

Mensile Materie Prime

Tassi, Cina, geopolitica e OPEC+ sono i fattori di rischio

Energia: outlook Neutrale ma permangono i rischi rialzisti per gas e petrolio

I prezzi petroliferi resteranno sui livelli medio alti visti negli ultimi mesi, probabilmente senza registrare nuovi massimi annuali, in attesa della riconferma dei tagli produttivi che l'OPEC+ verosimilmente estenderà (completamente o parzialmente) fino alla fine dell'anno. Per questa ragione, manteniamo il nostro outlook Neutrale, pur sottolineando come, nel breve, i rischi siano più rivolti verso l'alto per le quotazioni petrolifere. Il mercato sembra aver metabolizzato i disagi sui trasporti, con conseguenze minime sulle forniture del gas naturale liquefatto dal Mar Rosso.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, recuperano i prezzi di oro e argento

Nei prossimi trimestri, l'oro potrebbe muoversi in un vasto intervallo di scambio, tra i 2.000 e i 2.450 dollari l'oncia, in un contesto di forte volatilità. Quello che potrebbe accadere è quindi un robusto consolidamento, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza sui tassi di interesse e da uno scenario geopolitico che non sembra migliorare, continuando a fornire supporto a tutti i beni rifugio.

Metalli industriali: outlook Mod. Negativo da Neutrale nel breve termine

Il rialzo sui Metalli appare anomalo e dettato esclusivamente da eventi geopolitici esterni alle reali dinamiche fondamentali del comparto. Questo ci spinge a una previsione di possibile storno fisiologico dei prezzi per la maggior parte dei metalli. Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine. Il rischio è che la tensione rialzista possa protrarsi ancora ma, allo stesso tempo, che il movimento di rincaro eccessivo a cui stiamo assistendo sia invece il preludio a un ritracciamento delle quotazioni, vista l'eterogeneità degli elementi che lo alimentano.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale da Mod. Positivo, sfumano le divergenze

Pur restando sostanzialmente immutato il quadro di volatilità e incertezza legato alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, quello che appare evidente è che il mercato ha metabolizzato questa situazione, limitandone i contraccolpi negativi sul comparto agricolo. Confermato il quadro sulle soft commodity: avevamo già rafforzato le nostre previsioni di assestamento dei prezzi nel breve termine, dinamica che si sta verificando e che pensiamo possa continuare.

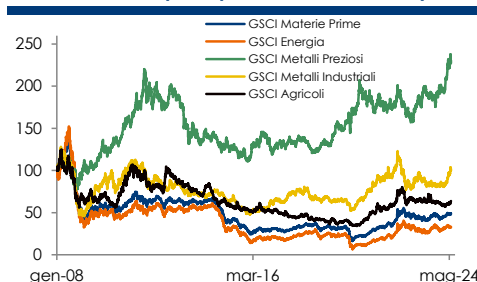
Soft Commodity:

- Cotone:** offerta abbondante e calo della domanda stabilizzeranno il prezzo del cotone.
- Zucchero:** scenario complesso, consolidano i prezzi e pesano i dati arrivati dal Brasile.
- Caffè:** la CONAB alza le stime per la produzione brasiliana della stagione 2024/25.
- Cacao:** fisiologico storno dei prezzi che però consolideranno ancora su livelli alti.

Performance degli indici commodity

	Valore 28.05.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.786,0	13,1	-7,9	50,3
GSCI Energia	661,9	14,3	-11,9	37,7
GSCI Met. Preziosi	2.681,3	15,7	28,0	77,8
GSCI Met. Industriali	1.900,4	18,7	1,9	60,8
GSCI Prod. Agricoli	543,9	6,0	-17,1	56,6

Andamento dei principali indici commodity



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 28.05.2024

Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

29 maggio 2024 – 14:49 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

29 maggio 2024 – 14:56 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Mag.	Apr.
WTI	=	=
Brent	=	=
Gas naturale	=	+
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	-	-
Alluminio	-	-
Zinco	-	=
Nickel	-	=
Mais	=	+
Frumento	-	+
Soia	=	=
Cotone	=	+
Zucchero	=	+
Caffè Arabica	=	=
Caffè Robusta	-	-
Cacao	=	-

Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale. Fonte: Refinitiv-Datstream

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	11,4	-10,7
Brent	9,3	-10,3
Gas naturale	3,0	-43,8
Gasolio	1,2	-18,5
Oro	13,7	-0,7
Argento	32,7	-7,7
Rame	22,7	-12,1
Alluminio	14,5	2,2
Zinco	15,1	-44,7
Nickel	23,3	-9,3
Mais	-1,9	-20,7
Frumento	11,5	-14,9
Soia	-4,9	2,7
Caffè (arabica)	22,7	63,0
Cotone	1,8	0,0

Fonte: Bloomberg; Dati al 28.05.24

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.05.2024 (salvo diversa indicazione).

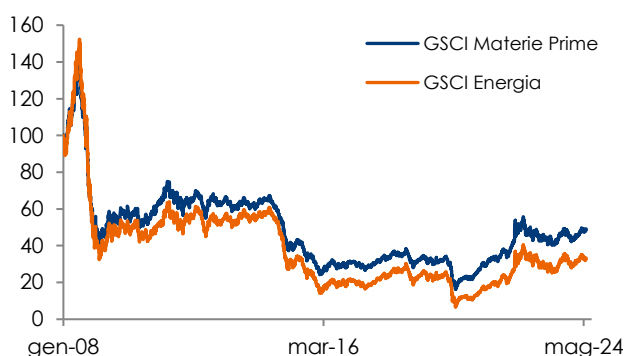
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: probabile una proroga dei tagli all'offerta nel meeting OPEC+

Commodity: l'attesa per la riduzione del costo del denaro, il recupero del ciclo in Cina, le tensioni geopolitiche e la contrazione dell'offerta petrolifera sono i tre temi chiave. Se i dati macroeconomici continuano a confermare solo un moderato rallentamento economico,

