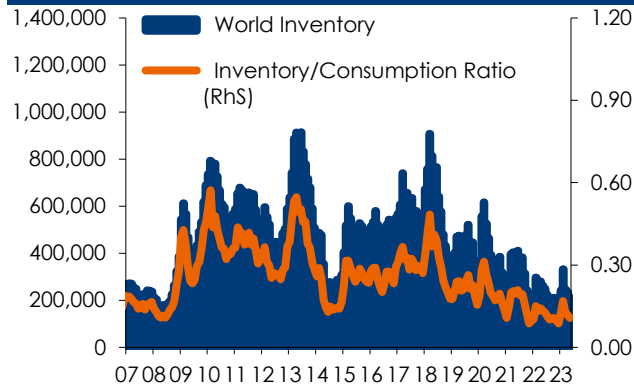
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures a 3 mesi sull'LME

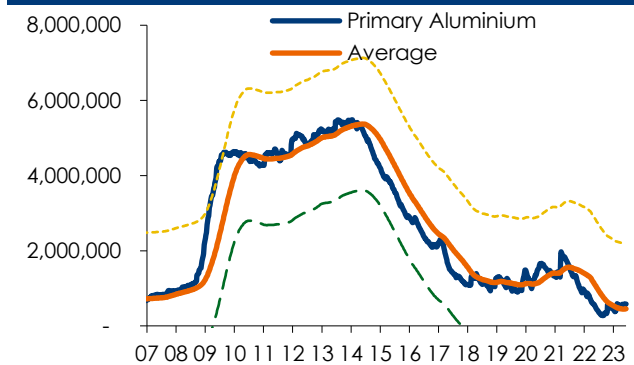


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio

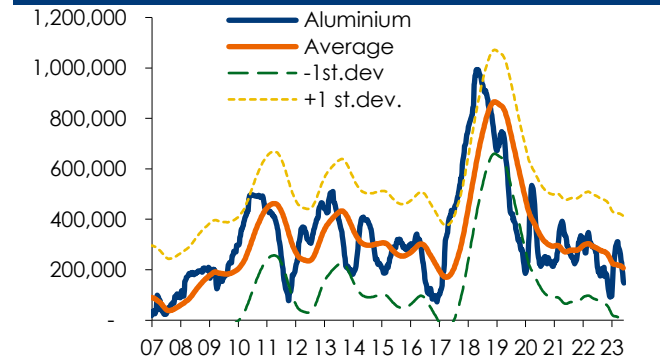
Nel nostro scenario di base, i prezzi dell'alluminio LME 3m potrebbero attestarsi intorno a una media di 2.400 dollari per tonnellata nel 3T23, 2.460 dollari per tonnellata nel 4T23 e salire a una media di 2.600 dollari nel 2024. Il metallo dovrebbe essere ben sostenuto dai prezzi dell'energia, che rimangono volatili e al di sopra dei livelli pre-crisi, e dai rischi geopolitici.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



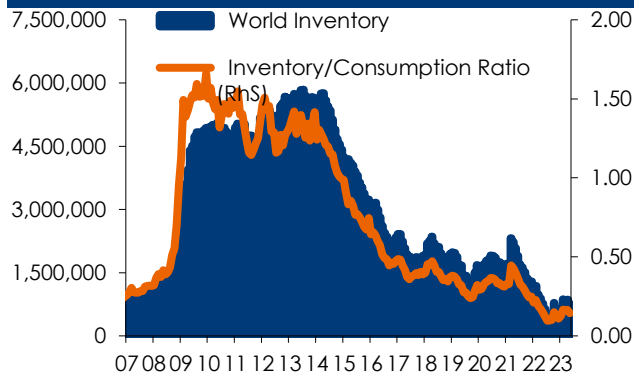
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures a 3 mesi sull'LME

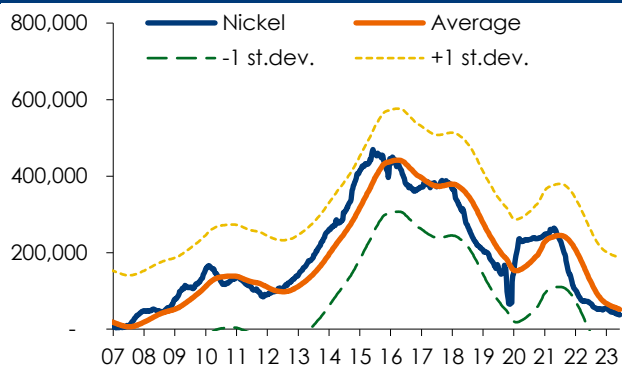


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nickel

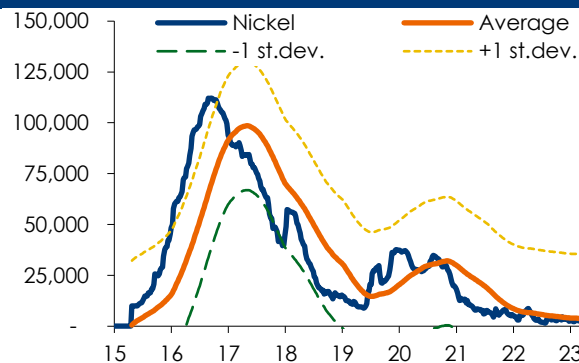
Nel nostro scenario di base, prevediamo che i prezzi del nichel LME 3m possano scambiare intorno a una media di 22.400 dollari per tonnellata nel 3T23 e di 23.000 dollari per tonnellata nel 4T23. In seguito, i prezzi potrebbero salire fino a una media di 24.000 dollari nel 2024, grazie all'elevata domanda di metallo nel settore delle batterie, ai rischi geopolitici e alle politiche protezionistiche nel Sud-est asiatico.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



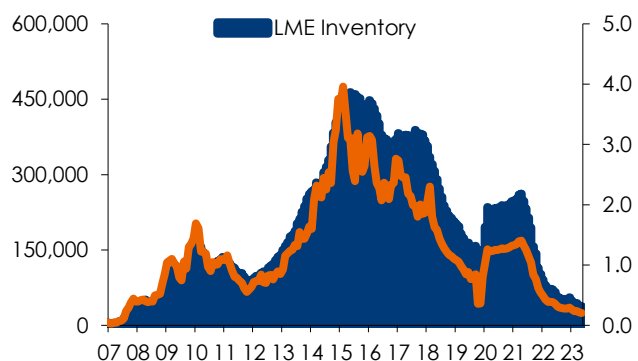
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures a 3 mesi sull'LME

