

Focus

Materie prime: “less is more”

Tagli all'offerta, volontari o meno, stanno interessando molti mercati delle materie prime e si riflettono in rischi al rialzo sulle quotazioni, nonostante uno scenario macroeconomico ancora poco favorevole agli asset ciclici.

Petrolio: attenzione ai prodotti petroliferi

A fronte di una sostanziale stabilità per i mercati del petrolio, vediamo soprattutto nel 2° trimestre importanti rischi al rialzo sui prezzi dei prodotti petroliferi, e quindi sui margini di raffinazione. Questa divergenza è spiegata dai tagli volontari concordati in sede OPEC+, dalle sanzioni occidentali che limitano le esportazioni russe di prodotti, dagli attacchi ucraini a raffinerie russe, e dai problemi al transito lungo il Mar Rosso.

Mercati energetici: verso una “nuova normalità”

Oggi, le pressioni al rialzo sui prezzi sono limitate da livelli record di scorte e consumi inferiori alla media. Dovremo comunque aspettare l'atteso incremento dell'offerta mondiale di LNG previsto dal 2025 perché i mercati energetici possano avviarsi verso una “nuova normalità”.

Metalli preziosi: un brillantissimo inizio anno

Le aspettative sui prossimi tagli dei tassi d'interesse statunitensi ed i persistenti rischi geopolitici potrebbero spingere l'oro verso nuovi record.

Metalli industriali: aspettando il rally

Per la maggior parte dei metalli, ci attendiamo ancora qualche mese di volatilità, con una sostanziale debolezza delle quotazioni. Siamo più ottimisti per il 2° semestre, quando ci aspettiamo prima un recupero, complici politiche monetarie più espansive, e poi l'avvio di un nuovo rally dopo le elezioni presidenziali di novembre negli Stati Uniti.

Agricoli: coloniali sulle montagne russe

Nel comparto agricolo, le performance sono state eterogenee, guidate principalmente da diverse aspettative sui fondamentali di domanda e offerta, ma permangono rischi al rialzo legati ad anomalie climatiche e maggior frequenza di eventi meteorologici estremi.

Marzo 2024

Nota trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie prime

Materie prime: “less is more”

Tagli all'offerta, volontari o meno, stanno interessando molti mercati delle materie prime e si riflettono in rischi al rialzo sulle quotazioni, nonostante uno scenario macroeconomico ancora poco favorevole agli asset ciclici.

“Less is more”, meno è meglio. Questa espressione, attribuita al famoso architetto tedesco Ludwig Mies van der Rohe, è spesso usata nel design e nella moda per sottolineare la bellezza della semplicità e dell'essenzialità. Questa stagione, il minimalismo è tornato di moda anche nel mondo commodity. Infatti, sembra che molti produttori di fonti fossili e metalli industriali condividano appieno l'idea che meno (produzione) è meglio (per i profitti).

L'OPEC+ è l'esempio più emblematico di come un ferreo controllo di produzione ed esportazioni possa garantire una buona stabilità delle quotazioni su livelli elevati. Siamo ormai al quarto anno di implementazione di significativi tagli congiunti (lo storico taglio di 10 milioni di barili al giorno fu annunciato il 9 aprile 2020) e, nonostante la compliance non sia uniforme fra tutti i membri e alcuni paesi, capitanati dall'Arabia Saudita, si stiano facendo carico di riduzioni volontarie aggiuntive, la stabilità registrata sinora dal Brent, nonostante i gravi rischi geopolitici in Medio Oriente e Russia, suggerisce che l'attenta modulazione dell'offerta per allinearsi alla domanda è stata sinora efficace.

Negli Stati Uniti, i produttori di shale oil e gas stanno rivedendo al ribasso le decisioni di investimento in nuova capacità, mentre alcuni progetti di esportazione di gas naturale liquefatto (GNL) in corso di sviluppo stanno subendo ritardi e potrebbero quindi entrare in operatività nel 2025 o 2026, invece che nel tardo 2024 come inizialmente annunciato. In aggiunta, l'amministrazione Biden ha messo in pausa i processi di approvazione di nuovi impianti di liquefazione al fine di valutarne più approfonditamente gli impatti ambientali. Minori investimenti in nuova capacità, ritardi dei progetti e sospensione di nuovi permessi implicano una riduzione della crescita potenziale dell'offerta americana di petrolio e gas, e rischi al rialzo sulle quotazioni.

Anche nel comparto dei metalli industriali si stanno intensificando le notizie di tagli all'offerta, volontari o meno. Per quanto riguarda il mercato del rame, alla chiusura forzata della miniera Cobre a Panama, una delle più importanti miniere a cielo aperto del mondo, ordinata dalla Corte Suprema, si sono aggiunte revisioni al ribasso delle stime di produzione dallo Zambia per l'insufficiente generazione di energia elettrica e l'annuncio della China Nonferrous Metals Industry Association di possibili limitazioni allo sviluppo di nuova capacità di raffinazione da parte del governo cinese e di tagli volontari all'offerta di rame raffinato da parte delle società di lavorazione. Infatti, i principali raffinatori cinesi di rame si sono accordati per estendere i periodi di manutenzione, ridurre i tassi di utilizzo degli impianti e ritardare nuovi progetti al fine di proteggere i margini. Per quanto riguarda il mercato del nickel, Indonesia e Cina, che insieme controllano circa il 70% dell'offerta mondiale, progettano di ridurre la produzione per limitare l'attuale surplus di mercato e contenere il calo delle quotazioni. Anche alcuni dei colossi minerari occidentali hanno ritardato l'avvio di nuovi progetti dedicati all'estrazione di nickel, rivisto al ribasso le stime di produzione e dismesso alcuni impianti per arginare le perdite. Queste revisioni al ribasso delle stime di offerta mondiale giungono in un contesto di scorte mondiali molto inferiori alla media storica. Ciò implica che l'offerta mondiale di metalli potrebbe presto non essere adeguata a soddisfare la domanda, e se la crescita dei consumi riaccelerasse, complici uno scenario macroeconomico più favorevole e la transizione energetica, i deficit di mercato si amplierebbero ulteriormente. A nostro avviso, i prezzi di gran parte dei metalli non ferrosi dovrebbero aumentare entro fine 2024 e negli anni successivi per spingere nuovamente al rialzo l'offerta, soddisfare la domanda mondiale e ripristinare un livello confortevole di scorte.

Problemi all'offerta non hanno risparmiato neppure i mercati delle materie prime agricole, che hanno risentito dei problemi logistici soprattutto attraverso il Mar Rosso, dell'implementazione di politiche protezionistiche e di limiti alle esportazioni da parte dei governi, ma anche di speculazione da parte degli intermediari, soprattutto evidente in alcuni paesi produttori di soft

commodity; tutti elementi che hanno contribuito ad amplificare le condizioni già gravi di scarsità di prodotto, limitando le consegne ai porti.

Scenario macroeconomico: rischi al ribasso sulla crescita, al rialzo sull'inflazione

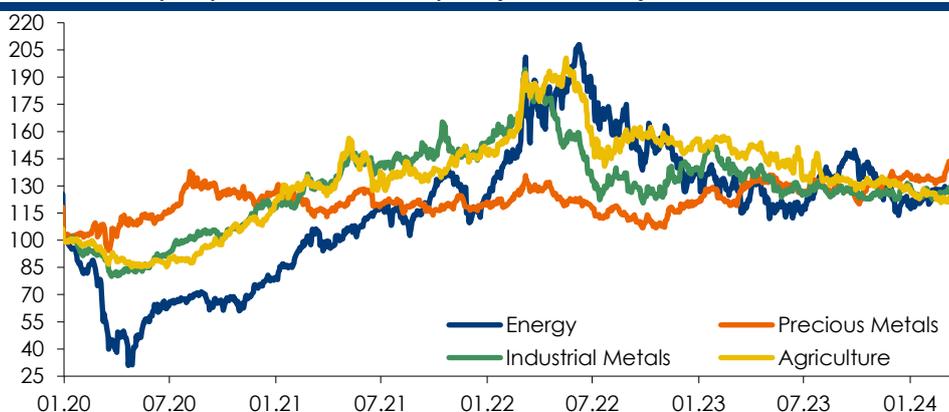
Lo scenario macroeconomico globale è caratterizzato da un moderato rallentamento economico e disinflazione, ma resta costellato da numerosi rischi monetari, economici, politici e climatici.

Al momento, riteniamo che la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea possano implementare il primo taglio dei tassi di interesse di riferimento verso giugno e complessivamente ridurre i tassi di circa 75 punti base nel corso dell'anno. Tuttavia, restano significativi rischi inflazionistici, spiegati da prezzi delle commodity ancora superiori ai livelli pre-Covid, da rischi geopolitici (inclusa la possibilità che si registrino nuovi danni alle infrastrutture oil&gas in Russia o Medio Oriente), da persistenti distorsioni ai flussi logistici attraverso il Mar Rosso, il Mar Nero e il Canale di Panama, ma anche da un'economia e un mercato del lavoro più resilienti delle attese, soprattutto negli Stati Uniti. È quindi possibile che un'inflazione più elevata del previsto e una crescita ancora relativamente robusta possano spingere le banche centrali a una maggior cautela, ritardando il primo taglio dei tassi o riducendo il numero di interventi previsto nel 2024.

Fra i più rilevanti rischi economici sottolineiamo l'eccessiva debolezza della Cina, che potrebbe mancare il target di crescita del 5% a causa della concomitanza di vari fattori di debolezza: la crisi del settore immobiliare, la volontà delle autorità di contenere gli stimoli monetari e fiscali, l'anemia del canale estero, e il rischio che si registri nuovamente una generazione elettrica insufficiente, soprattutto in estate.

I rischi politici più seri sono principalmente legati alle prossime elezioni per il rinnovo della Commissione Europea, e alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti. In particolare, i mercati temono la possibile implementazione di politiche commerciali più restrittive, interventi protezionistici e la rimodulazione delle politiche previste per la transizione energetica e la lotta al cambiamento climatico. A nostro avviso, la possibile implementazione di misure di mitigazione (o riduzione delle emissioni) meno stringenti e l'adozione di target climatici meno ambiziosi potrebbero alimentare spinte al ribasso sui prezzi dei metalli, per l'aspettativa di una minor domanda futura. Tuttavia, queste potrebbero essere più che compensate dalla necessità di investire in nuove infrastrutture per gestire la crescita demografica, i processi di urbanizzazione e le mutate condizioni climatiche. Inoltre, la sicurezza delle forniture è oggi una priorità politica. Sarà quindi necessario che i prezzi restino elevati per favorire lo sviluppo della produzione locale e di filiere di approvvigionamento più resilienti.