contraddistinto però da un raffreddamento dei prezzi più lento del previsto, sono altri i temi che influenzano le materie prime. La costante attesa per il calo del costo del denaro, i dubbi sulla forza dell'economia in Cina, le costanti tensioni geopolitiche (Medio Oriente, Cina-Stati Uniti, Russia-Ucraina) e, più nel breve, il rinnovo della strategia di contrazione dell'offerta petrolifera sono i principali quattro fattori che incidono sulla dinamica delle principali commodity. Il calo del costo del denaro, negli Stati Uniti, è ormai spostato verso la parte finale dell'anno, col dollaro che sconta questo scenario ma non si indebolisce oltre un certo livello. In Europa, le attese sul taglio dei tassi BCE restano volatili: i mercati hanno ridotto la stima sulla dimensione delle riduzioni entro dicembre pur confermando l'inizio della svolta espansiva a giugno, mentre più incerte appaiono le mosse future. Gli alti tassi di interesse degli ultimi anni hanno frenato gran parte degli investimenti in materie prime (dall'estrazione mineraria, al trasporto e alla lavorazione), iniziative che per loro natura assorbono enormi quantità di liquidità a credito. Una situazione che alimenta il nostro scenario di strutturale deficit dell'offerta, che nel breve crea incertezza ma nel medio-lungo termine rischia di acuire le pressioni rialziste, quando la domanda tornerà forte. Il tenore della domanda appare invece dubbio in Cina, dove bassa inflazione, crisi del comparto immobiliare e delle costruzioni e crescita contenuta pongono molti dubbi sulla futura richiesta di materie prime da parte del primo consumatore al mondo. E ancora, la situazione in Medio Oriente si è ulteriormente aggravata invece di migliorare. Le incertezze che ne derivano investono trasversalmente diversi comparti e vanno dai rischi per l'estrazione e il trasporto del greggio e del gas naturale (vista l'importanza di quell'area), alle rinnovate paure per i trasporti marittimi commerciali sia nel sud del Mar Rosso (Stretto di Bab el-Mandeb) che nello Stretto di Hormuz. Infine, nel breve, c'è attesa per l'esito della riunione OPEC+ del 2 giugno: la conclusione più probabile è il rinnovo dei tagli attuali all'offerta fino alla fine del 2024. Per questa ragione, una riconferma dell'attuale strategia per un trimestre o per tutta la restante parte dell'anno rafforzerebbe la previsione di prezzi petroliferi all'interno dell'intervallo di prezzo medio 75-95 dollari al barile, inteso come semplificazione fra le dinamiche dei due contratti WTI e Brent. Per concludere, un quadro complicato che attende alcuni passaggi chiave (OPEC+ e tassi di interesse) e che rende incerto il futuro sulle materie prime.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.05.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.786,0	13,1	-7,9	50,3
GSCI Energia	661,9	14,3	-11,9	37,7
WTI (\$)	79,8	11,4	-30,6	35,7
Brent (\$)	84,2	9,3	-29,5	21,3
Gas Naturale (\$)	2,6	3,0	-70,3	-1,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

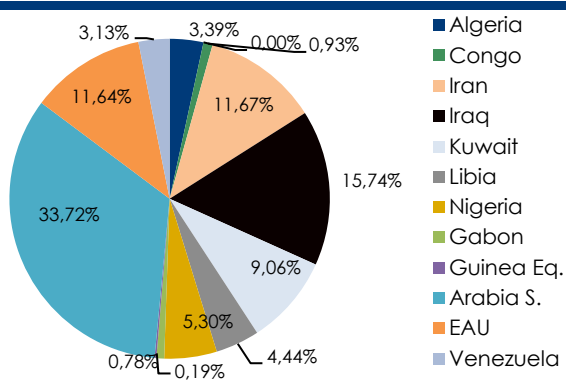
OPEC+: appare molto probabile un'estensione dell'attuale strategia di contenimento dell'offerta da parte dei produttori. I produttori riuniti sotto la sigla OPEC+ si incontreranno virtualmente il 2 giugno per decidere se prorogare la strategia di contenimento della produzione di greggio. In precedenza, si era stabilito che la riunione dovesse aver luogo in presenza, a Vienna, il 1° giugno ma successivamente è circolata l'ipotesi di un meeting virtuale, come poi ha confermato il segretariato dell'OPEC, con l'accordo degli altri partecipanti. Anche questa decisione è stata

vagliata dagli analisti e può essere interpretata come un segnale di accordo fra i soggetti che intendono proseguire coi tagli senza che siano necessari colloqui formali fra i leader delle singole nazioni. A questa possibile motivazione strategica se ne aggiunge anche un'altra. La richiesta di incontro virtuale arriverebbe anche dall'Arabia Saudita; preoccupano infatti le condizioni di salute del re Salman Bin Abdulaziz, per cui il principe ereditario Mohammed Bin Salman avrebbe espresso la volontà di restare vicino al padre. L'incontro avrà tre temi principali all'ordine del giorno: i livelli di produzione per il resto del 2024, la prosecuzione dei tagli volontari e i livelli produttivi per il 2025. Per quanto riguarda il possibile esito, c'è ampio consenso sul fatto che le riduzioni strutturali delle produzioni e quelle volontarie vengano prorogate come minimo per un altro trimestre, se non addirittura per la restante parte dell'anno. Una distinzione legata proprio alla volontarietà dei tagli che lascia aperta l'ipotesi che i paesi possano decidere di mantenere l'attuale schema solo per il prossimo trimestre, riservandosi poi di estenderlo fino al termine del 2024. Sottotraccia, resta vivo il tema delle quote produttive assegnate ai singoli membri. Un dettaglio non banale perché è sulla base di quel valore che si calcolano, a loro volta, le dimensioni dei tagli produttivi da implementare. Il Kazakistan vorrebbe essere autorizzato ad aumentare la sua produzione di greggio nel 2025, anche se una richiesta formale non è stata presentata. Nel giugno 2023, l'OPEC+ aveva rivisto al rialzo la quota degli Emirati Arabi Uniti a 3,219 milioni di barili al giorno per il 2024, proprio per venire incontro alle richieste del paese. Di contro, a gennaio l'Angola ha lasciato l'OPEC+ poiché gli è stata respinta la medesima richiesta, potendo così espandere liberamente la propria produzione. La Russia si presenterà al meeting con un piano di rientro nella quota assegnata, motivando l'eccesso produttivo registrato in aprile con ragioni tecniche e impegnandosi a compensare nei prossimi mesi le esportazioni oltre il livello assegnatole. Un segnale distensivo che annulla qualsiasi ipotesi di disaccordo con l'alleato saudita. Dando uno sguardo oltre la riunione, è evidente che Russia e Arabia Saudita hanno tutto l'interesse a mantenere alto il prezzo del greggio. In particolare, la strategia saudita di farsi carico della gran parte dei tagli volontari resta una mossa vincente e fondamentale per tenere compatto il gruppo dei produttori arabi, evitando turbolenze e dissensi. Diventa però fondamentale l'equilibrio fra contrazione dell'offerta, stime sui consumi ed eccessivo rialzo delle quotazioni petrolifere. I prezzi elevati potrebbero incoraggiare ulteriormente i produttori non-OPEC+ (abituamente con costi di estrazione e trasporto superiori), come gli Stati Uniti, ad aumentare la loro produzione e commercializzazione di petrolio, col rischio di erodere ulteriori quote di mercato ai membri dell'OPEC+. Per tale motivo, una riconferma dell'attuale strategia per un trimestre o per tutta la restante parte dell'anno porta a una stima dei prezzi petroliferi che oscilla in un intervallo medio fra i 75 e i 85 dollari al barile, come valore di sintesi generalizzato per entrambi i contratti WTI e Brent.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di maggio, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), conferma tutte le indicazioni di aprile e prevede che la domanda mondiale salga a 104,5 mb/g nel 2024 (+2,2 mb/g a/a, invariato da aprile) e al massimo storico di 106,3 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da aprile). L'offerta non-DoC (la Declaration of Cooperation, DoC, è l'insieme dei produttori OPEC più altri produttori esterni al Cartello ma strategicamente alleati dell'OPEC) dovrebbe attestarsi a 53,0 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a) e a 54,1 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a). Si stima che il "call on DoC", ovvero la quantità di greggio che i produttori e i loro alleati dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, cresca da 43,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a) a 44,0 mb/g nel 2025 (+0,8 mb/g a/a). Infine, ad aprile 2024 le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono aumentate di circa 20 milioni di barili, attestandosi a 2.793 milioni di barili da 2.773 milioni, corrispondenti a 60,8 giorni di copertura dei consumi. L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di maggio (**OMR**), stima che la domanda globale possa crescere di circa 1,1 milioni di barili al giorno (da circa +1,2 mb/g stimati ad aprile), per un consumo complessivo sostanzialmente invariato di 103,2 milioni giornalieri. Per il 2025 si stima un aumento di 1,1 mb/g (invariato da aprile) per un consumo complessivo di 104,3 milioni giornalieri. Secondo l'IEA, la domanda globale di greggio supererà i 105 milioni di barili al giorno già nella seconda metà del 2025. Si stima che la "call on OPEC"