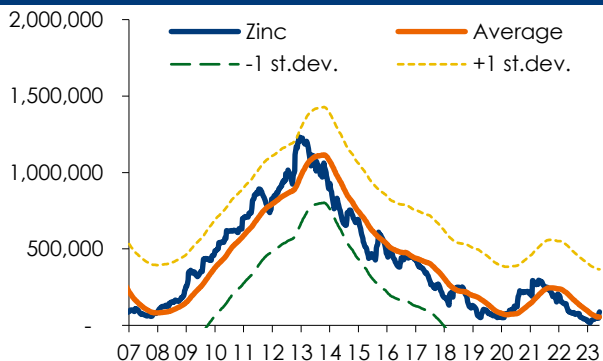


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco

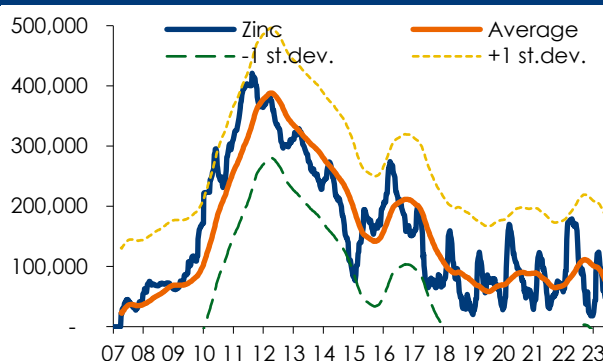
Nel nostro scenario di base, i prezzi dello zinco LME 3m potrebbero attestarsi intorno a una media di 2.580 dollari per tonnellata nel 3T23 e di 2.600 dollari per tonnellata nel 4T23. In seguito, potrebbero salire verso una media di 2.750 dollari nel 2024. Lo zinco è particolarmente vulnerabile alla crescita delle infrastrutture cinesi e al sostegno delle autorità al settore immobiliare. Pertanto, i rischi di ribasso sulla performance di questo metallo sono legati alla continua debolezza dei settori sopra citati.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



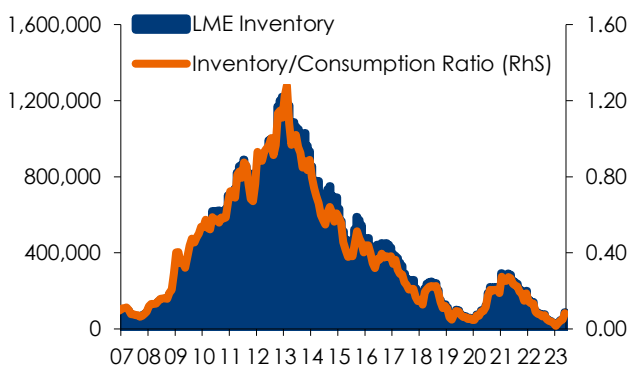
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures a 3 mesi sull'LME

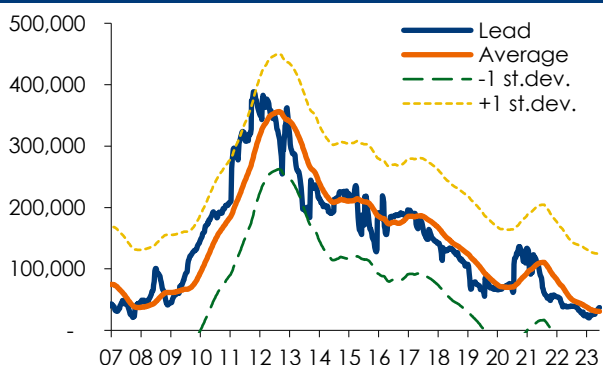


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo

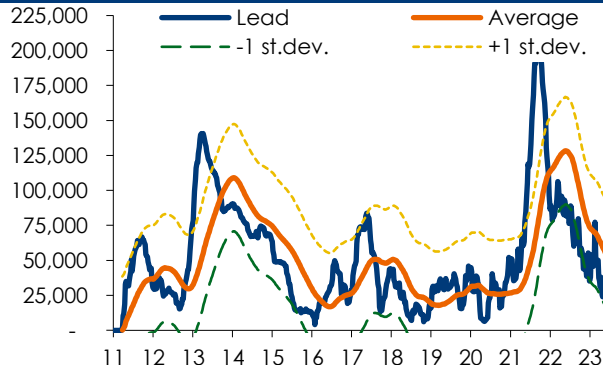
Nel nostro scenario di base, i prezzi del piombo LME 3m potrebbero scambiare intorno a una media di 2.090 dollari per tonnellata nel 3T23, 2.125 dollari per tonnellata nel 4T23 e vicino a una media di 2.200 dollari nel 2024. Nel lungo periodo, il piombo dovrebbe beneficiare di un potenziale di rialzo inferiore rispetto ad altri metalli industriali, nonostante la sua esposizione al tema della transizione energetica, a causa dei suoi tassi di riciclo più elevati.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange

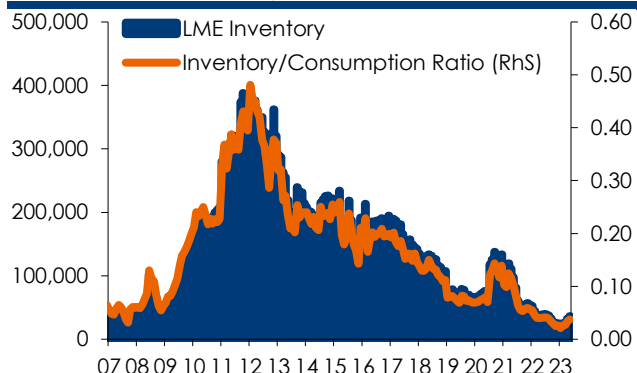


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures a 3 mesi sull'LME

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Settore siderurgico

I futures su ferro e acciaio sono profondamente influenzati dalle prospettive di domanda in Cina. Ecco perché da inizio anno queste materie prime hanno registrato ampie fluttuazioni, seguendo l'ottimismo (o il pessimismo) per la riapertura della Cina e il sostegno delle autorità al settore immobiliare. Recentemente, il pessimismo ha prevalso dopo i deludenti dati macroeconomici pubblicati negli ultimi due mesi.