Performance dei principali settori delle materie prime (dic. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Al 22.03.2024	2T24	3T24	4T24	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barile)	78.0	81.0	80.0	80.0	78.0	76.0
NYMEX WTI (USD/barile)	74.0	77.0	76.0	76.0	74.0	73.0
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	2.6	2.8	3.2	2.7	3.5	4.0
JKM GNL (USD/MMBtu)	9.0	9.2	12.0	10.0	9.8	9.0
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	28.0	26.0	34.0	29.0	28.0	26.0
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	29.0	27.0	35.0	30.0	29.0	27.0
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	100.0	100.0	120.0	104.0	105.0	92.0
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	90.0	90.0	110.0	90.0	95.0	84.0
EUA (EUR/tonnellata)	65.0	73.0	82.0	70.0	87.0	100.0
LME ORO (USD/oz)	2,100	2,050	2,000	2,050	2,050	2,075
LME ARGENTO (USD/oz)	27.0	26.0	25.0	25.4	25.8	26.5
LME PLATINO (USD/oz)	950	1,000	1,050	975	1,125	1,200
LME PALLADIO (USD/oz)	1,000	1,050	1,100	1,030	1,175	1,200
LME RAME 3M (USD/ton)	8,400	8,700	8,900	8,600	9,500	10,000
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,300	2,400	2,450	2,350	2,550	2,650
LME NICHEL 3M (USD/ton)	17,100	17,500	18,100	17,400	18,500	19,750
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,470	2,545	2,590	2,520	2,700	2,775
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,050	2,090	2,130	2,080	2,175	2,225
LME STAGNO 3M (USD/ton)	26,600	26,900	27,000	26,700	27,500	28,500
SGX FERRO (USD/ton)	120	118	117	120	115	110
LME HRC Nord America (USD/ton)	830	840	860	870	820	810
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	620	630	640	650	610	600
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	490	500	510	515	510	500
LME REBAR (USD/ton)	515	523	530	540	530	520
LME SCRAP (USD/ton)	355	360	365	370	365	362
COMEX LITIO (USD/kg)	14.0	14.4	15.0	14.3	17.3	18.0
COMEX COBALTO (USD/lb)	14.4	14.8	15.2	14.6	16.8	17.3
CBOT MAIS (USc/bu)	470	470	460	460	465	475
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	620	620	605	600	615	630
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,310	1,310	1,290	1,280	1,310	1,335
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	95	91	88	92	90	92
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	650	650	635	640	650	665
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	23.0	23.0	22.4	22.6	23.0	23.5
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	200	195	190	195	190	190
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	3,400	3,300	2,800	3,200	2,800	2,800
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	6,000	5,200	4,800	5,425	4,400	4,500
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	4,900	4,100	3,700	4,325	3,300	3,500
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	350	350	345	348	360	385
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	47.0	47.0	46.0	46.5	48.0	50.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: attenzione ai prodotti petroliferi

A fronte di una sostanziale stabilità per i mercati del petrolio, vediamo soprattutto nel 2° trimestre importanti rischi al rialzo sui prezzi dei prodotti petroliferi, e quindi sui margini di raffinazione. Questa divergenza è spiegata dai tagli volontari concordati in sede OPEC+, dalle sanzioni occidentali che limitano le esportazioni russe di prodotti, dagli attacchi ucraini a raffinerie russe, e dai problemi al transito lungo il Mar Rosso.

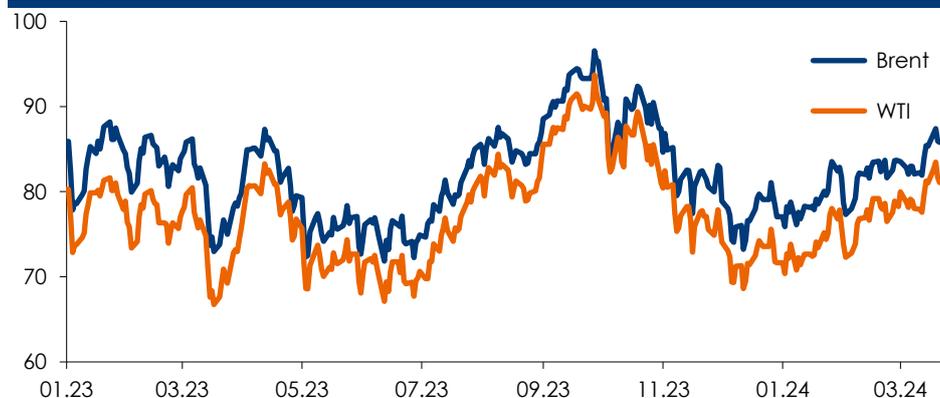
Da inizio anno, il petrolio ha registrato una relativa stabilità nonostante l'intensificarsi dei rischi geopolitici in Medio Oriente, complici i mercati fisici ancora ben forniti, le preoccupazioni per lo scenario macroeconomico e politiche proattive volte a limitare la formazione di eventuali surplus di offerta da parte dei principali produttori mediorientali.

Ad esempio, l'OPEC+ ha rinnovato di altri tre mesi i tagli all'offerta obbligatori e volontari, ora validi sino a fine giugno. I tagli volontari pari a 2,2 milioni di barili al giorno (mb/g) sono "volti a sostenere la stabilità e l'equilibrio dei mercati petroliferi", come sottolineato nel comunicato ufficiale, e "saranno ridotti gradualmente in base alle condizioni di mercato". Come in passato, l'Arabia Saudita si assume l'onere maggiore, impegnandosi a tagliare di 1 mb/g. Pochi altri membri condivideranno l'onere rimanente: Iraq (-0,220 mb/g), Emirati Arabi Uniti (-0,163 mb/g), Kuwait (-0,135 mb/g), Kazakistan (-0,082 mb/g), Algeria (-0,051 mb/g) e Oman (-0,042 mb/g).

Non stupisce l'impegno saudita date le necessità di medio e lungo termine del Paese: nel medio periodo, sarebbe desiderabile mantenere il prezzo del petrolio il più vicino possibile al prezzo di budget breakeven, ovvero il livello che consente di bilanciare la spesa fiscale, stimato dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) a 80 dollari per quest'anno; nel lungo periodo, è necessario avere prezzi del petrolio il più stabili ed elevati possibile per incentivare gli investimenti esteri e finanziare i progetti di diversificazione dell'economia, essenziali a garantire un futuro al Paese quando sarà raggiunto il picco di domanda di petrolio e le rendite petrolifere potrebbero iniziare a diminuire.

Anche la Russia si è impegnata a tagliare la propria offerta di 0,471 mb/g nel 2° trimestre, ma con percentuali variabili di produzione di greggio e di esportazione di prodotti: ad aprile la riduzione interesserà 350 mila b/g di produzione e 121 mila b/g di esportazioni, a maggio 400 mila b/g di produzione e 71 mila b/g di esportazioni, a giugno 471 mila b/g totalmente dalla produzione. A nostro avviso, questo profilo di offerta della Russia potrebbe contribuire a sostenere i margini di raffinazione e i prezzi dei prodotti petroliferi in Europa nel 2° trimestre 2024, già su livelli molto elevati per i frequenti attacchi a raffinerie russe causati da droni ucraini, le sanzioni occidentali che limitano le esportazioni russe di prodotti in Europa e i seri problemi logistici dovuti agli attacchi dei ribelli Houthi contro navi in transito dal Mar Rosso.

Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Fondamentali di domanda e offerta

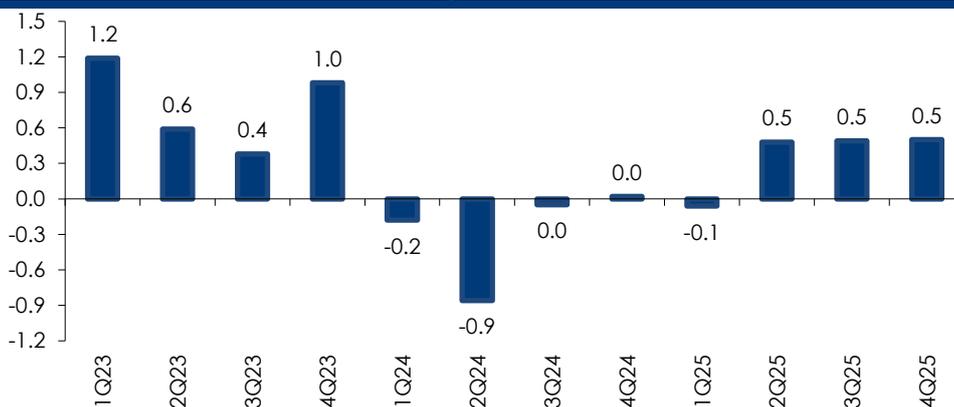
Nell'ultimo Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato il 12 marzo, la U.S. Energy Information Administration (EIA) prevede che, dopo un surplus di 0,8 mb/g nel 2023, il mercato petrolifero dovrebbe registrare un deficit di circa 0,3 mb/g nel 2024 e un surplus di circa 0,4 mb/g nel 2025. Guardando ai saldi trimestrali, ora l'EIA prevede un deficit più profondo e prolungato nel 1° semestre 2024, mentre stime precedenti indicavano un deficit solo nel 1° trimestre.

Stime di domanda e offerta, Short-Term Energy Outlook, U.S. Energy Information Administration

Marzo 2024 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di GNL	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2023	101.0	69.6	12.9	5.3	26.9	26.1	0.8
2024	102.4	70.3	13.2	5.3	26.6	26.8	-0.3
Variazione a/a	1.4	0.7	0.3	0.0	-0.3	0.7	
2025	103.8	71.7	13.7	5.3	27.2	26.8	0.4
Variazione a/a	1.4	1.4	0.5	0.0	0.6	0.0	

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 petrolifero mondiale in mb/g, secondo le stime dell'U.S. EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Il consumo globale dovrebbe crescere a 102,4 mb/g nel 2024 (+1,4 mb/g a/a) e a 103,8 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a), un nuovo record. L'offerta non OPEC è stimata in espansione a 70,3 mb/g nel 2024 (+0,7 mb/g a/a) e a 71,7 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a), anch'esso un record. La produzione di greggio degli Stati Uniti dovrebbe aumentare a 13,2 mb/g nel 2024 (+0,3 mb/g a/a) e a 13,7 mb/g nel 2025 (+0,5 mb/g a/a), raggiungendo il livello di 13,8 mb/g nel 4° trimestre 2025, un nuovo record. Gli Stati Uniti sono stati esportatori netti nel 2023 con un livello medio di esportazioni nette di 1,6 mb/g, e probabilmente esporteranno 2,1 mb/g nel 2024 e 2,6 mb/g nel 2025, con un picco di 3,1 mb/d nel 4° trimestre del prossimo anno, un nuovo massimo storico.