scenda a 26,9 mb/g nel 2024, in ribasso dal dato rivisto di aprile di 27,4 mb/g, e salga a 26,9 mb/g nel 2025 (-0,1 mb/g dai 26,8 mb/g stimati ad aprile). L'offerta non-OPEC dovrebbe attestarsi, secondo l'IEA, a una media di circa 70 mb/g nel 2024 e di circa 72 mb/g nel 2025. Infine, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di maggio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stato tratteggiato uno scenario di sostanziale equilibrio per il mercato petrolifero nel corso del 2024. Il consumo mondiale crescerà marginalmente meno delle previsioni (+920.000 barili al giorno, contro i precedenti +950.000) attestandosi a 102,84 milioni di barili giornalieri e la produzione dovrebbe espandersi più rapidamente rispetto alle stime precedenti (specie da parte dei produttori non-OPEC), smussando le tensioni sul comparto. L'agenzia ha aumentato le previsioni di produzione da regioni al di fuori dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio, abbassando allo stesso tempo le aspettative di domanda dalle economie sviluppate.

Produzione membri OPEC (%)



Nota: l'Angola, pur formalmente presente, ha una quota produttiva dello 0%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.04.2024

Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori

Paese	Media 2000-20	2021	2022	2023	Stime	
					2024	2025
Algeria	101,1	111,4	109,8	93,8	125,7	119,4
Azerbaijan	52,6	57,5	67,3	76,4	88,2	89,3
Bahrain	85	131,6	131,8	138,4	125,7	127,8
Iran	92,4	118,8	131,4	105,1	121,0	123,9
Iraq	70,9	54,2	68,5	80,4	93,8	90,0
Kazakistan	-	183,5	95,3	109,3	123,5	109,3
Kuwait	59,6	87,6	81,5	81,0	83,5	78,3
Libia	75	52,2	64,4	65,9	66,0	63,7
Oman	70,1	76,7	55,4	57,2	58,1	53,9
Qatar	45,3	47,7	46,3	46,5	43,1	40,4
Arabia Saudita	80	83,6	88,1	93,3	96,2	84,7
Turkmenistan	37,9	28,9	31,5	34,2	35,8	37,1
Emirati Arabi Uniti	50	53,0	46,6	51,6	56,7	54,3

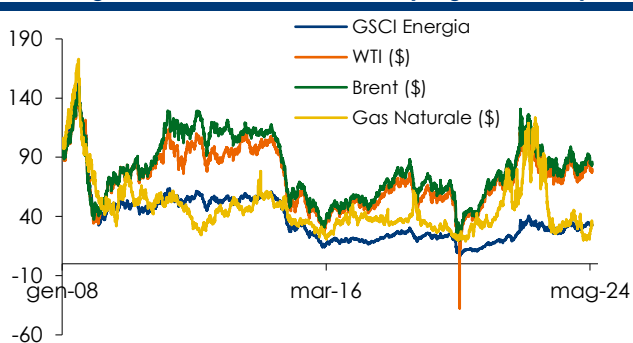
Fonte: FMI Outlook, aprile 2024, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gas: le manutenzioni in Norvegia e la diatriba fra Austria e Gazprom premono sui prezzi del gas e confermano la nostra previsione di un fisiologico storno, dopo il ripristino delle scorte.

Il sistema energetico europeo è rimasto stabile anche nelle ultime settimane ma ha registrato una certa tensione sul prezzo del gas dovuta al prolungamento delle manutenzioni in Norvegia e alla diatriba fra Austria e Gazprom. Un quadro che ha confermato come invece le tensioni geopolitiche in Medio Oriente abbiano un peso molto relativo; l'Europa non si approvvigiona infatti da quell'area, il cui export di GNL (metano liquefatto) è diretto soprattutto in Asia, anche se permane il rischio che un'escalation più ampia (la cui probabilità per ora appare bassa) possa avere ripercussioni su tutto il sistema. L'attuale surriscaldamento, in particolare dei contratti derivati sul gas TTF (ma anche di quello inglese), è dovuta principalmente a due fattori specifici. Le manutenzioni stagionali degli impianti di estrazione e trasporto del gas in Norvegia si stanno prolungando oltre le attese con riflessi negativi sui prezzi. Preoccupa l'incertezza sul termine di questi interventi: il campo di estrazione Troll e l'impianto di lavorazione di Kollsnes potrebbero tornare completamente operativi solo alla fine di maggio, mentre i flussi torneranno normali solo nei primi giorni di giugno, se gli impianti supereranno i test di efficienza. Il sito estrattivo Troll è il giacimento di gas più grande della Norvegia e ha una capacità di 133 milioni di metri cubi (mcm) al giorno, mentre la chiusura dell'impianto di pompaggio di Kollsnes rimuove dall'offerta norvegese circa 158 mcm/giorno (dati Gassco - l'ente norvegese che gestisce i gasdotti nazionali). La media del gas trasportato verso l'Europa, nelle ultime settimane, è stata di 170 milioni di metri cubi al giorno, un livello mediamente più basso di 80-90 milioni al giorno rispetto al normale. L'altro tema di tensione è la diatriba fra OMV (l'operatore energetico austriaco) e Gazprom per il passaggio del metano nel gasdotto sul suolo austriaco. L'applicazione di alcune decisioni legali circa le modalità di pagamento delle forniture di prodotto non direttamente a Gazprom rischierebbe di interrompere le forniture attraverso l'unico gasdotto ancora attivo, che

trasporta metano russo in Europa, dopo lo scoppio del conflitto fra Russia e Ucraina. L'hub austriaco di Baumgarten, vicino al confine con la Slovacchia, riceve il gas russo attraverso l'Ucraina, insieme alle spedizioni dalla Norvegia e da altri paesi. L'Austria può poi distribuire gas alla Repubblica Ceca, all'Italia e all'Europa sud-orientale, e rimane un punto vitale dopo che i gasdotti del Mar Baltico (Nord Stream 1 e 2) hanno cessato di funzionare, e poiché i volumi attraverso lo Yamal (dalla Russia attraverso la Polonia e altri paesi) sono bassissimi e spesso sospesi. La stagione invernale si è conclusa con scorte di gas sopra la media, ma ovviamente è in corso l'abituale rifornimento dei depositi in vista dell'estate (generazione di elettricità e picco dei consumi per il condizionamento degli ambienti), generando altra pressione sui prezzi. Restiamo dell'idea che le quotazioni del gas europeo possano restare poco sotto gli attuali livelli nel breve, per poi risalire e consolidare a fine anno, in coincidenza dell'inizio della stagione invernale.