In effetti, il PMI manifatturiero ufficiale della Cina è sceso molto più del previsto a maggio, diminuendo a 48,8 da 49,2 di aprile, mentre le stime di consenso riportate da Bloomberg prevedevano un lieve aumento a 49,5. L'indice è quindi sceso sotto la soglia di 50, segnalando una contrazione del settore manifatturiero per il secondo mese consecutivo. Anche il PMI ufficiale non manifatturiero è sceso più del previsto, passando a 54,5 a maggio da 56,4 ad aprile, contro le stime di consenso che indicavano un calo più contenuto a 55,2. Tuttavia, l'indice segnala ancora un'espansione nel settore dei servizi. Il PMI composito ufficiale è sceso a 52,9 a maggio da 54,4 ad aprile. L'indice aggregato segnala ancora un'espansione dell'economia cinese, anche se guidata da servizi, viaggi, turismo e altre attività non manifatturiere. Questi dati rappresentano un segnale negativo per i mercati delle materie prime, in quanto suggeriscono che la riapertura della Cina sarà probabilmente più debole di quanto previsto in precedenza e caratterizzata da una minore intensiva di materie prime rispetto a quanto previsto a inizio anno.

Data la debolezza del settore immobiliare cinese, i prezzi di ferro e acciaio potrebbero diminuire nei prossimi trimestri, in assenza di significative interruzioni dell'offerta o di nuove ambiziose e mirate misure di stimolo.

Considerando come benchmark per il minerale di ferro il contratto future a un mese quotato alla Borsa di Singapore, basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicati dallo Steel Index, il ferro potrebbe essere scambiato intorno a una media di 109 dollari per tonnellata nel 3T23, 107 dollari per tonnellata nel 4T23 e 100 dollari per tonnellata nel 2024.

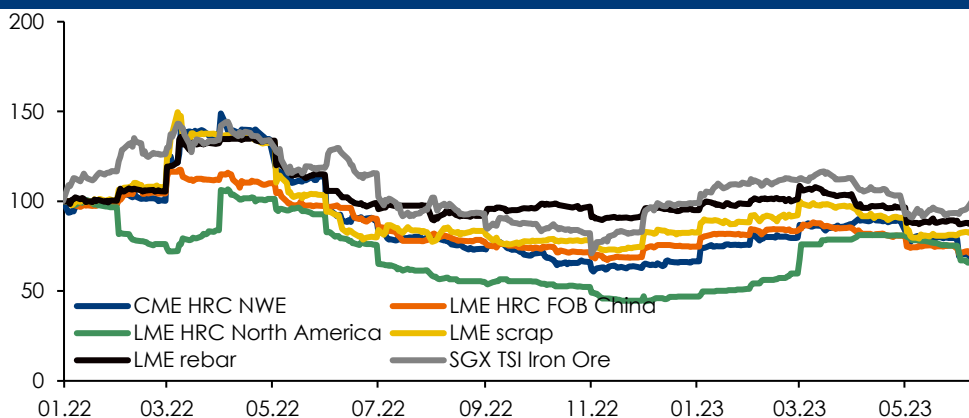
Considerando come parametro di riferimento per l'acciaio statunitense i contratti futures LME sugli hot-rolled coil in Nord America, prevediamo che i prezzi potrebbero attestarsi su una media di 1.050 dollari per tonnellata nel 3T23, 950 dollari per tonnellata nel 4T23 e 910 dollari nel 2024.

Consideriamo come benchmark per i prezzi europei dell'acciaio il contratto future del CME, basato sull'indice dei prezzi Argus per gli hot-rolled coil in Europa nord-occidentale, e i contratti future LME su rottami e rebar. Secondo le nostre previsioni, gli hot-rolled coil in Europa nord-

occidentale dovrebbero essere scambiati intorno a una media di 780 dollari per tonnellata nel 3T23, 680 dollari per tonnellata nel 4T23 e 670 dollari per tonnellata nel 2024.

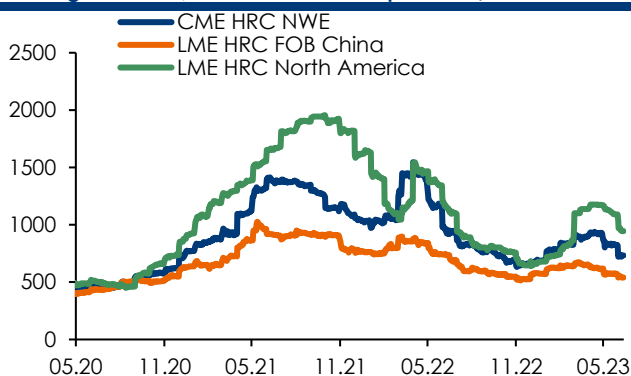
I rebar LME dovrebbe essere scambiato intorno a una media di 630 dollari per tonnellata nel 3T23, 615 dollari per tonnellata nel 4T23 e 600 dollari per tonnellata nel 2024. Per i rottami LME si prevede una media di 390 dollari per tonnellata nel 3T23 e nel 4T23 e di 380 dollari per tonnellata nel 2024.

Performance di selezionati futures su acciaio e minerale di ferro (dic. 2021 = 100)



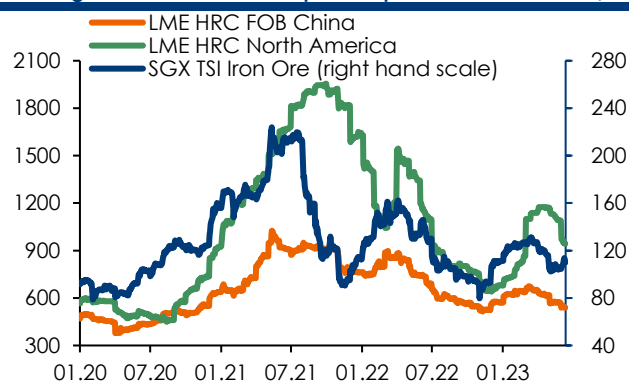
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC negli Stati Uniti, in Cina e in NW Europe in USD/ton



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC negli Stati Uniti e in Cina rispetto al prezzo del ferro in USD/mt