L'offerta di greggio dell'OPEC dovrebbe calare a 26,6 mb/g nel 2024 (-0,3 mb/g a/a), ma aumentare a 27,2 mb/g nel 2025 (+0,6 mb/g a/a). La capacità produttiva in eccesso dell'OPEC, o spare capacity, dovrebbe quindi crescere a 4,4 mb/g nel 2024 (+0,7 mb/g a/a) per poi diminuire a 4,2 mb/g nel 2025 (-0,1 mb/g a/a).

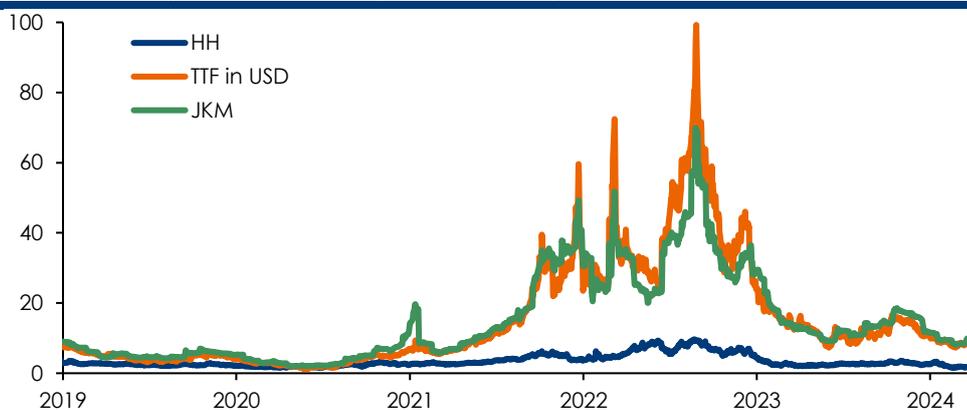
Secondo il modello dell'EIA, il prezzo del Brent potrebbe attestarsi in media a 87,0 dollari nel 2024 e a 84,8 dollari nel 2025. Lo spread Brent-WTI dovrebbe essere in media pari a 4,8 dollari nel 2024 e a 4,5 dollari nel 2025. Le nostre previsioni sia per il Brent che per il WTI sono leggermente meno ottimistiche. Infatti, nel nostro scenario di base il Brent dovrebbe scambiare vicino a una media di 80 dollari nel 2024 e 78 dollari nel 2025, e il WTI intorno a 76 dollari nel 2024 e 74 dollari nel 2025.

Mercati energetici: verso una “nuova normalità”

Oggi, le pressioni al rialzo sui prezzi sono limitate da livelli record di scorte e consumi inferiori alla media. Dovremo comunque aspettare l'atteso incremento dell'offerta mondiale di LNG previsto dal 2025 perché i mercati energetici possano avviarsi verso una “nuova normalità”.

L'Europa sta beneficiando di prezzi di gas ed energia ben inferiori ai livelli medi registrati nel 2021, 2022 e 2023. Questo calo è spiegato da anomalie termiche eccezionalmente favorevoli, dalla riduzione dei consumi e dai processi di diversificazione delle forniture e del mix di generazione. Infatti, da un lato i consumi sono in continua e strutturale contrazione grazie ai processi di efficientamento, elettrificazione e risparmio di combustibile portati avanti da famiglie e imprese. Dall'altro lato, la diversificazione delle fonti di approvvigionamento di gas e di quelle per la generazione elettrica ha registrato un'accelerazione dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e proseguirà anche nei prossimi anni, grazie a ulteriori incrementi nella percentuale di fabbisogno di gas soddisfatta da GNL e spedizioni via tubo ex-Russia, e nella quota di generazione da rinnovabili.

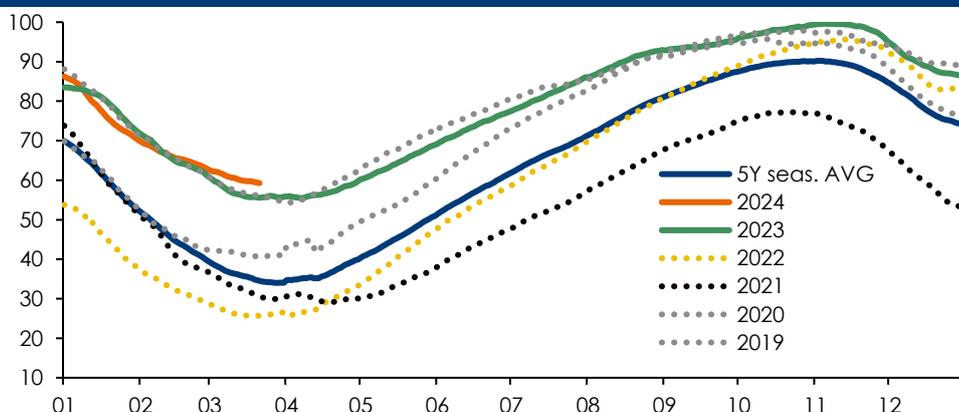
Prezzi di GNL JKM, gas naturale TTF e Henry Hub, contratti sul primo mese, in USD/MMBtu



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Condizioni meteorologiche favorevoli, adeguatezza delle forniture e calo dei consumi hanno permesso agli stoccaggi europei di raggiungere il massimo storico del 99,6% di riempimento al 5 novembre. Al 16 marzo, i depositi erano ancora ai massimi stagionali, con una percentuale di riempimento del 59,7%, meglio del precedente record del 56,4% registrato nel 2020, in piena crisi Covid, e della media a cinque anni di appena il 35,1%. Di conseguenza, l'Europa avvierà la stagione delle iniezioni con depositi meglio forniti del solito e lo sforzo di riempimento richiesto nel corso dell'estate sarà probabilmente limitato, complice il calo strutturale dei consumi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per questo motivo, riteniamo che nel corso dell'estate le pressioni al rialzo sui prezzi saranno probabilmente contenute, nonostante persistano seri fattori di rischio: continue preoccupazioni riguardo la sicurezza delle forniture; possibili ritardi o cancellazioni di carichi di GNL per i problemi al transito attraverso il Mar Rosso; intensificata competizione con l'Asia, complice una nuova ondata di caldo eccezionale nel Sud-Est asiatico; possibili diminuzioni nei volumi importati via tubo (per manutenzioni inattese, ma anche per la vulnerabilità delle infrastrutture); incertezza sulla generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili, nucleare e carbone; anomalie termiche che potrebbero amplificare la domanda finale.

Dato questo ampio ventaglio di fattori difficilmente prevedibili, esplicitiamo tre scenari di previsione per gas ed energia elettrica e sottolineiamo come gli scenari di base siano molto più vicini agli scenari migliorativi che a quelli peggiorativi: i rischi sono chiaramente spostati verso l'alto. Nello scenario di base, vediamo per il TTF un forte supporto vicino ai 20 EUR/MWh, un livello importante per il coal-to-gas switching, e una forte resistenza attorno ai 45 EUR/MWh, spiegata dai buoni livelli di riempimento degli stoccaggi europei ed ucraini.

Dopo possibili rischi al rialzo nell'inverno 2024/25, amplificati dalla volontà di Ucraina e Russia di non rinnovare l'accordo sul transito che scadrà a fine anno, dal 2025 in poi ci attendiamo in tutti gli scenari che si consolidi un processo di moderazione delle quotazioni, spiegato dall'atteso incremento dell'offerta mondiale di GNL, che contribuirà a ripristinare una "nuova normalità" sui mercati energetici.

A nostro avviso, volatilità e forchette di prezzo più ampie rispetto agli equilibri pre-Covid sono destinate a permanere nel prossimo quinquennio a causa della maggiore dipendenza delle economie europee ed asiatiche dai flussi internazionali di GNL, dai rischi metereologici (che impattano sia domanda che produzione di energia) e geopolitici (che continueranno ad alimentare potenziali ripercussioni negative su trasporto e produzione di carburanti fossili).

Scenari alternativi per i prezzi di gas naturale TTF, benchmark europeo, e PSV, benchmark italiano, ed energia elettrica PUN, benchmark italiano. Contratti future sul 1° mese, in EUR/MWh

		2T24	3T24	4T24	2024	2025	2026	2027	2028
TTF	Scenario di base	28	26	34	29	28	26	23	20
	Scenario peggiore	65	70	85	73	80	73	68	60
	Scenario migliore	18	18	22	19	20	19	18	17
PSV	Scenario di base	31	27	36	31	29	27	24	21
	Scenario peggiore	70	75	90	78	85	78	73	65
	Scenario migliore	18	18	22	19	20	19	18	17
PUN	Scenario di base	85	95	110	97	96	95	90	88
	Scenario peggiore	165	190	220	192	200	195	190	175
	Scenario migliore	60	60	75	65	70	69	68	67

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

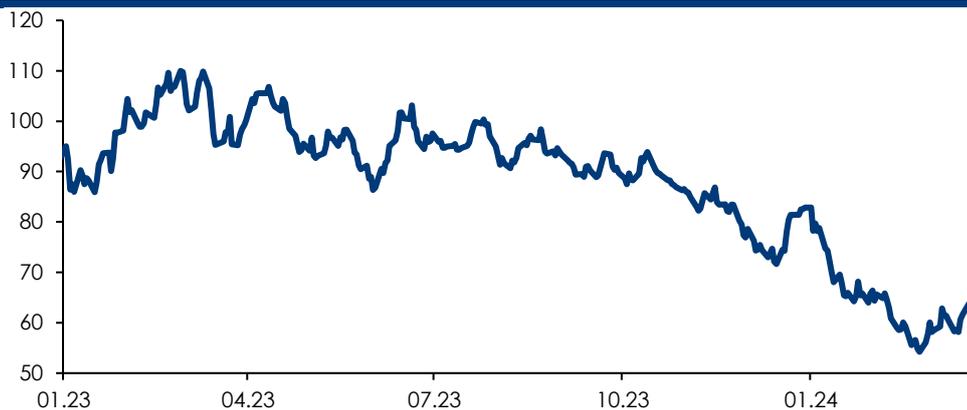
Diritti di emissione

I diritti di emissione di anidride carbonica (futures EUA) risentono delle fluttuazioni delle quotazioni di gas ed energia. Infatti, a inizio 2024 il calo dei prezzi energetici ha contribuito a deprimere anche le quotazioni dei futures EUA, che il 23 febbraio hanno toccato i 51,08 EUR/ton, il minimo dal maggio 2021. Tuttavia, questo ampio calo è stato anche guidato da movimenti speculativi legati all'incertezza sulle politiche climatiche che saranno adottate dalla nuova Commissione e da uno sbilanciamento fra domanda e offerta che ha originato un temporaneo surplus di mercato. Infatti, la richiesta di quote in asta è stata inferiore alle attese per il rallentamento economico, mentre l'offerta è soggetta a rischi al rialzo per l'incertezza sul numero di quote che potrebbero essere vendute per raggiungere i target di finanziamento del piano RepowerEU.