GSCI Energia vs. WTI, Brent e Gas Naturale (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.05.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	661,9	4,4	7,9	18,2	14,3
WTI (\$)	79,8	2,0	2,5	9,9	11,4
Brent (\$)	84,2	0,7	1,3	9,3	9,3
Gas Naturale (\$)	2,6	39,2	-7,6	18,8	3,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: la tensione sul mercato petrolifero permane ma senza nuovi eccessi, in attesa dell'esito dell'OPEC+ del 2 giugno.

I prezzi petroliferi resteranno sui livelli medio alti visti negli ultimi mesi, probabilmente senza registrare nuovi massimi annuali, in attesa della riconferma dei tagli produttivi che l'OPEC+ verosimilmente estenderà (completamente o parzialmente) fino alla fine dell'anno. Per questa ragione, manteniamo il nostro outlook Neutrale, pur sottolineando come, nel breve, i rischi siano più rivolti verso l'alto per le quotazioni petrolifere, dato che la strategia di contenimento dell'offerta verrà mantenuta. Il mercato sembra aver metabolizzato i disagi sui trasporti, con conseguenze minime sulle forniture del gas naturale liquefatto dal Mar Rosso. A pesare sul gas sono il consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico e la diatriba europea con Gazprom, che mette a rischio l'unica fornitura rimasta via gasdotto attraverso Austria e Italia, piuttosto che le oggettive difficoltà che potrebbero verificarsi nello Stretto di Hormuz. Immutato anche il clima di tensione e incertezza che grava su petrolio e metano dovuto al protrarsi della crisi in Medio Oriente, che non accenna a diminuire, indipendentemente dalle reali conseguenze negative sulle materie prime. Ancora una volta, il complesso quadro attuale rischia tendenzialmente di favorire un rincaro dei costi energetici nel breve più che contenerli.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	28.05.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	79,8	81,0	80,7	78,9	79,5	76,0
Brent (\$)	84,2	85,0	84,8	85,0	84,0	80,0
Gas Naturale (\$)	2,6	2,1	2,5	3,0	2,4	3,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

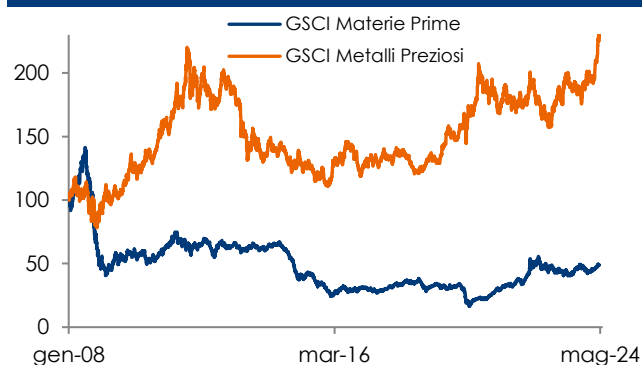
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	28.05.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	79,8	81,0	78,0	76,0	78,0	75,5
Brent (\$)	84,2	84,0	81,0	80,0	81,7	78,0
Gas Naturale (\$)	2,6	2,0	2,8	3,2	2,5	3,5
ITF (€/MWh)	33,5	28,2	26,0	34,0	29,0	28,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: tornano a salire sostenuti dall'avversione al rischio

I Preziosi tornano a salire dopo i ribassi di inizio mese: geopolitica e future mosse delle banche centrali restano al centro del quadro. I Preziosi hanno frenato la loro discesa, in atto da inizio mese, e sono tornati a salire, sostenuti da una combinazione di preoccupazioni di mercato e timori geopolitici che ha portato gli investitori a cercare rifugio negli asset più difensivi. Una nuova serie di tensioni geopolitiche ha riaccessato l'interesse degli investitori per i beni rifugio; le estese manovre militari della Cina intorno a Taiwan, unite alla decisione di alcuni paesi europei di riconoscere lo stato indipendente della Palestina, hanno amplificato il nervosismo sui mercati e alimentato l'avversione al rischio. A questo si è sommata la rimodulazione delle attese sulle future mosse delle banche centrali, in vista della tornata di riunioni in calendario a giugno. Appare evidente come sia tramontata l'ipotesi di una generale riduzione del costo del denaro, nelle principali aree economiche e, al contrario, siano aumentate le possibili divergenze. La distanza fra Fed e BCE è ormai acclarata: in attesa della pubblicazione del Beige Book, documento preparato per il FOMC dell'11-12 giugno, si consolidano le aspettative che il primo calo del costo del denaro, negli USA, si sia ormai spostato verso la parte finale dell'anno. Al contrario, in vista della riunione BCE del 6 giugno si rafforza la convinzione nel mercato che proprio in quella occasione verranno abbassati i tassi europei, nonostante i segnali di tenuta dell'economia espressi recentemente, che invece rendono meno certe le future mosse in Europa. La situazione appena descritta non ha però portato a un nuovo movimento di apprezzamento del dollaro, consentendo così ai Preziosi di intercettare l'interesse degli investitori. Inoltre, i recenti segnali sul fronte della dinamica dei prezzi non paiono rassicurare totalmente: la sensazione è che l'inflazione, pur restando lontana dai massimi, non sia del tutto domata e possa rimanere più alta di quanto atteso. Una prospettiva che alimenta la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto. Per concludere, con il mantenimento di un clima di generale incertezza economica e politica, la tensione sul comparto resterà comunque alta. Sono immutate invece le nostre previsioni di prudente ottimismo per i Preziosi con usi più industriali: il rialzo dei prezzi è trainato, in questa fase, più dal sentiment positivo prevalente per il comparto che dai fondamentali derivanti dall'impiego di questi materiali. Pur restando valida la prospettiva di un'insufficiente disponibilità futura dei metalli preziosi coinvolti nella transizione energetica, non mancano i dubbi. Il rallentamento della domanda di auto elettriche e, più in generale, la frenata di tutto il processo di cambiamento del sistema energetico non migliorano le prospettive su questi metalli.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.05.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.786,0	13,1	-7,9	50,3
GSCI Met. preziosi	2.681,3	15,7	28,0	77,8
Oro (\$)	2.356,7	13,7	27,1	83,8
Argento (\$)	32,0	32,7	44,7	121,5
Platino (\$)	1.061,9	7,1	10,8	33,7
Palladio (\$)	976,7	-11,2	-52,8	-27,7