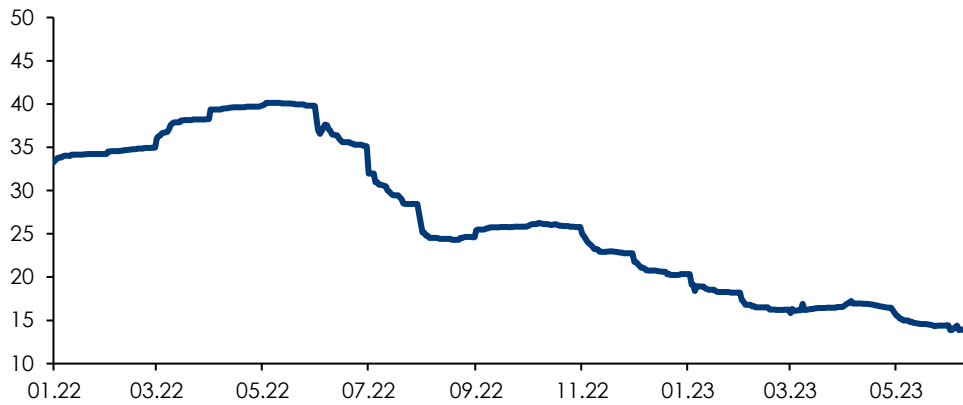


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Battery metals

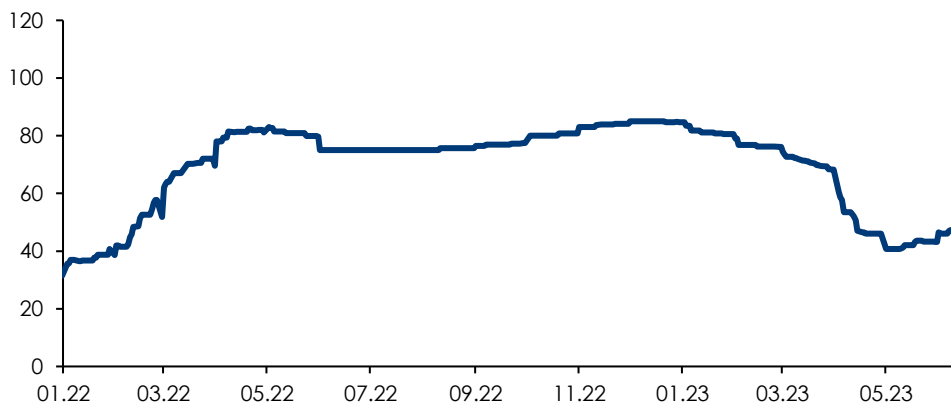
Utilizziamo come parametri di riferimento per le previsioni e gli obiettivi di prezzo i futures COMEX sul cobalto (Fastmarkets) in USD/lb e i futures COMEX sull'idrossido di litio (LiOH, Fastmarkets) in USD/kg.

Nel nostro scenario di base, i prezzi del cobalto potrebbero attestarsi su una media di circa 14,0 dollari nel 3T23, in quanto le aspettative di un aumento dell'offerta e di un temporaneo rallentamento della domanda dovrebbero gravare negativamente sui prezzi. In seguito, le quotazioni potrebbero riprendersi e raggiungere una media di 15,0 dollari nel 4T23 e di 16,0 dollari nel 2024. I prezzi potrebbero crescere più rapidamente negli anni successivi, grazie alla forte domanda legata ai processi di elettrificazione e decarbonizzazione.

COMEX Cobalt Metal Futures (Fastmarkets) in USD/lb

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel nostro scenario di base, i prezzi del litio potrebbero attestarsi su una media di circa 47 dollari nel 3T23, a causa di un'offerta adeguata e una domanda temporaneamente più debole del previsto nel breve periodo. In seguito, i prezzi potrebbero aumentare verso una media di 50 dollari nel 4T23 e 53 dollari nel 2024. Negli anni successivi si prevede una crescita più rapida dei prezzi.

COMEX Lithium Hydroxide (LiOH) Futures (Fastmarkets) in USD/kg

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per i futures di metalli industriali e battery metals in valuta di quotazione, scenario di base

Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
LME COPPER 3M (USD/ton)	8,500	8,700	8,650	9,300	9,900	10,400
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,400	2,460	2,400	2,600	2,700	2,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	22,400	23,000	23,500	24,000	25,000	26,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	2,580	2,600	2,700	2,750	2,850	2,950
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,090	2,125	2,100	2,200	2,250	2,300
LME TIN 3M (USD/ton)	26,700	27,150	26,420	27,500	27,750	27,950
SGX IRON ORE (USD/ton)	109	107	113	100	98	97
LME HRC North America (USD/ton)	1,050	950	1,000	910	900	890
CME HRC NWE (EUR/ton)	780	680	755	670	665	660
LME HRC FOB China (USD/ton)	585	540	590	530	525	520
LME REBAR (USD/ton)	630	615	645	600	590	580
LME SCRAP (USD/ton)	390	390	400	380	375	370
COMEX LITHIUM (USD/kg)	47	50	55	53	56	60
COMEX COBALT (USD/lb)	14.0	15.0	15.3	16.0	17.0	18.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

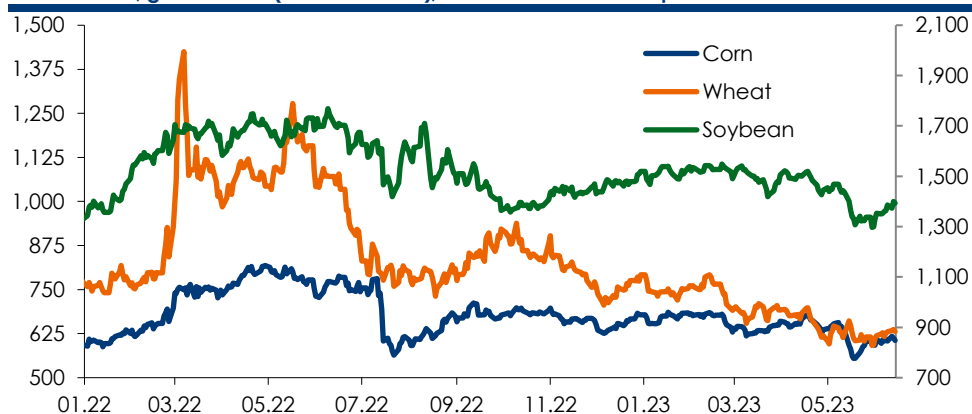
Agricoli: elasticità dell'offerta ai prezzi

Diversi prodotti agricoli sono destinati a registrare ampie eccedenze nella prossima stagione a causa dell'aumento dell'offerta mondiale, dato che la produzione di queste materie prime esibisce la maggiore elasticità ai prezzi.