Nonostante queste preoccupazioni, riteniamo che l'intervallo di 50-60 EUR/ton resti un supporto molto importante per i diritti di emissione e riteniamo che dopo questa temporanea fase di debolezza le pressioni rialziste sulle quotazioni possano tornare a prevalere sia nella seconda metà del 2024 che negli anni successivi. Infatti, da un lato la domanda di diritti dovrebbe aumentare grazie all'attesa ripresa economica. Dall'altro lato, la regolamentazione della Fase

4, in vigore sino al 2030, prevede un fattore di riduzione lineare del limite massimo di emissioni pari al 4,2%, un periodico ritiro dei diritti in eccesso attraverso la Market Stability Reserve (MSR), la progressiva riduzione delle assegnazioni gratuite e l'inclusione di nuovi settori. In particolare, a partire dal 1° gennaio 2024 le compagnie di navigazione marittima dovranno registrare le emissioni effettuate (probabilmente superiori alle stime iniziali per i maggiori consumi di carburante legati alla necessità di alcuni operatori di circumnavigare il Capo di Buona Speranza invece di transitare dal Canale di Suez) e restituire entro il 30 settembre 2025 i certificati corrispondenti. La percentuale di emissioni da coprire aumenterà gradualmente dal 40% per il 2024, al 70% per il 2025 (da restituire nel 2026), e al 100% delle emissioni negli anni successivi.

Prezzi dei futures EUA in EUR/ton



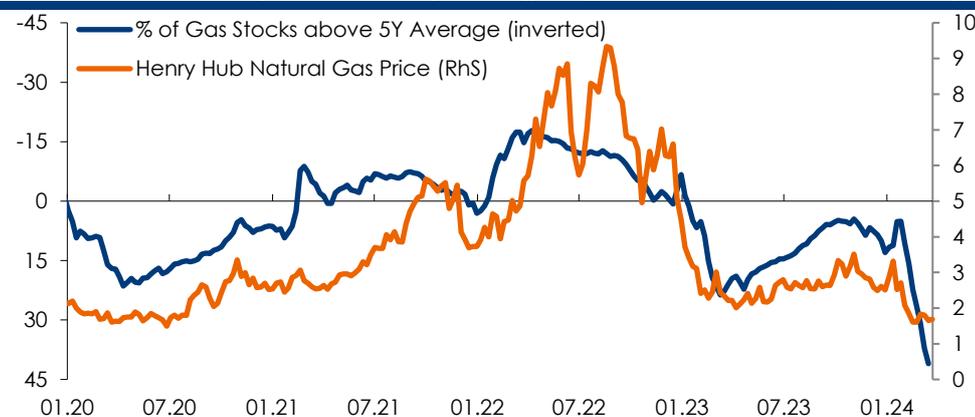
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gas naturale negli Stati Uniti

A fine febbraio, il prezzo del gas naturale Henry Hub, benchmark per gli Stati Uniti, ha registrato il minimo da giugno 2020, guidato da un rapido accumulo di scorte, alimentato da consumi inferiori alle attese, complici un inverno più mite del solito e l'abbondante produzione domestica. Le esportazioni sono limitate dall'insufficiente capacità di liquefazione di GNL, pur attesa in espansione dal 2024. Tuttavia, preoccupano sia la decisione dell'Amministrazione Biden di sospendere la concessione di licenze per nuovi terminali di esportazione sia gli annunci di vari produttori di ritardi nell'implementazione di alcuni progetti in via di sviluppo. Riteniamo quindi probabili nuove revisioni al ribasso del potenziale di esportazione di GNL dagli Stati Uniti.

A nostro avviso, un recupero dei consumi nel corso dell'estate e una maggior disciplina da parte dei produttori dovrebbero portare a un recupero delle quotazioni, che potrebbero ritornare in area 3 USD/MMBtu verso fine anno.

Percentuale di scorte al di sopra della media e prezzi del gas negli Stati Uniti in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli preziosi: un brillantissimo inizio anno

Le aspettative sui prossimi tagli dei tassi d'interesse statunitensi e i persistenti rischi geopolitici potrebbero spingere l'oro verso nuovi record.

Oro e argento

Il 20 marzo, l'oro ha raggiunto un nuovo record storico sopra i 2.220 dollari l'oncia, guidato da un mix di fattori positivi: l'aspettativa di una prossima svolta di politica monetaria, con la Federal Reserve orientata a implementare il primo taglio a giugno e ridurre complessivamente i tassi di circa 75 punti base nel corso dell'anno; rischi geopolitici e inflattivi che alimentano la domanda di beni rifugio e di preziosi come protezione contro i rischi di rialzi dei prezzi; forte domanda da parte delle banche centrali, soprattutto nei Paesi emergenti, interessati a diversificare le proprie riserve e a ridurre l'esposizione agli asset denominati in dollari americani (anche per proteggersi da eventuali sanzioni). Ad esempio, in febbraio la People Bank of China ha continuato ad espandere le proprie riserve di oro per il 16° mese consecutivo, comprando ben 390 mila once nel mese e portando le proprie riserve totali a 72,58 milioni di once, pari a circa 2.257 tonnellate. Tuttavia, vale la pena sottolineare che la domanda di oro nei Paesi emergenti resta forte anche nel settore privato. Ad esempio, nei primi due mesi dell'anno le importazioni di oro in Cina sono cresciute del 53% a/a a 372,2 tonnellate, il massimo da almeno il 2017, quando questi dati hanno iniziato ad essere pubblicati.

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) mostrano come effettivamente nel 2023 si sia confermato questo trend di resiliente domanda di oro in gioielleria (stabile), forte domanda da parte di investitori retail in lingotti e monete (-3%, ma perché confrontata con un 2022 record per la domanda di beni rifugio a seguito dell'invasione russa in Ucraina e dell'intensificarsi delle spirali inflazionistiche per la crisi energetica) e da parte delle banche centrali (-4%, ma sempre confrontata con un 2022 record). Permane la debolezza nel settore industriale (-4%) per il rallentamento economico e il trend di riduzione dei volumi richiesti. Prosegue la liquidazione di oro da parte degli ETF (-244 tonnellate) per la maggiore attrattività di altri asset finanziari, complice il rialzo dei tassi.

Stime del World Gold Council per gli anni 2022 e 2023, in tonnellate

	2022	% sul totale	2023	% sul totale	Crescita a/a %
Domanda totale di oro, in tonnellate	4,699		4,448		-5%
Consumo in gioielleria	2,089	44	2,093	47	0
Scorte in gioielleria	107	2	75	2	-29
Lingotti e monete	1,223	26	1,190	27	-3
ETF	-110	-2	-244	-5	---
Banche centrali	1,082	23	1,037	23	-4
Tecnologia	309	7	298	7	-4
Offerta totale di oro, in tonnellate	4,752		4,899		3
Produzione mineraria	3,625	76	3,644	74	1
Hedging netto dei produttori	-13	0	17	0	---
Riciclo	1,140	24	1,237	25	9

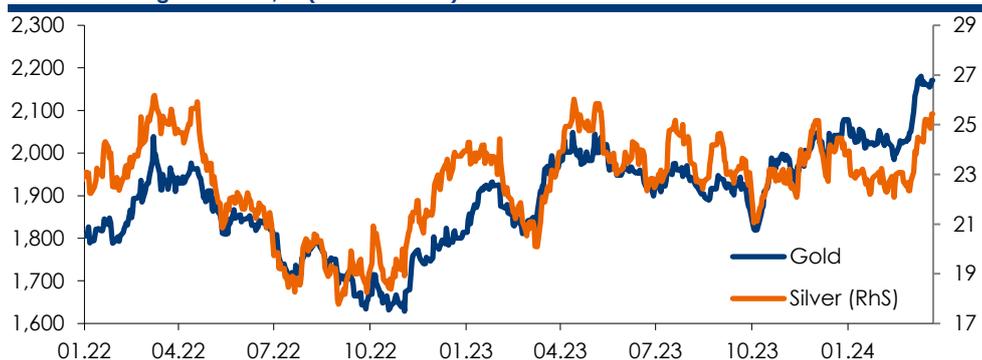
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Nei prossimi trimestri, prevediamo che l'oro possa muoversi per lo più nell'intervallo 1.900-2.300 dollari, con una volatilità alimentata dai dati macroeconomici e dalle aspettative sui prossimi tagli dei tassi d'interesse statunitensi, ma anche da sviluppi inattesi di rischi geopolitici. Riteniamo che nel 2° trimestre possano prevalere pressioni rialziste sui mercati di oro e argento, complice l'aspettativa che Fed e BCE avviino una politica monetaria espansiva in giugno, e stimiamo un prezzo medio di 2.100 dollari per l'oro e 27 dollari per l'argento.

Successivamente, ci attendiamo una moderazione delle quotazioni, che dovrebbero comunque rimanere in media al di sopra delle soglie di 2.000 dollari per l'oro e di 25 dollari per l'argento sia nel 2° semestre 2024 che nel 2025.

Sottolineiamo come negli ultimi mesi si sia consolidato un comportamento asimmetrico nella correlazione tra metalli preziosi e tassi: movimenti al rialzo dei tassi statunitensi sono stati accompagnati da debolezza dell'oro (o da sostanziale stabilità, se i rischi geopolitici fornivano un forte sostegno), mentre movimenti al ribasso dei tassi sono stati spesso accompagnati da un movimento rialzista dell'oro molto più forte. Riteniamo che questa asimmetria possa continuare e favorire l'oro soprattutto nel breve termine spingendolo verso nuovi record.