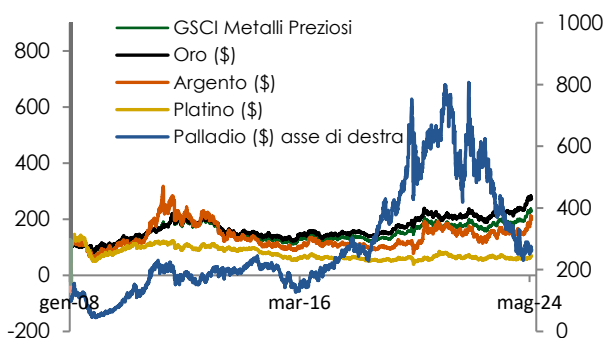
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tornano a salire i Preziosi grazie all'avversione al rischio sui mercati e ai dubbi sull'attesa svolta espansiva delle principali banche centrali. Il nuovo movimento di rialzo delle quotazioni dei metalli preziosi, dopo lo storno di qualche settimana fa, è dovuto principalmente alla situazione geopolitica e alle incertezze legate al primo taglio dei tassi di interesse di riferimento. Le costanti tensioni geopolitiche, che sembrano aggravarsi invece di risolversi, restano il principale elemento che continuerà a sostenere i Preziosi. Le banche centrali mondiali proseguono il loro accumulo di oro come riserva, come confermano i dati del World Gold Council. Il motivo di questa corsa

al metallo giallo non è solo la diversificazione delle proprie attività in bilancio ma anche la volontà di ridurre il peso della valuta americana all'interno del paniere di riserve in valuta estera, che storicamente è sempre stata detenuta come liquidità dagli istituti centrali.

L'oro ha stornato a inizio mese, allontanandosi dai massimi, ma le recenti tensioni internazionali e i dubbi sulla svolta espansiva delle principali banche centrali (in primis la Fed) hanno interrotto la discesa e avviato un nuovo rialzo delle quotazioni. Il movimento rialzista di questo fine maggio ha riportato il metallo giallo vicino ai recenti massimi storici (intorno ai 2.440 dollari l'oncia), confermando il suo ruolo di bene rifugio per gli investitori più avversi al rischio, che lo hanno preferito al dollaro USA, vista la fase di consolidamento del biglietto verde. La domanda di oro è prevista rafforzarsi nuovamente quando i tagli ai tassi verranno effettivamente implementati; proprio questa incertezza e il continuo rinvio hanno finito per premere nuovamente al rialzo sulle quotazioni. Anche la dinamica dell'argento ha seguito quella del metallo giallo, rafforzando l'abituale correlazione fra i due metalli, e la performance del primo ha persino superato quella dell'oro da inizio anno. In questa fase di incertezza – in particolare sulle future mosse della Fed ma, più in generale, anche sulle politiche monetarie di tutte le altre principali aree economiche – anche l'argento ha marginalmente intercettato l'avversione al rischio degli investitori. Tornano a divergere le performance di platino e palladio da inizio anno, in un contesto comunque di rallentamento macroeconomico meno profondo di quanto ci si aspettava ma che ha comunque inciso negativamente sui risultati del comparto automobilistico, il settore che registra il maggior impiego industriale di questi metalli. Nel breve, manteniamo una visione sostanzialmente neutrale per entrambi; nel medio-lungo termine le norme antinquinamento che forzeranno il ricambio del parco auto, premeranno al rialzo su entrambi i metalli, ma solo a partire dal 2025, col palladio destinato ad essere l'elemento penalizzato dal progressivo abbandono dei motori a gasolio, rispetto al platino, utilizzato invece nei veicoli a benzina o ibridi.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.05.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.681,3	17,2	15,9	22,1	15,7
Oro (\$)	2.356,7	15,2	15,2	21,3	13,7
Argento (\$)	32,0	41,1	27,6	38,1	32,7
Platino (\$)	1.061,9	20,5	13,5	3,0	7,1
Palladio (\$)	976,7	3,7	-5,5	-31,3	-11,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: l'accelerazione dei Preziosi è tornata forte, complice il clima di grande incertezza. Dopo la pausa nella corsa rialzista di tutto il comparto e dell'oro, in particolare, torna a salire la pressione sui prezzi. In un contesto di forte incertezza e volatilità, gli investitori tornano verso gli asset difensivi, alimentando un movimento di recupero ma caratterizzato da forti oscillazioni in un ampio trading range. Oro e argento appaiono, in questa fase, ancora più strettamente correlati, esprimendo una nuova accelerazione della dinamica dei prezzi. Nei prossimi trimestri, l'oro potrebbe muoversi in un vasto intervallo di scambio, tra i 2.000 e i 2.450 dollari l'oncia, in un contesto di forte volatilità. Quello che potrebbe accadere è quindi un robusto consolidamento, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza sui tassi di interesse e da uno scenario geopolitico che non sembra migliorare, continuando a fornire supporto a tutti i beni rifugio.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.356,7	2.200,0	2.200,0	2.315,0	2.160,0	2.184,0
Argento (\$)	32,0	26,0	26,0	27,0	25,4	27,4
Platino (\$)	1.061,9	950,0	1.000,0	1.050,0	984,6	1.150,0
Palladio (\$)	976,7	1.075,0	1.050,0	1.060,0	1.070,1	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.356,7	2.375	2.500	2.370	2.330	2.450
Argento (\$)	32,0	28,0	30,0	28,5	27,5	29,8
Platino (\$)	1.061,9	950	1.000	1.050	978	1.175
Palladio (\$)	976,7	1.000	1.000	1.050	1.008	1.175

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: preoccupa la dimensione della domanda cinese

Resta complicato lo scenario sui metalli: se il rallentamento economico appare minore del previsto e le aspettative sui tassi si sono stabilizzate, è ancora la domanda proveniente dalla Cina a preoccupare. Prosegue il rialzo di tutti i metalli ma lo scenario di fondo resta complicato.