La maggior parte delle commodity agricole sta subendo pressioni al ribasso a causa dell'aumento dell'offerta globale, in quanto la produzione di beni agricoli presenta la più spiccata elasticità ai prezzi di tutto l'universo delle commodity, data la brevità del ciclo colturale, e si teme un calo della domanda a causa del rallentamento economico globale. Diversi beni agricoli sono destinati a registrare ampie eccedenze nella prossima stagione. Tuttavia, i rischi geopolitici e meteorologici potrebbero aumentare la volatilità nel settore e modificare inaspettatamente gli attuali trend che suggeriscono adeguate forniture.

Come benchmark per le granaglie consideriamo i futures quotati al Chicago Board of Trade per il mais (CBOT Corn), il grano (CBOT Wheat) e la soia (CBOT Soybean). I nostri benchmark per il caffè sono i futures sull'Arabica quotati al NYB-ICE Exchange e i futures sulla Robusta quotati all'ICE Exchange. I nostri benchmark per lo zucchero sono i futures sullo zucchero n.11 quotati alla Borsa di New York e i futures sullo zucchero bianco quotati alla Borsa ICE. Il nostro benchmark per il cacao è il future sul cacao quotato all'ICE Exchange.

Prezzi di mais, grano e soia (scala di destra), in centesimi di dollaro per bushel



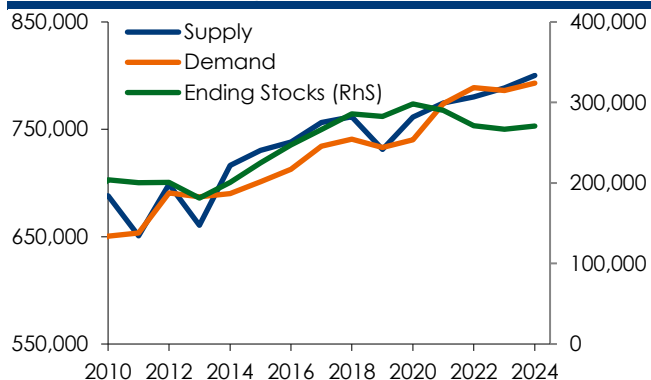
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Frumento

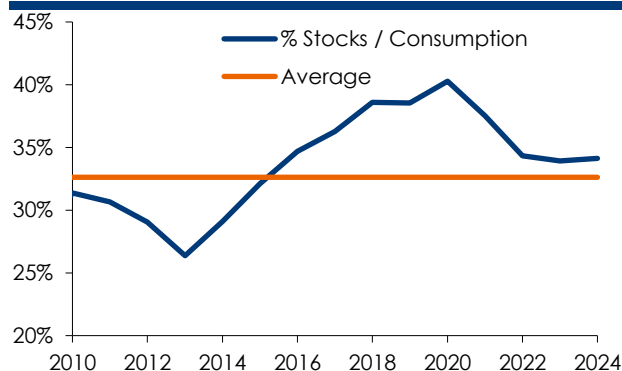
A giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha pubblicato il rapporto World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE), contenente stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per le stagioni 2022/23 e 2023/24. Secondo le stime dell'USDA, dopo un deficit di circa -1,1% nella stagione 2021/22, il mercato del frumento potrebbe registrare un surplus dello 0,3% nella stagione 2022/23 e un surplus più ampio di circa +0,9% nella stagione 2023/24.

Infatti, la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare dell'1,5% a/a nel 2023/24 e raggiungere 800,2 milioni di tonnellate, un nuovo record, mentre il consumo globale di frumento dovrebbe aumentare solo dello 0,4% a/a a 796,1 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero aumentare dell'1,5% a/a a 270,7 milioni di tonnellate. Pertanto, il rapporto scorte/consumo dovrebbe aumentare al 34,0% nel 2023/24 dal 33,6% del 2022/23.

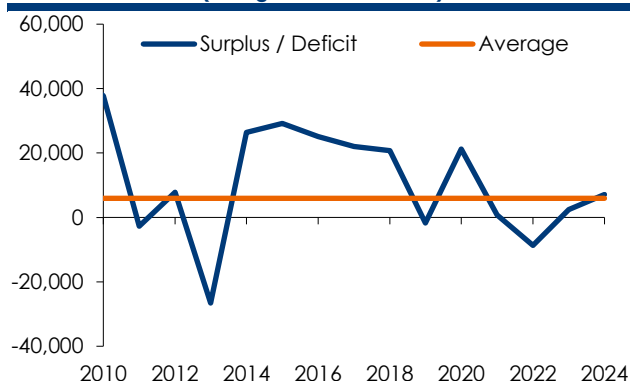
Nel nostro scenario di base, stimiamo un prezzo medio del frumento di 590 centesimi di dollaro per il 3T23, 565 centesimi per il 4T23 e 570 centesimi per il 2024.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

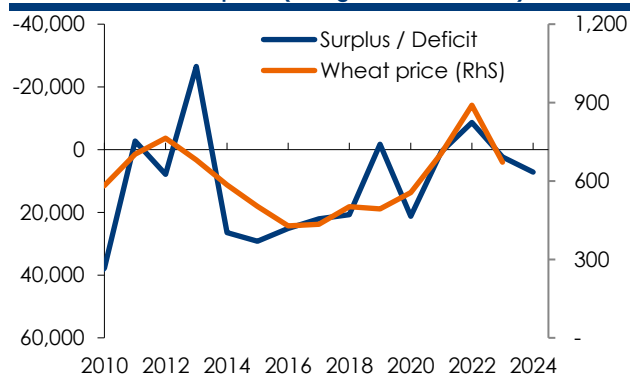
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi (in migliaia di tonnellate)