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



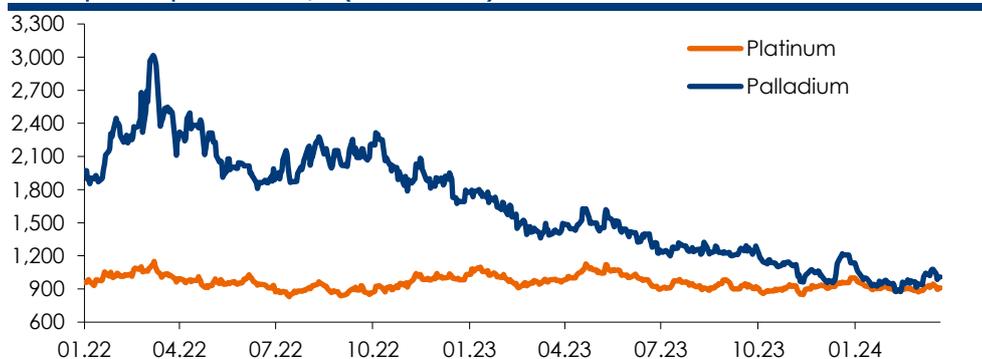
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Platino e palladio

Per platino e palladio manteniamo una view di neutralità nel breve termine, poiché ancora per qualche tempo lo scenario macroeconomico non sarà favorevole agli asset ciclici e una debole domanda finale ha permesso un temporaneo allentamento delle preoccupazioni relative a possibili interruzioni dei flussi di palladio dalla Russia.

Al contrario, nel 2° semestre 2024 e nel 2025 ci attendiamo una probabile intensificazione dei rischi al rialzo sulle quotazioni di platino e palladio grazie all'attesa accelerazione dell'economia mondiale (dopo le elezioni americane), al probabile recupero degli investimenti in infrastrutture e nella transizione energetica e ai persistenti rischi politici (che gravano sull'offerta russa di palladio) e climatici (che potrebbero nuovamente limitare la generazione elettrica in Sud Africa e quindi ridurre produzione ed esportazioni sudafricane di platino).

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Metalli industriali: aspettando il rally

Per la maggior parte dei metalli, ci attendiamo ancora qualche mese di volatilità, con una sostanziale debolezza delle quotazioni. Siamo più ottimisti per il 2° semestre, quando ci aspettiamo prima un recupero, complici politiche monetarie più espansive, e poi l'avvio di un nuovo rally dopo le elezioni presidenziali di novembre negli Stati Uniti.

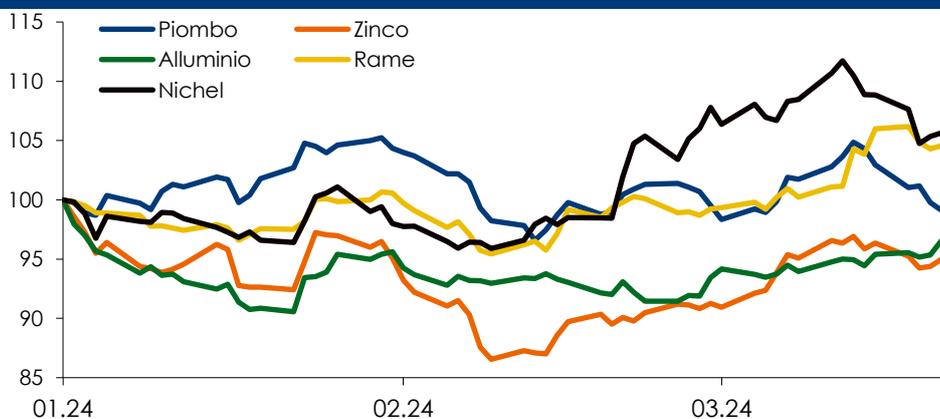
Nel breve termine, i prezzi di gran parte dei metalli industriali dovrebbero mantenersi su livelli relativamente bassi a causa di vari fattori, fra cui sottolineiamo: 1) gli investimenti sono scoraggiati dal rallentamento economico in atto, dai tassi di interesse ancora alti e dall'incertezza relativa alle future politiche commerciali che saranno implementate dagli Stati Uniti dopo le prossime elezioni presidenziali; 2) i consumi in Cina sono frenati dalla debolezza dell'economia, aggravata dalla crisi del settore immobiliare e dalla cautela delle autorità nell'implementare piani di stimolo sino a che non riprenderà slancio il canale estero.

Tuttavia, i mercati si dimostrano estremamente nervosi e soggetti a violenti movimenti rialzisti, come avvenuto per il rame in marzo, quando una rapida variazione delle posizioni speculative è stata innescata dalla minaccia di tagli all'offerta di rame raffinato in Cina. Come sottolineato nel precedente report trimestrale, rapidi rialzi dei prezzi dei metalli fino ai nostri target per il 4° trimestre 2024 non implicano che tali livelli di prezzo possano essere mantenuti sino a fine anno. Ci aspettiamo infatti che ogni rally prematuro possa essere seguito da un ritracciamento e un successivo andamento laterale nei mesi centrali dell'anno, perché i fondamentali di domanda e offerta non sono ancora abbastanza forti da sostenere prezzi così elevati per un periodo prolungato. Siamo più positivi invece per il 2° semestre perché l'attesa svolta di politica monetaria, il probabile indebolimento del dollaro americano e successivamente la rimozione del rischio politico legato alle elezioni americane dovrebbero ripristinare la fiducia degli investitori finanziari e degli operatori di mercato.

Manteniamo quindi la nostra view rialzista nel medio-lungo periodo. Ci attendiamo verso fine anno l'avvio di un nuovo rally dei metalli non ferrosi e dei battery metals, guidato da fondamentali di domanda e offerta sempre più tesi. Infatti, sia il sottoinvestimento strutturale in nuova capacità mineraria e di raffinazione, aggravato dai recenti tagli all'offerta, sia il rialzo atteso della domanda, guidato da crescita demografica, urbanizzazione e investimenti per adattarsi al cambiamento climatico (o mitigarlo), implicano deficit in espansione per gran parte di queste materie prime. I prezzi dovrebbero quindi crescere per stimolare nuova offerta.

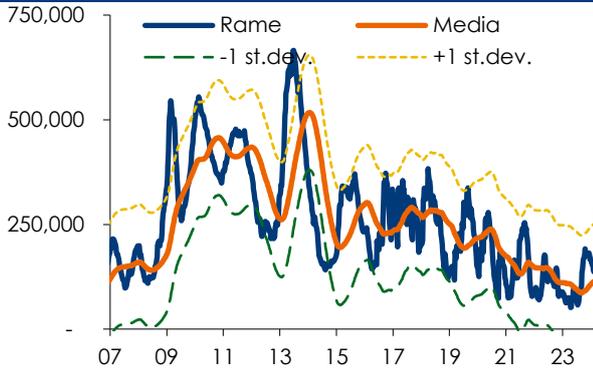
La principale eccezione a queste prospettive rialziste di lungo periodo è rappresentata dai metalli ferrosi. Prevediamo infatti che i prezzi di ferro e acciaio possano progressivamente diminuire nei prossimi anni grazie alla riduzione dei costi di produzione, favorita dal calo dei prezzi dell'energia e da mercati ben forniti.

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



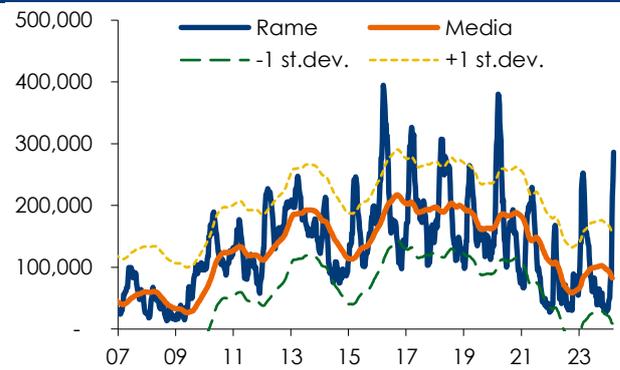
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte al London Metal Exchange



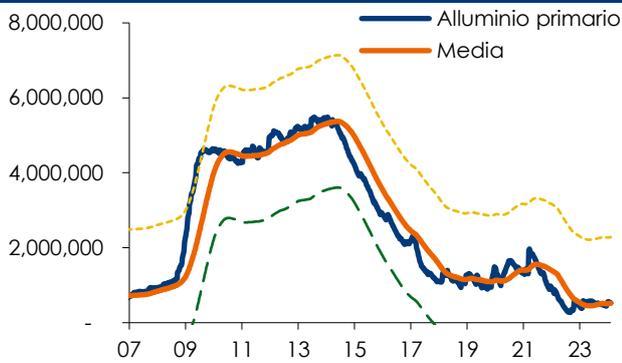
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: scorte allo Shanghai Futures Exchange



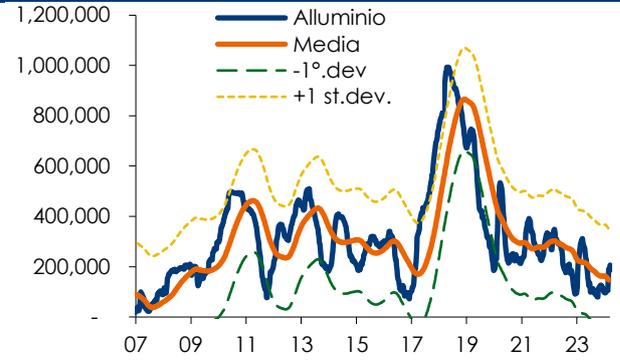
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte al London Metal Exchange



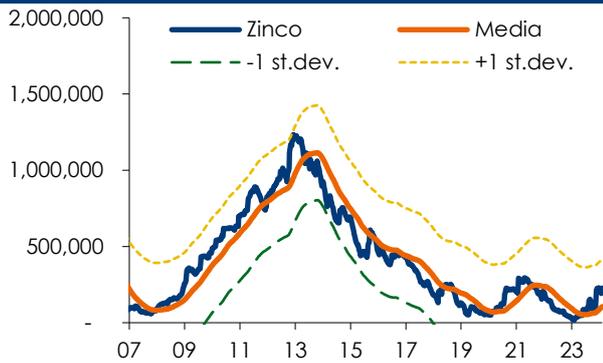
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: scorte allo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte al London Metal Exchange