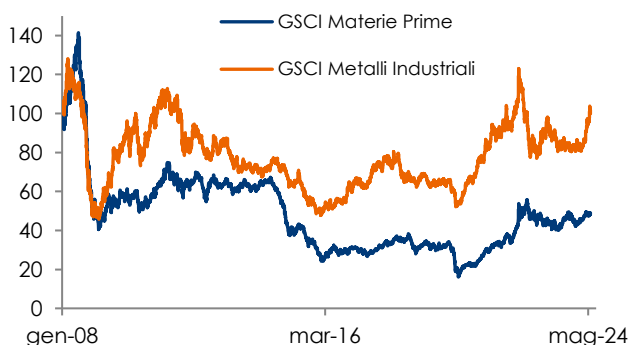
L'interesse per i metalli industriali si è intensificato per diverse ragioni. Gli investitori hanno rimodulato le loro aspettative sui tassi di interesse, destinati a restare alti e più a lungo di quanto atteso in precedenza, ma hanno anche metabolizzato che le conseguenze di questa situazione finiranno per colpire la crescita economica globale in maniera inferiore a quanto temuto, e questo li ha rassicurati. L'esempio più evidente è rappresentato dagli Stati Uniti, dove, a fronte delle titubanze della Fed nel tagliare i tassi (ore le aspettative di mercato indicano a mala pena due tagli nella parte finale dell'anno), l'economia resta forte e il mercato del lavoro robusto. Proprio a seguito di questa situazione, le attese per l'inflazione a livello globale restano sostenute, con gli investitori che hanno iniziato a guardare sempre con maggior interesse alle materie prime industriali come copertura dagli effetti negativi del rincaro dei prezzi. Infine, a livello strettamente industriale, il forte calo delle estrazioni minerarie ha limitato le forniture, generando uno squilibrio nel mercato che ha spinto al rialzo i prezzi. La riduzione dell'offerta ha creato due ulteriori conseguenze. La prima è la contrazione dell'attività del comparto siderurgico in Cina, una scelta industriale dettata dalla volontà di evitare di restare senza materia prima durante le fasi produttive, col risultato di far calare anche l'offerta di semilavorati e laminati sul mercato globale, aggiungendo ulteriore pressione. La seconda, più sfumata, è una maggior attenzione per gli approvvigionamenti, che però si è tradotta quasi esclusivamente nel consolidamento della domanda dalla Cina (i timori erano invece di un calo delle richieste, vista la scelta del paese di rallentare le lavorazioni siderurgiche), un elemento che ha contribuito a mantenere alti i prezzi dei metalli grezzi. La svolta espansiva sui tassi e l'atteso calo del costo del denaro nelle aree economiche più sviluppate restano previste per quest'anno ma con tempistiche decisamente più rallentate. Finanziamenti onerosi, scarsi investimenti e dubbi sul ciclo economico cinese sono tutti elementi che possono avere effetti contrastanti sul mercato fisico dei metalli, che da un lato vede la costante erosione delle riserve, ma dall'altro spinge le imprese ad evitare di rifornirsi sul mercato, specie ora che i costi stanno lievitando. Un quadro complicato che non cessa di destare allarme anche nel medio-lungo termine. La strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) resta il fattore alla base del nostro scenario di prudente ottimismo sui prezzi del comparto. Il deficit di offerta continua ad aumentare e rischia seriamente di diventare imponente, esercitando una fortissima pressione rialzista sui prezzi, specie quando la richiesta di metalli e manufatti siderurgici tornerà a crescere, spinta dalla transizione energetica, con conseguenze pericolose anche sull'inflazione.

Cina: permangono le incognite sulla crescita economica nonostante il buon dato del PIL relativo al 1° trimestre. Resta una certa cautela nella valutazione della forza dell'economia cinese e della domanda di materie prime che il paese potrà esprimere nella seconda parte del 2024. Il PIL cinese è cresciuto nel 1° trimestre più delle attese, benché alcuni dati continuino a mostrare come la domanda interna resti debole. Nel periodo gennaio-marzo il PIL è salito dell'1,6%

congiunturale e del 5,3% a/a, in linea con le attese del Governo che punta a chiudere l'anno con una crescita intorno al 5%. La produzione industriale ha superato le previsioni ad aprile, grazie al miglioramento della domanda estera. La produzione è cresciuta del 6,7% a/a, accelerando rispetto al 4,5% registrato a marzo e contro un consenso a +5,5%. Le vendite al dettaglio di aprile, un classico indicatore dei consumi domestici, sono aumentate solo del 2,3%, l'incremento minore dal dicembre 2022, dopo il +3,1% di marzo e ben al di sotto del +3,8% previsto dal mercato. Il settore immobiliare è rimasto un freno per l'economia e continua a esercitare una costante pressione su Pechino affinché faccia di più per sostenere la crescita. Il Governo cinese ha presentato un pacchetto di misure atte a stabilizzare il settore immobiliare in crisi, con la banca centrale (PBoC) che ha alleggerito le norme sui mutui, oltre a stanziare 1.000 miliardi di yuan (138 miliardi di dollari) di ulteriori finanziamenti. Un altro elemento di preoccupazione arriva dalle dinamiche legate al consumo di energia, un parametro che immediatamente può dare la misura della forza di un ciclo economico. I dati cinesi sull'import di petrolio grezzo rafforzano la

senso che il contenimento dei prezzi in atto stia favorendo il conveniente accumulo di scorte in Cina, vista l'ampia capacità di stoccaggio. Di contro, a valle del processo, i dati sulle percentuali di prodotto raffinato evidenziano volumi inferiori alla media per un duplice motivo: le manutenzioni stagionali nelle raffinerie e un oggettivo calo dei consumi alla pompa. Un quadro che si completa osservando la dinamica dei prezzi. L'inflazione, ad aprile, ha leggermente accelerato, segnalando una leggera ripresa della domanda interna, anche se permane la divergenza fra la crescita dei prezzi al consumo (CPI) e il calo dei prezzi alla produzione (PPI), che continuano a segnalare una generale debolezza dell'economia cinese, ancora una volta gravata dalle sofferenze del settore immobiliare. Il CPI di aprile ha registrato un incremento di +0,3% a/a, rispetto al +0,1% di marzo, e di +0,1% m/m dopo il -1,0% m/m di marzo. L'inflazione core, che esclude i prezzi dei prodotti alimentari e dei carburanti, è cresciuta dello 0,7% m/m ad aprile, una marginale accelerazione rispetto al +0,6% m/m di marzo. L'indice PPI continua a diminuire, -2,5% a/a ad aprile, un dato in parziale rallentamento (ma sempre negativo) rispetto al -2,8% a/a registrato il mese scorso, ma che ha esteso la serie negativa in atto da oltre un anno e mezzo. In conclusione, benché la banca centrale cinese (PBoC) continui ad affermare che renderà la politica monetaria il più flessibile, precisa ed efficace possibile, con l'obiettivo di promuovere un moderato recupero dei prezzi al consumo e consolidare la ripresa economica, pensiamo che il raggiungimento del target di crescita del 5% quest'anno non sia affatto assicurato senza un'efficace politica di sostegno del Governo.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.05.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.786,0	13,1	-7,9	50,3
GSCI Industriali	1.900,4	18,7	1,9	60,8
Rame (\$)	10.501,5	22,7	11,0	78,5
Alluminio (\$)	2.729,5	14,5	-4,9	52,1
Zinco (\$)	3.038,3	15,1	-21,4	11,6
Nickel (\$)	20.467,0	23,3	-27,6	69,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: l'allarme sul deficit di offerta resta alto, alimentando il rincaro. La performance del rame è salita ancora da inizio anno, spinta dai medesimi fattori: la riduzione dell'offerta siderurgica cinese e i timori di un maggior deficit minerario, vista la minor disponibilità di metallo grezzo e concentrati. Di conseguenza, anche i minimi segnali di ripresa economica, in un mercato che registra scorte inferiori di circa il 40% rispetto alla media quinquennale, rischiano di creare volatilità e strappi al rialzo dei prezzi. Il mercato si attende che la domanda di rame espressa dalla Cina rimarrà sostanzialmente invariata nel 2024, con una crescita percentuale a una sola cifra rispetto ai livelli del 2023, nonostante il rinnovato sostegno al settore immobiliare da parte del Governo e della banca centrale e il rialzo dei prezzi globali recentemente verificatosi. La sensazione è, ancora una volta, di una probabile sovrastima della reale efficacia delle misure governative nello stimolare la domanda. L'aumento dei prezzi del rame grezzo e dei concentrati, nel periodo aprile-maggio, ha provocato un calo di circa il 14% della capacità operativa di fusione del comparto siderurgico cinese rispetto al medesimo periodo dello scorso anno. Gli ordini a valle della filiera sono diminuiti, alimentando il fermo delle produzioni che, a sua volta, ha spinto le aziende a preferire il maggior utilizzo di rame riciclato, minimizzando l'approvvigionamento sul mercato e smussando gli effetti dovuti al calo dell'offerta mineraria. Per questi motivi, pensiamo che nel breve possa avvenire uno storno dei prezzi, vista la corsa al rialzo, forse eccessiva, delle ultime settimane. Nel medio-lungo termine, l'atteso rialzo della domanda di rame per reti elettriche e trasporti rischia invece di trovare un mercato fisico con