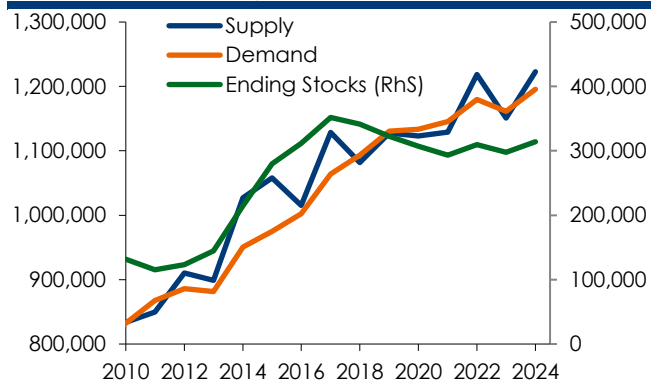
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Mais

Dopo aver registrato un surplus del 3,3% nel 2021/22, il mercato globale del mais potrebbe registrare un deficit dello 0,9% nella stagione 2022/23 e potrebbe tornare a registrare un surplus del 2,3% nel 2023/24. Nel rapporto WASDE di giugno, infatti, l'USDA prevede che la produzione globale di mais dovrebbe aumentare del 6,3% a/a nel 2023/24, raggiungendo 1.222,8 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale dovrebbe aumentare del 3,7% a/a, raggiungendo 1.206,4 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi aumentare del 5,5% a/a a 314,0 milioni di tonnellate, mentre il rapporto scorte/consumo dovrebbe salire al 26,0% dal 25,6% della stagione precedente.

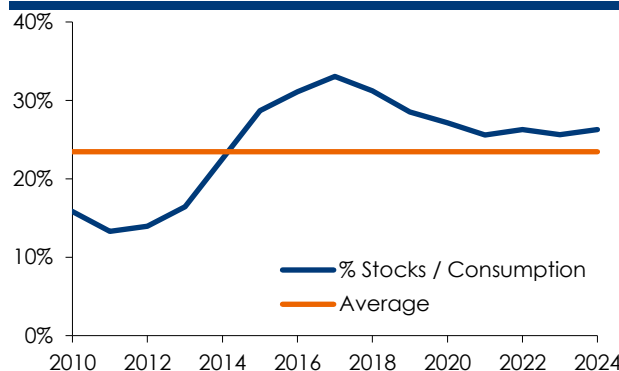
Stimiamo un prezzo medio di 570 centesimi di dollari nel 3T23 e di 550 centesimi di dollari sia nel 4T23 che nel 2024.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



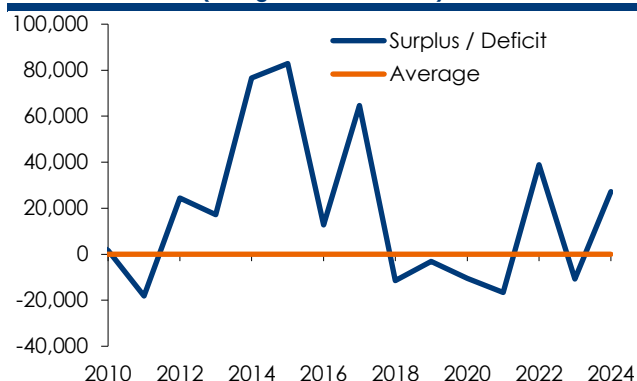
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo



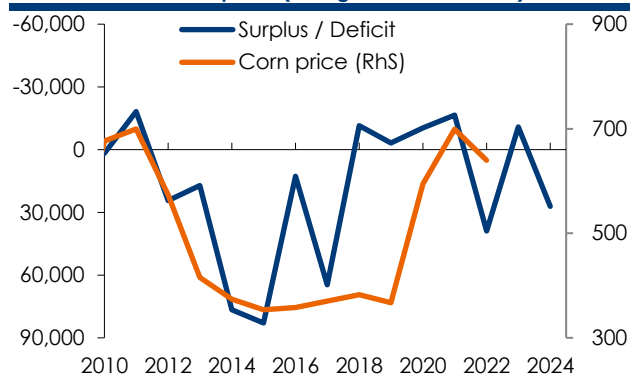
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi (in migliaia di tonnellate)



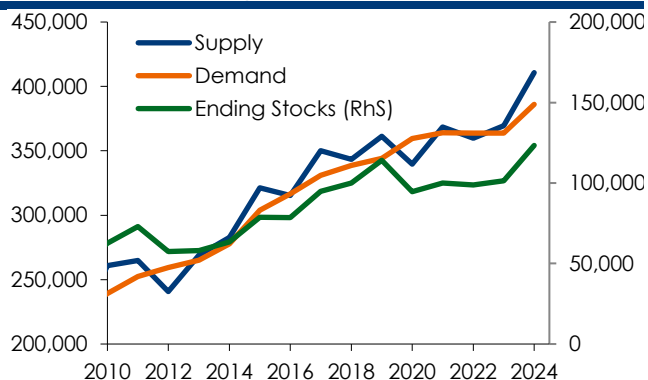
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia

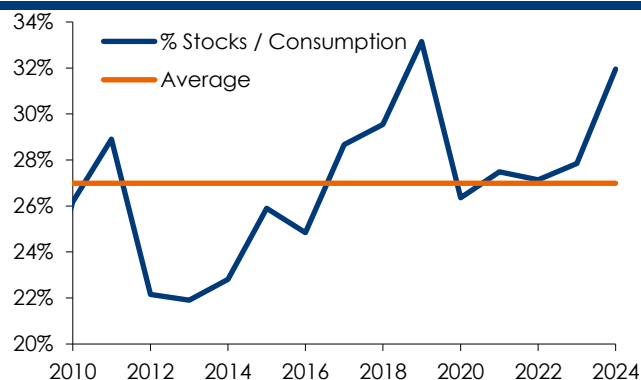
Nel suo rapporto di giugno, l'USDA prevede che, dopo aver registrato un deficit nella stagione 2021/22 di circa l'1,1%, il mercato globale della soia potrebbe tornare in surplus, registrando un'eccedenza del +1,6% nella stagione 2022/23 e del 6,4% nella stagione 2023/24.