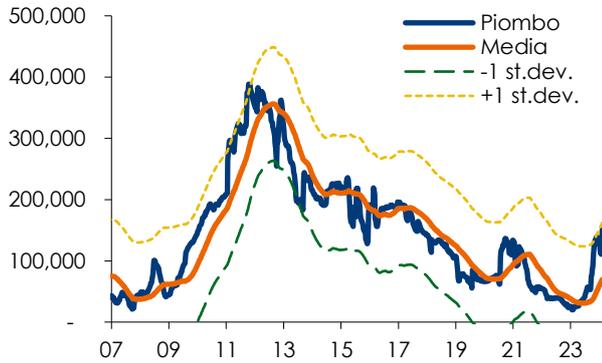
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: scorte allo Shanghai Futures Exchange



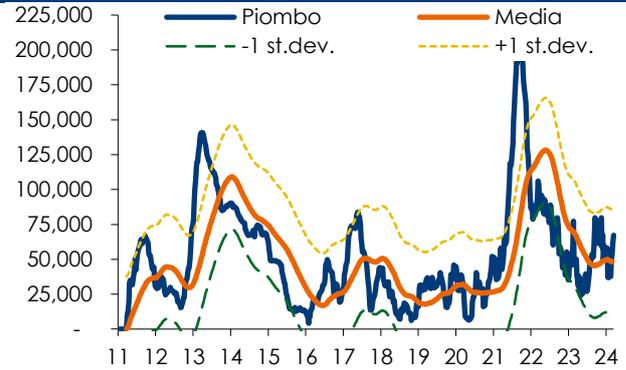
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte al London Metal Exchange



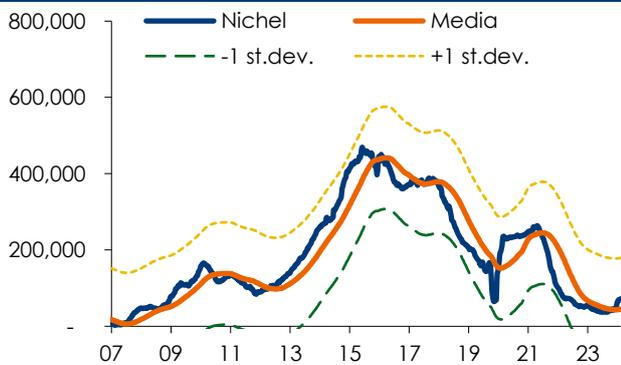
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: scorte allo Shanghai Futures Exchange



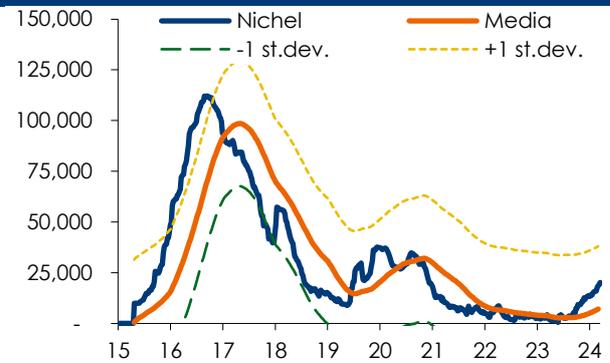
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte al London Metal Exchange



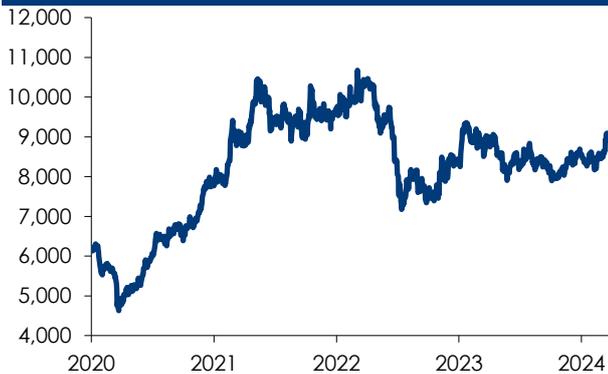
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: scorte allo Shanghai Futures Exchange



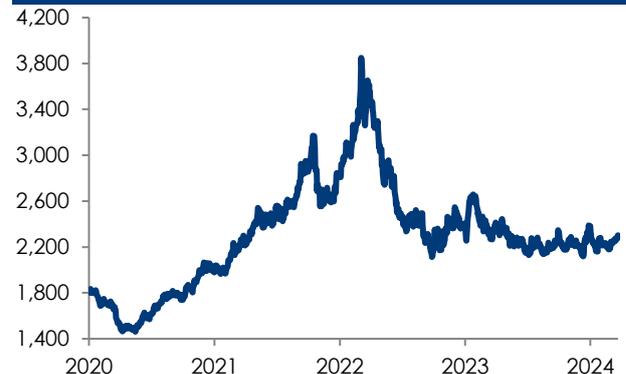
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



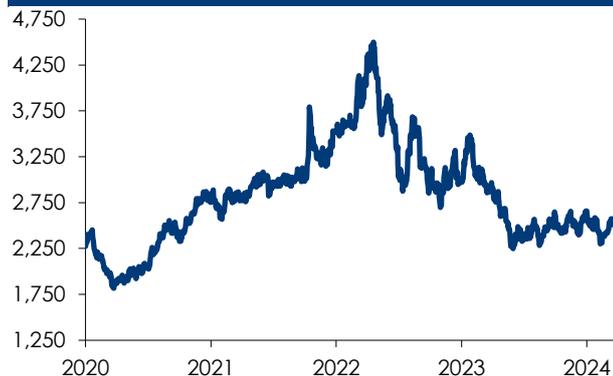
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



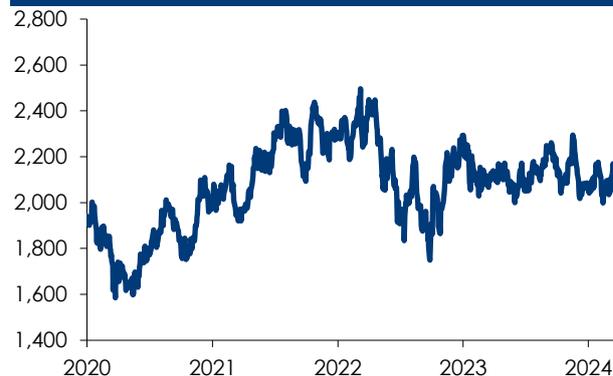
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



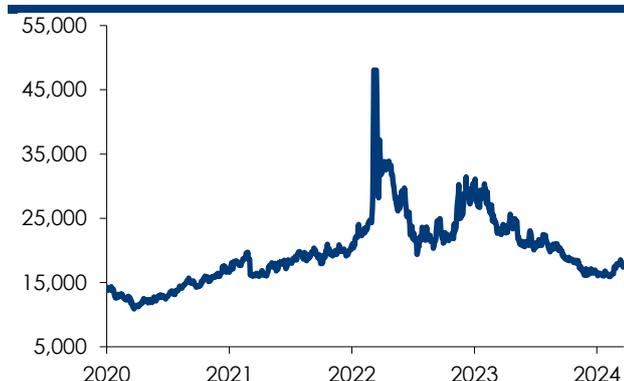
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



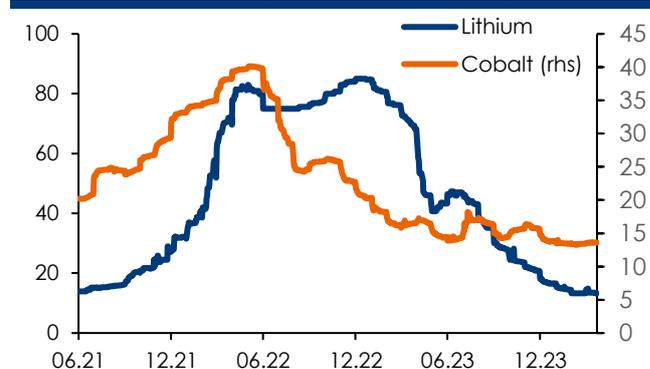
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel: prezzi dei futures LME 3 mesi in USD/tonnellata



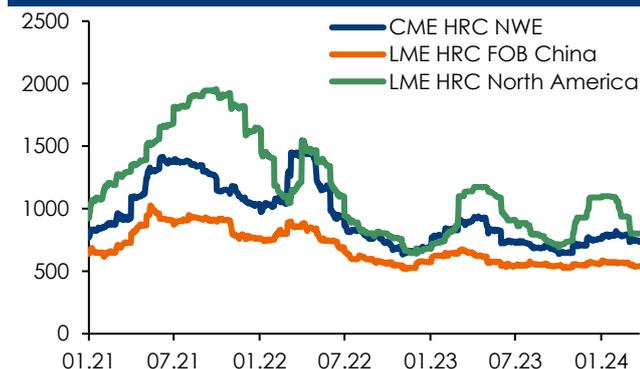
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Futures COMEX sull'idrossido di litio LiOH in USD/kg (Fastmarkets) e sul cobalto metallico in USD/lb (Fastmarkets, scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC negli Stati Uniti, in Cina e nell'Europa nord-occidentale in USD/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC negli Stati Uniti, in Cina e prezzo ferro in USD/mt



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

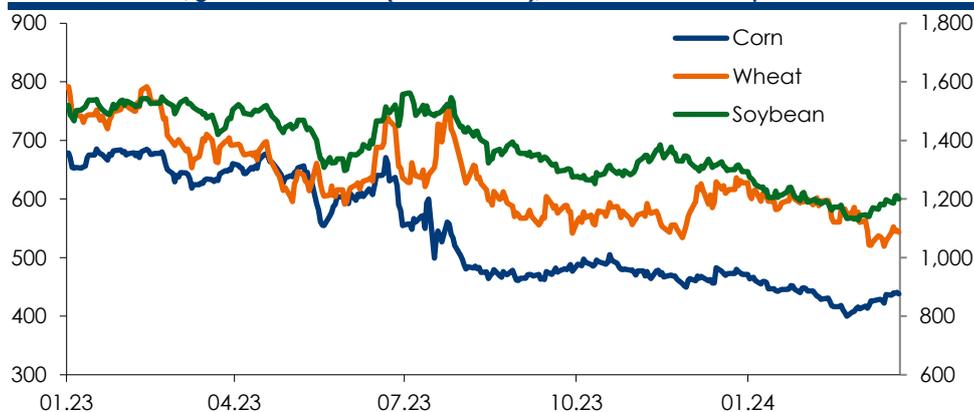
Agricoli: coloniali sulle montagne russe

Nel comparto agricolo, le performance sono state eterogenee, guidate principalmente da diverse aspettative sui fondamentali di domanda e offerta, ma permangono rischi al rialzo legati ad anomalie climatiche e maggior frequenza di eventi metereologici estremi.