scorte ai minimi storici, scarsa offerta e capacità mineraria ridotta, amplificando la pressione sui prezzi.

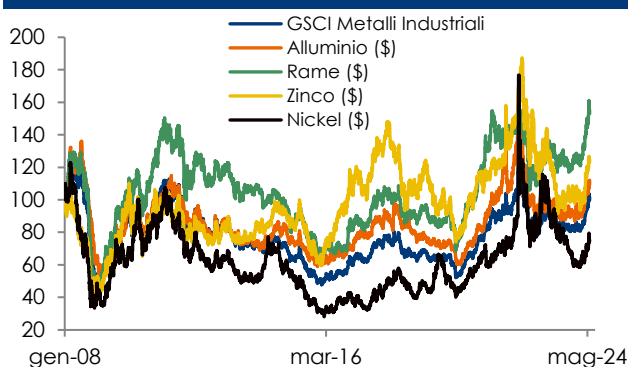
Alluminio: l'aumento delle scorte all'LME cambia gli equilibri del mercato fisico dell'alluminio. Se le scelte industriali della Cina, legate all'avvio delle nuove regole europee anti-inquinamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism), restano l'elemento strutturale alla base del comparto, l'improvviso aumento delle scorte all'LME di Londra, e i sospetti dietro a questo evento, hanno cambiato gli equilibri, di breve, sul mercato fisico dell'alluminio. Il London Metal Exchange ha modificato di recente le regole per il deposito presso i propri magazzini, adeguandosi alle sanzioni contro Mosca decise da Stati Uniti e Regno Unito. Le nove limitazioni sostanzialmente classificano l'alluminio russo in due categorie: materiale prodotto prima del 13 aprile e materiale prodotto dopo, quest'ultimo soggetto alle nuove sanzioni. Questa decisione ha però generato una serie di comportamenti opportunistici ed effetti collaterali negativi che hanno depresso i prezzi del metallo e complicano il quadro previsivo. I principali operatori, tra cui Glencore e Trafigura, hanno immediatamente ordinato materiale prodotto prima del 13 aprile che, sulla carta, avrebbe provenienza indiana, scaricandone una larga parte proprio all'LME. Le scorte consegnabili sono così quasi raddoppiate in un solo giorno, a 903.850 tonnellate (dalle precedenti 479.850), registrando il livello massimo dal gennaio 2022, prima che cominciasse il conflitto in Ucraina. La reazione sul mercato è stata di una forte contrazione del prezzo, ma questo non è un segnale di improvviso indebolimento della domanda, o di un repentino aumento della produzione, ma solo un effetto distorto della messa al bando del metallo russo. Il prezzo dell'alluminio è rimasto forte per gli ultimi due mesi, con un nuovo massimo annuale registrato il 22 maggio scorso, sopra area 2.700. Da quel momento è iniziato un movimento di forte volatilità legato proprio all'improvviso e sospetto aumento delle scorte, un fattore però che è ancora oggetto di analisi. Se venisse accertato che il materiale consegnato sia di provenienza vietata, la procedura prevederebbe la vendita a sconto rispetto a quello proveniente da altri paesi, tornando a ridurre la quantità reale delle riserve. Se invece non si arrivasse a un obiettivo accertamento della provenienza e il materiale depositato restasse classificato come "proveniente dall'India", allora l'eccesso di offerta teorica sarebbe reale e l'impatto sui prezzi depressivo.

Zinco: cambiano i fattori fondamentali da monitorare. L'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) prevede che la domanda globale di zinco raffinato aumenterà dell'1,8% raggiungendo 13,96 milioni di tonnellate nel 2024. Il mercato registrerà probabilmente un surplus di 56.000 tonnellate nel 2024, una stima decisamente inferiore alla precedente previsione di 367.000 tonnellate. I costi dello zinco, utilizzato per galvanizzare l'acciaio in particolare per il settore edilizio e automobilistico, sono aumentati del 5% quest'anno. Anche le stime sulla domanda proveniente dalla Cina, il più grande consumatore mondiale, sono in aumento dell'1,4% ma decisamente inferiori all'incremento registrato lo scorso anno: +7,1%. La produzione siderurgica globale registrerà un modesto aumento dello 0,6% a 14,01 milioni di tonnellate nel 2024, limitata dalla scarsa disponibilità di concentrati minerari. Nel suo report di ottobre, l'ILZSG prevedeva che la produzione di zinco salisse a 14,30 milioni di tonnellate, quest'anno. Il quadro sullo zinco sta mutando: se l'inizio dell'anno è stato caratterizzato dai problemi delle fonderie (vincoli ambientali, costi energetici, manutenzione), col comparto europeo penalizzato ancora dagli alti costi dell'energia, la seconda parte dell'anno ruoterà intorno al tema della contrazione dell'offerta mineraria (ILZSG stima che la produzione mineraria europea, dopo il calo del 6,2% nel 2023, possa scendere di un ulteriore 7,9% nel 2024). Il rincaro del metallo sembra rallentare rispetto al massimo annuale segnato il 21 maggio scorso; gli elementi di tensione sono stati metabolizzati dal mercato, e questo conferma il nostro scenario di possibile frenata della dinamica rialzista delle quotazioni.