Infatti, la produzione globale di soia potrebbe crescere dell'11,1% a/a fino a 410,7 milioni di tonnellate, un nuovo record storico. Il consumo globale dovrebbe aumentare del 6,1% a/a e raggiungere 386,1 milioni di tonnellate, anch'esso un record. Si prevede quindi che le scorte globali aumentino di un impressionante 21,7% a/a, raggiungendo nella stagione 2023/24 le 123,3 milioni di tonnellate, un record. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe salire al 31,9% dal 27,8% della stagione precedente.

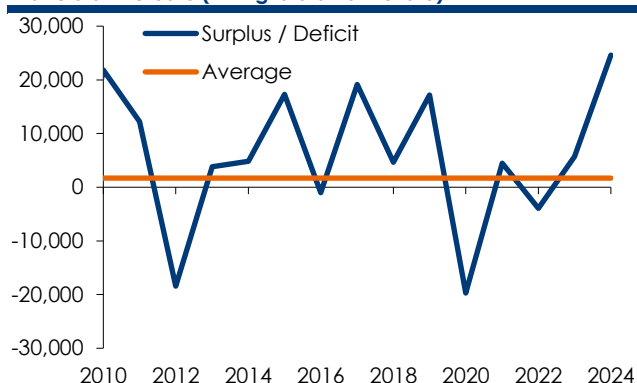
Nel nostro scenario di base, stimiamo un prezzo medio per la soia di 1.310 centesimi di dollari per bushel per il 3T23, 1.240 centesimi di dollari per bushel per il 4T23 e un prezzo medio di 1.200 centesimi di dollari nel 2024.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

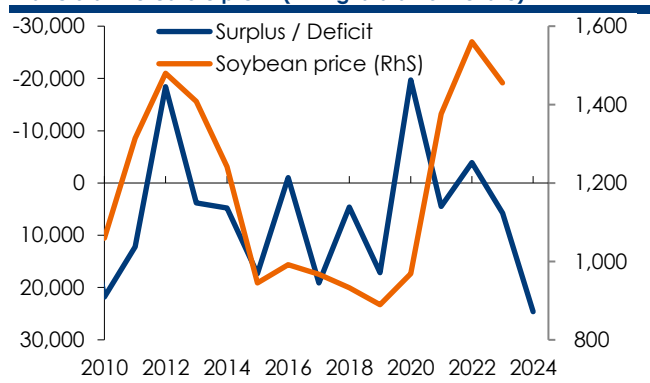
Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi (in migliaia di tonnellate)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Caffè

Secondo le stime pubblicate dall'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO) nel suo Coffee Market Report di maggio, le esportazioni totali di caffè sono diminuite del 2,6% a/a nel mese di aprile, raggiungendo i 10,2 milioni di sacchi. Le esportazioni di Arabica sono diminuite del 5,0% a/a a 6,2 milioni di sacchi, mentre quelle di Robusta si sono dimostrate più resilienti, aumentando dell'1,3% a/a a 4,0 milioni di sacchi. Considerando l'attuale coffee year 2022/23, le esportazioni totali di caffè sono diminuite del 6,2% da inizio anno a 72,2 milioni di sacchi. Nello stesso periodo, le esportazioni di Arabica sono diminuite del 10,4% a 42,5 milioni di sacchi, mentre quelle di Robusta sono rimaste invariate, aumentando dello 0,7% a 29,7 milioni di sacchi.

L'ICO ha finalmente pubblicato le sue stime aggiornate sui fondamentali della domanda e dell'offerta per la stagione 2022/23, ed ora stima che il mercato mondiale del caffè registrerà probabilmente un deficit di circa 7,3 milioni di sacchi, ancora più ampio del deficit di circa 7,1 milioni di sacchi registrato nella stagione precedente.

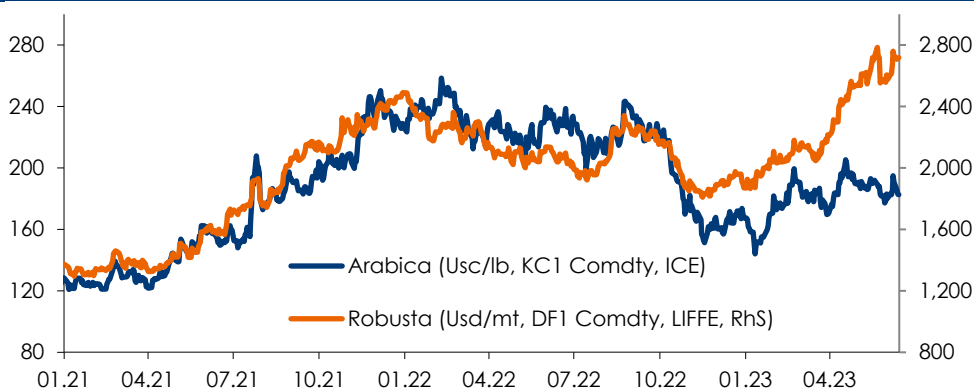
Secondo le stime dell'ICO, nel 2022/23 la produzione mondiale di caffè ha raggiunto un nuovo record storico di 171,3 milioni di sacchi (+1,7% a/a). La produzione di Arabica è aumentata del 4,6% a/a a 98,6 milioni di sacchi, mentre quella di Robusta è diminuita del 2,1% a/a a 72,7 milioni di sacchi. La domanda globale è stimata a 178,5 milioni di sacchi (+1,7% a/a) per l'anno 2022/23. Tutte le principali regioni consumatrici hanno aumentato i loro consumi, con l'Europa che ha registrato il tasso di crescita più lento (solo +0,1% a/a).

L'ICO non ha ancora pubblicato le stime ufficiali per la stagione 2023/24. Tuttavia, le analisi preliminari suggeriscono che il mercato mondiale del caffè potrebbe tornare in surplus a causa della prevista ripresa della produzione globale trainata dal Brasile.

I numeri ufficiali pubblicati a maggio dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) sul raccolto di caffè brasiliano mostrano che nella stagione 2023/24 la produzione totale di caffè in Brasile potrebbe aumentare del 7,5% a/a, raggiungendo i 54,7 milioni di sacchi, un secondo anno di espansione nonostante si tratti di un off-year, ovvero una fase di calo nel ciclo di produzione biennale degli alberi di Arabica. La CONAB prevede che la produzione totale di Arabica in Brasile potrebbe aumentare del 15,9% a/a nel 2023/24, raggiungendo 37,9 milioni di sacchi, un secondo anno di espansione grazie a condizioni climatiche più favorevoli rispetto alle due stagioni precedenti. Al contrario, la produzione totale di Robusta in Brasile potrebbe diminuire del 7,6% a/a nel 2023/24, raggiungendo 16,8 milioni di sacchi, a causa della minore produzione nella principale regione produttrice, Espírito Santo, dove le condizioni climatiche avverse hanno avuto un impatto negativo sulle prime fasi del ciclo produttivo.