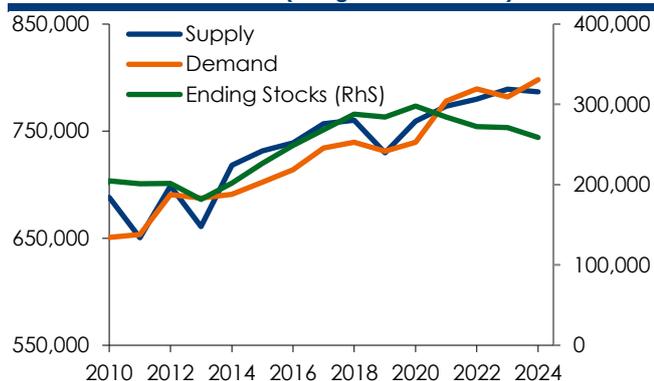
Cereali e leguminose hanno registrato un calo delle quotazioni negli ultimi trimestri, causato dal rallentamento economico globale e da minori preoccupazioni relative ai rischi geopolitici. Tuttavia, riteniamo che queste materie prime agricole dovrebbero registrare nuovi rialzi delle quotazioni nel corso dei prossimi mesi, guidati da un recupero della domanda e da possibili problemi all'offerta (considerando la maggiore incidenza di eventi estremi e prolungati episodi di siccità in importanti regioni produttive). Ci attendiamo quindi che frumento, mais e semi di soia chiudano l'anno su livelli di prezzo superiori agli attuali e possano estendere questo recupero delle quotazioni anche nel 2025.

Siamo particolarmente positivi sul frumento. Infatti, la revisione al ribasso delle stime di esportazione dagli Stati Uniti e le significative cancellazioni di alcuni ordini di vendite di frumento americano alla Cina hanno spinto il future sul CBOT a toccare il 14 marzo il livello di 519 centesimi di dollaro per bushel, il minimo dall'agosto 2020. Tuttavia, questo cereale continua ad esibire fondamentali più forti rispetto ad altre merci agricole: il mercato mondiale del frumento dovrebbe registrare un ampio deficit nel 2024 a fronte di mercati in surplus per mais e semi di soia. Ci aspettiamo quindi un recupero delle quotazioni del frumento nel corso dei prossimi mesi, guidato da offerta insufficiente, ritardi nelle semine e cattiva qualità dei raccolti (soprattutto in Europa, per sfavorevoli condizioni metereologiche), possibile introduzione di nuove politiche protezionistiche e persistenti tensioni al transito sia attraverso il Mar Nero che il Mar Rosso.

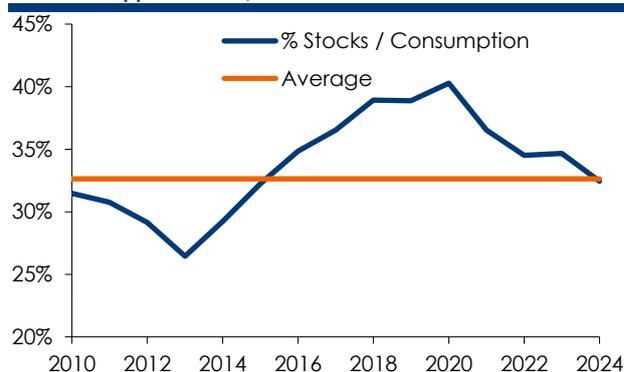
Prezzi CBOT di mais, grano e semi di soia (scala di destra), in centesimi di dollaro per bushel



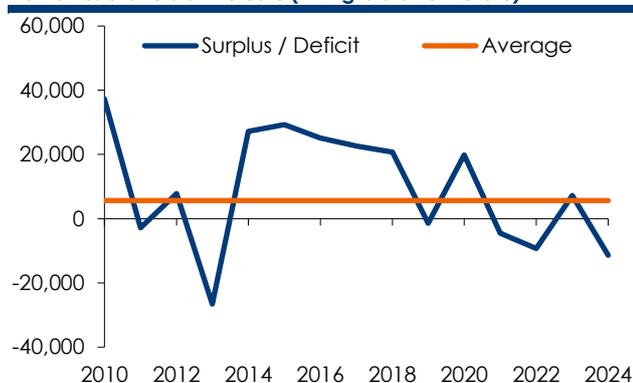
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Frumento: domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

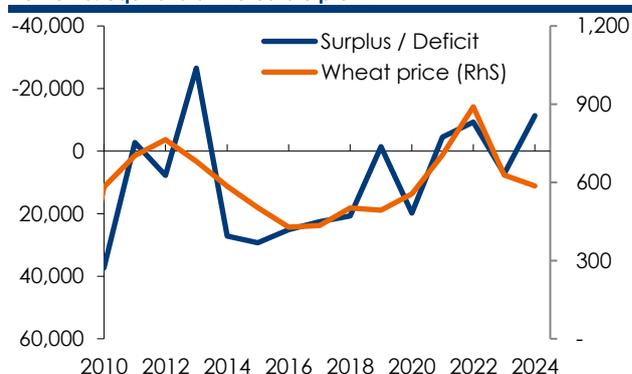
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Frumento: rapporto scorte/consumo

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Frumento: bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

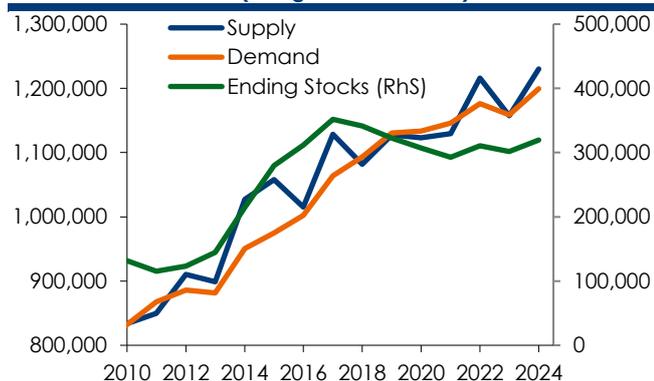
Frumento: equilibrio di mercato e prezzi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

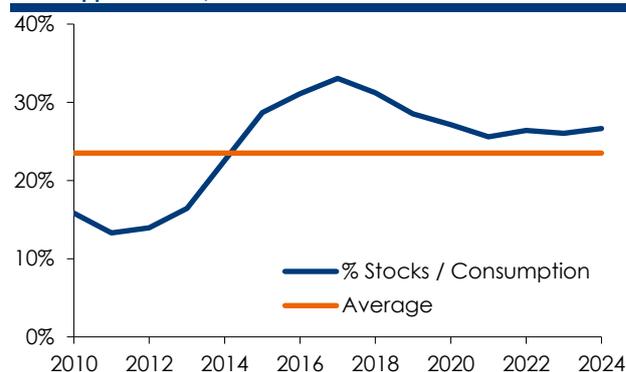
Stime dei fondamentali per il mercato del frumento contenute nel report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) di marzo 2024

Frumento (milioni di tonnellate)		Scorte iniziali	Produzione	Importazioni	Consumo	Esportazioni	Scorte finali	Rapporto scorte/consumo (%)
2023/24 Proiez.	Marzo	271.1	786.7	211.2	799.0	212.1	258.8	32.4
	Febbraio	271.2	785.7	209.9	797.5	210.7	259.4	32.5
	Var. a/a	-1.6	-2.5	0.0	8.1	-8.0	-12.3	
	Var. %	-0.6	-0.3	0.0	1.0	-3.7	-4.5	
2022/23 Stime	Marzo	272.8	789.2	211.3	790.8	220.2	271.1	34.3
	Var. a/a	-11.1	9.1	11.3	-0.3	17.4	-1.6	
	Var. %	-3.9	1.2	5.7	0.0	8.6	-0.6	
2021/22	Marzo	283.9	780.1	199.9	791.2	202.8	272.8	34.5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Mais: domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

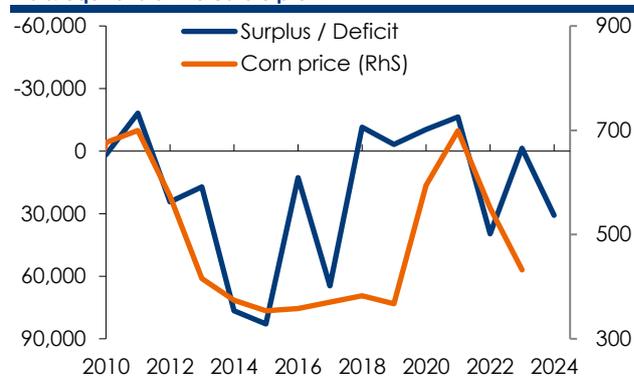
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Mais: rapporto scorte/consumo

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Mais: bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

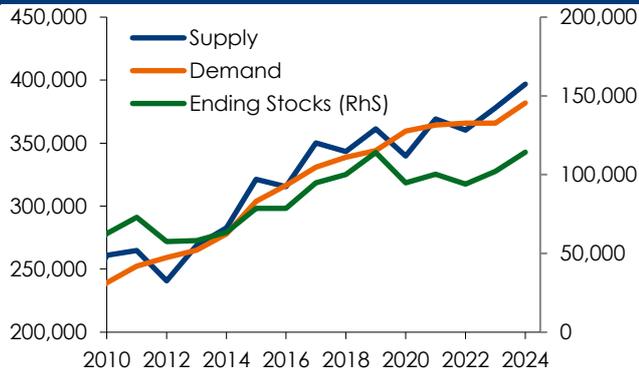
Mais: equilibrio di mercato e prezzi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

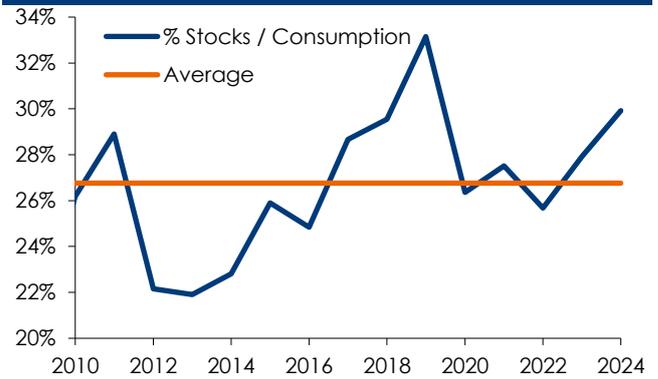
Stime dei fondamentali per il mercato del mais contenute nel report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) di marzo 2024

Mais (milioni di tonnellate)		Scorte iniziali	Produzione	Importazioni	Consumo	Esportazioni	Scorte finali	Rapporto scorte/consumo (%)
2023/24 Proiez.	Marzo	301.6	1230.2	189.5	1212.2	202.3	319.6	26.4
	Febbraio	300.3	1232.6	189.8	1210.8	200.8	322.1	26.6
	Var. a/a	-9.0	72.7	16.9	45.7	22.1	18.0	
	Var. %	-2.9	6.3	9.8	3.9	12.3	6.0	
2022/23 Stime	Marzo	310.7	1157.5	172.6	1166.6	180.2	301.6	25.9
	Var. a/a	17.7	-58.4	-11.9	-31.7	-26.2	-9.0	
	Var. %	6.0	-4.8	-6.4	-2.6	-12.7	-2.9	
2021/22	Marzo	292.9	1216.0	184.5	1198.3	206.4	310.7	25.9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia: domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

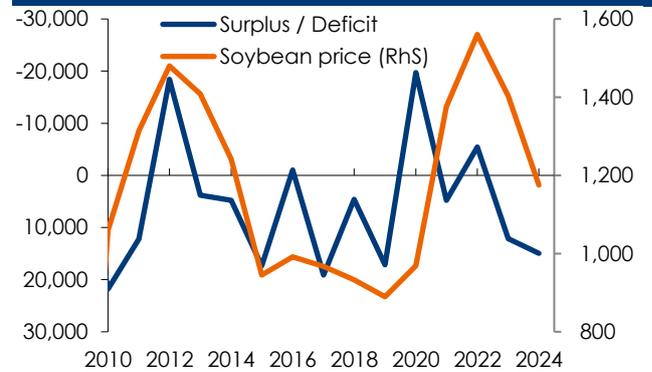
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia: rapporto scorte/consumo

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia: bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia: equilibrio di mercato e prezzi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Stime dei fondamentali per i semi di soia contenute nel report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) di marzo 2024

Semi di soia (milioni di tonnellate)		Scorte iniziali	Produzione	Importazioni	Consumo	Esportazioni	Scorte finali	Rapporto scorte/ consumo (%)
2023/24 Proiezi.	Marzo	102.2	396.9	170.8	381.9	173.6	114.3	29.9
	Febbraio	103.6	398.2	167.9	383.0	170.6	116.0	30.3
	Var. a/a	8.2	18.8	2.8	16.0	1.7	12.1	
	Var. %	8.8	5.0	1.6	4.4	1.0	11.9	
2022/23 Stime	Marzo	93.9	378.1	168.0	365.9	172.0	102.2	27.9
	Var. a/a	-4.3	17.7	12.7	0.1	17.7	8.2	
	Var. %	-4.4	4.9	8.2	0.0	11.5	8.8	
2021/22	Marzo	98.3	360.4	155.3	365.8	154.2	93.9	25.7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Per quanto riguarda i coloniali, le quotazioni di caffè e cacao hanno registrato importanti rialzi nelle ultime settimane, a causa di problemi all'offerta:

- condizioni meteorologiche eccezionalmente sfavorevoli, malattie e parassiti hanno ridotto le rese. I danni peggiori sono stati registrati in Africa Occidentale, dove il raccolto di cacao ha risentito di un eccesso di piovosità nella scorsa stagione umida, che ha favorito l'ulteriore diffusione di funghi e malattie e indebolito le piante, e di una grave siccità (che riduce la resa qualitativa) in questa stagione secca, accompagnata da un forte vento Harmattan, che danneggia le coltivazioni;

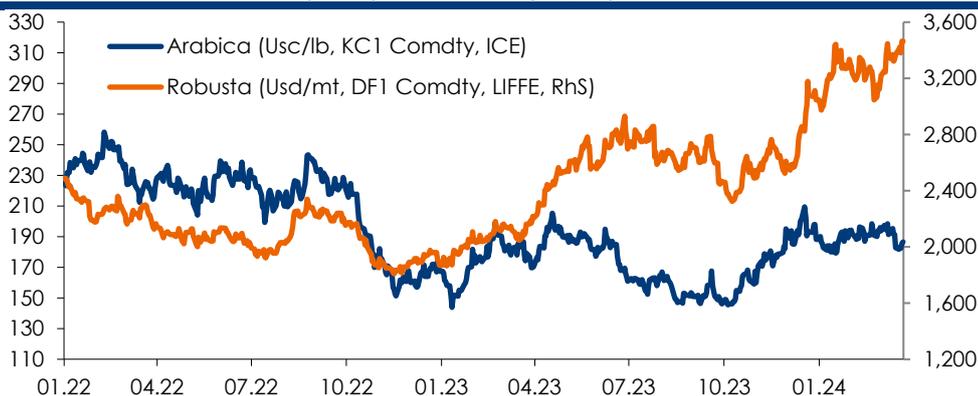
- distorsioni ai flussi logistici, che hanno interessato soprattutto le spedizioni dal Sud-Est asiatico all'Europa. Infatti, la crisi del Mar Rosso ha ridotto la disponibilità di prodotto e aumentato i costi di trasporto e consegna, un problema particolarmente grave per il caffè Robusta;
- comportamenti speculativi di operatori finanziari ed intermediari sul mercato fisico.

Quest'ultimo fattore è particolarmente interessante perché suggerisce che i rally di caffè e cacao sono diversi e quindi l'atteso calo delle quotazioni potrebbe essere caratterizzato da tempistiche e ampiezze differenti. Infatti, per il caffè, abbiamo registrato un incremento delle posizioni nette lunghe detenute da money manager ed hedge funds, che è andato di pari passo con l'incremento delle quotazioni. Il che suggerisce che, una volta allentate le preoccupazioni relative ai problemi di transito attraverso il Mar Rosso e alla disponibilità di prodotto, le quotazioni potrebbero diminuire gradualmente, accompagnate da una simmetrica riduzione delle posizioni speculative. Effettivamente, fonti ufficiali come l'International Coffee Organization (ICO) suggeriscono che il mercato mondiale del caffè dovrebbe registrare un modesto surplus grazie a un abbondante raccolto in America Latina e a una crescita poco brillante dei consumi mondiali. In aggiunta, secondo stime di operatori locali, il raccolto in Brasile di Arabica e Robusta dovrebbe essere ben superiore alle stime ufficiali pubblicate dalla Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) e potrebbe iniziare prima del solito, già in tardo aprile.

Al contrario, per il cacao le posizioni nette lunghe detenute da operatori finanziari hanno smesso di crescere già lo scorso ottobre e si sono addirittura ridotte nelle ultime settimane, quando i future hanno registrato nuovi record storici. Ciò normalmente indica una scarsità eccezionale sul mercato fisico e conferma che in questo caso, invece, la speculazione è stata piuttosto guidata da intermediari sul mercato locale, che hanno contribuito ad amplificare i rialzi trattenendo materia prima e ritardando le consegne ai porti. Di conseguenza, riteniamo possibile che il prezzo del cacao continui a crescere sino a che non si ribilancerà il mercato, ovvero aumenterà l'offerta dall'Africa Occidentale o diminuirà significativamente la domanda mondiale. Una volta avviato questo processo di riaggiustamento, il calo delle quotazioni potrebbe anche essere rapido, poiché non più guidato da speculazione finanziaria ma da un mercato fisico meno teso.

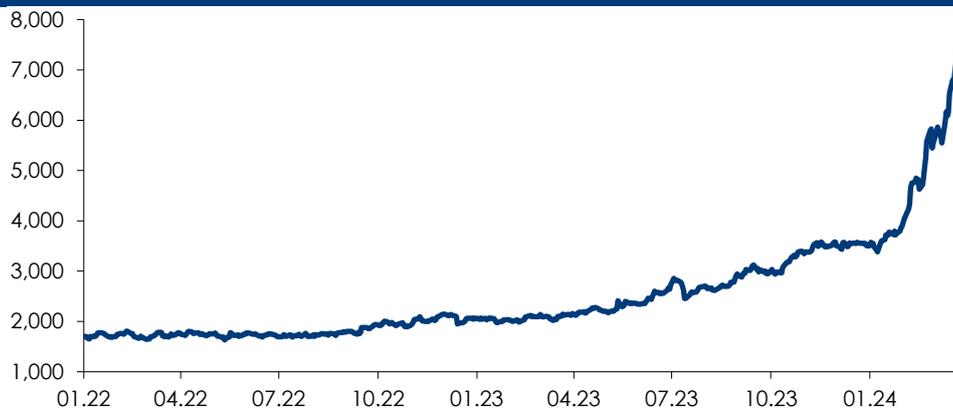
Sia per il caffè che per il cacao, riteniamo comunque che nonostante la probabile moderazione delle quotazioni rispetto ai recenti picchi, i prezzi resteranno ben superiori alla media registrata nel 2023. Sottolineiamo che sulle nostre stime gravano importanti rischi al rialzo legati ad anomalie climatiche e maggior frequenza di eventi meteorologici estremi.

Prezzi del caffè: NYB-ICE Arabica (USc/lb) e LIFFE Robusta (USD/ton)



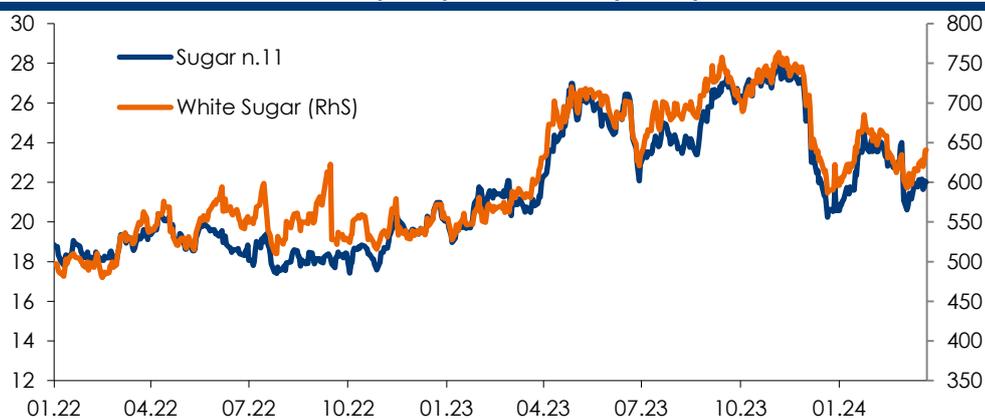
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dello zucchero: Zucchero NYB-ICE (USc/lb) vs. Zucchero ICE (USD/ton)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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., 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