I prezzi del caffè potrebbero quindi attestarsi su una media di 190 centesimi di dollari per l'Arabica e di 2.750 dollari per la Robusta nel 3T23 e di circa 195 centesimi di dollari per l'Arabica e di 2.795 dollari per la Robusta nel 4T23. Nel 2024, l'Arabica potrebbe scambiare attorno ad una media di 200 centesimi di dollari e la Robusta di 2.800 dollari.

Prezzi del caffè: NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb) vs. LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)

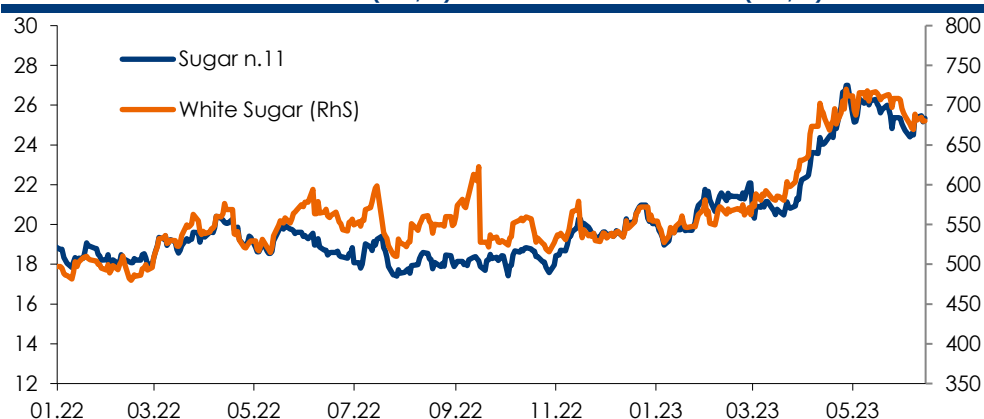


Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zucchero

Secondo le ultime stime pubblicate a fine maggio dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2022/23 il mercato globale dello zucchero dovrebbe registrare un surplus di circa 0,85 milioni di tonnellate, il 79% in meno rispetto alla precedente stima di circa 4,15 milioni di tonnellate, in quanto l'Agenzia ha rivisto al ribasso le stime sulla produzione in India, Thailandia ed Europa, ma ha rivisto al rialzo le stime sul consumo globale. Infatti, la produzione dovrebbe crescere meno di quanto previsto in precedenza, raggiungendo i 177,4 milioni di tonnellate, mentre il consumo dovrebbe crescere più del previsto, raggiungendo i 176,5 milioni di tonnellate.

Attualmente, stimiamo che nel 3T23 i prezzi scambieranno in media vicino ai 25,0 centesimi di dollari per lo zucchero n.11 e ai 680 dollari per lo zucchero bianco, mentre nel 4T23 e nel 2024 potrebbero scambiare in media a 24,5 centesimi di dollari per lo zucchero n.11 e 660 dollari per lo zucchero bianco.

Prezzi dello zucchero: NYB-ICE SUGAR (USc/lb) vs. NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cacao

Secondo le stime pubblicate a inizio giugno dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), nella stagione 2022/23 il mercato mondiale potrebbe registrare il secondo anno consecutivo di deficit, più contenuto rispetto alla stagione precedente, ma più ampio di quanto previsto solo pochi mesi fa. L'ICCO stima infatti un deficit di circa 142 mila tonnellate, rivisto al rialzo dalle 60 mila tonnellate previste a febbraio.

La produzione mondiale di cacao potrebbe aumentare meno del previsto, del 3,4% a/a a 4,98 milioni di tonnellate (contro il +4,1% a/a previsto a febbraio), mentre i grindings potrebbero aumentare dell'1,5% a/a a 5,03 milioni di tonnellate (contro il calo dello 0,6% a/a stimato qualche mese fa). Le scorte finali potrebbero diminuire dell'8,0% a/a (vs. un calo del 3,5% a/a a febbraio) a 1,63 milioni di tonnellate. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe scendere al 32,2% (rivisto al ribasso dal 32,9%) dal 35,5% della stagione precedente.

Nonostante l'indebolimento dei fondamentali, l'Agenzia avverte che i cambiamenti climatici, le malattie dei raccolti e le attuali prospettive macroeconomiche rappresentano rischi significativi. Pertanto, coerentemente con queste stime di domanda e offerta e questi punti di preoccupazione, nel nostro scenario di base i prezzi del cacao potrebbero attestarsi su una media di circa 2.330 sterline nel 3T23, di 2.345 sterline nel 4T23 e di circa 2.350 sterline nel 2024.

Prezzi del cacao: LND-ICE COCOA (GBP/ton)

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i futures sulle commodity agricole in valuta di quotazione, scenario di base

Al 12.06.2023	3T23	4T23	2023	2024	2025	2026
CBOT CORN (USc/bu)	570	550	600	550	560	570
CBOT WHEAT (USc/bu)	590	565	630	570	580	590
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,310	1,240	1,365	1,200	1,225	1,250
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	84.0	85.0	84	85	85	85
ICE SUGAR (USD/ton)	680	660	650	660	670	680
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	25.0	24.5	23.9	24.5	25.0	25.3
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	190	195	187	200	198	196
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,750	2,795	2,550	2,800	2,780	2,770
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	3,040.0	3,000.0	2,950	3,000	3,075	3,150
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	2,330.0	2,345.0	2,260	2,350	2,400	2,450
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	390.0	365.0	415	360	363	365
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	49.0	48.0	52.2	48.0	48.3	48.6

Fonte: Sime Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo.

Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di

prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Chiara Manenti (Responsabile)
Sergio Capaldi (Rates)
Federica Migliardi (Rates)
Asmara Jamaleh (FX)
Daniela Corsini (Commodities)

chiara.manenti@intesasanpaolo.com
sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
federica.migliardi@intesasanpaolo.com
asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
daniela.corsini@intesasanpaolo.com