Nickel: le tensioni geopolitiche hanno accentuato i rialzi, ampliando il rischio di un possibile storno delle quotazioni. Nonostante i prezzi del nickel abbiano corso moltissimo da inizio anno, le recenti pressioni dal lato dell'offerta, alimentate dalle tensioni in Nuova Caledonia, hanno

favorito un'ulteriore accelerazione dei prezzi. La dimensione e l'eccessiva velocità del rialzo rafforzano la nostra idea di fisiologico storno dei prezzi, nel breve, vista l'ampia divergenza fra i modesti fondamentali del comparto e la sproporzionata pressione rialzista generata da fattori esterni, ovvero la protesta antifrancese nella Nuova Caledonia, l'arcipelago di isole controllato dalla Francia che produce circa il 6-7% dell'offerta mineraria di nickel mondiale. Le tensioni in atto hanno favorito la speculazione finanziaria, che ha spinto al rialzo le quotazioni del metallo in un'ottica di calo della disponibilità di materia prima. In realtà, il mercato è caratterizzato da una situazione contraria di eccesso di offerta, dovuta all'enorme capacità produttiva dell'Indonesia, il paese che ha sostituito la Russia come primo produttore al mondo, sia di concentrati minerali che di semilavorati e laminati di nickel. A questa situazione si è aggiunto l'ennesimo allarme lanciato dalla IEA, l'Agenzia Internazionale dell'Energia, che ha ribadito i timori circa una scarsa offerta di metalli, tra cui il nickel, quando la forte domanda legata alla transizione energetica premerà sui mercati. L'IEA sottolinea come gli investimenti per l'estrazione e la lavorazione di materie prime indispensabili per la transizione siano cresciuti del 10% nel 2023 e le nuove esplorazioni siano in aumento del 15%. Questi dati in realtà sono in ribasso rispetto al 2022 e sono la diretta conseguenza di tassi di interesse molto alti, che frenano l'accesso al credito e i nuovi investimenti, a cui si somma il rallentamento economico che frena la domanda (anche di auto elettriche, pannelli solari, strutture per impianti eolici). Il tutto in un contesto in cui salgono i vincoli e le limitazioni ambientali e che scoraggia qualsiasi nuova iniziativa da parte dei principali operatori del settore. Questo quadro complicato vede, nel breve, un'eccessivo surriscaldamento dei prezzi, parzialmente ingiustificato e che pensiamo possa rientrare, portando a uno storno dei valori. Restano invece intatti i timori sul medio-lungo termine, quando è probabile che da uno stato di eccesso di offerta si passi a uno di deficit. Fino a che non si evidenzierà questa situazione, lasciamo immutate le previsioni di riequilibrio dei prezzi verso il basso.

GSCI Industriali vs. Rame, Alluminio, Zinco, Nickel (da 01.01 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.05.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.900,4	22,1	22,8	23,6	18,7
Rame (\$)	10.501,5	23,6	24,8	29,1	22,7
Alluminio (\$)	2.729,5	22,5	23,3	22,0	14,5
Zinco (\$)	3.038,3	28,2	19,8	30,4	15,1
Nickel (\$)	20.467,0	14,4	19,5	-3,3	23,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Negativo da Neutrale nel breve termine, confermiamo la previsione di probabile pressione rialzista nel lungo periodo.

Il rialzo sui Metalli appare anomalo e dettato esclusivamente da eventi geopolitici esterni alle reali dinamiche fondamentali del comparto. Questo ci spinge a una previsione di possibile storno fisiologico dei prezzi per la maggior parte dei metalli. Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine. Il rischio è che la tensione rialzista possa protrarsi ancora ma, allo stesso tempo, che il movimento di rincaro eccessivo a cui stiamo assistendo sia invece il preludio a un ritracciamento delle quotazioni, vista l'eterogeneità degli elementi che lo stanno alimentando. Le nuove tensioni geopolitiche si sommano a quelle già esistenti e aumentano l'incertezza di fondo sulle condizioni di approvvigionamento, rincarando i costi produttivi e alimentando la speculazione finanziaria. Non mutano invece le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale è ormai cronico nel comparto dei metalli (miniere, raffinazione, manifattura). La riduzione dell'offerta prosegue, al netto di fenomeni temporanei, e questa situazione finirà per scontrarsi col probabile rialzo atteso della domanda, generato dalla svolta ecologica, col rischio di acuire il deficit già

presente sul mercato fisico di molti metalli. Pensiamo che l'unico modo per modificare questa situazione sia uno strutturale rialzo dei prezzi (dettato però da fattori fondamentali e non da speculazioni temporanee) che stimoli la creazione di nuova offerta, possibilmente in un contesto di condizioni di accesso al credito più favorevoli, vista l'onerosità di questa tipologia di investimenti.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	28.05.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	10.501,5	9.000	9.000	9.190	8.990	9.400
Alluminio (\$)	2.729,5	2.300	2.350	2.438	2.335	2.475
Zinco (\$)	3.038,3	2.574	2.588	2.600	2.560	2.650
Nickel (\$)	20.467,0	17.000	17.063	17.175	17.250	17.637

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

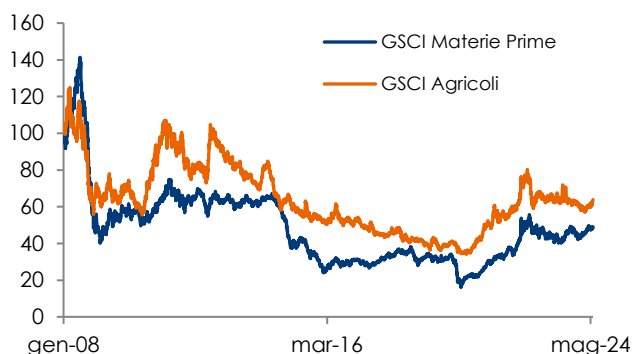
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	28.05.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	10.501,5	9.800	9.000	9.455	8.600	9.500
Alluminio (\$)	2.729,5	2.550	2.400	2.525	2.350	2.550
Zinco (\$)	3.038,3	2.800	2.575	2.710	2.640	2.815
Nickel (\$)	20.467,0	18.600	17.168	18.000	17.650	19.075

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: si riducono le performance ma rimangono le differenze

Diminuiscono le performance positive dei coloniali, da inizio anno, e questo riduce (ma senza annullarla) la divergenza di risultato fra le soft commodity (le più colpite dalle tensioni sui trasporti) e le granaglie (deboli da inizio anno). Sfumano le differenze di performance, da inizio anno, all'interno del comparto degli Agricoli ma non mutano gli elementi che lo tengono sotto pressione. Mais e soia riducono il negativo da inizio 2024 ma restano deboli, mentre consolida il recupero del frumento, investito da una serie di fattori che stanno sostenendo le quotazioni internazionali. Come ci aspettavamo, la persistenza delle tensioni in Medio Oriente continua ad essere al centro del quadro delle materie prime agro-alimentari, ma lo shock iniziale sulle quotazioni appare decisamente passato e gli effetti negativi iniziano fisiologicamente a scemare, riducendo la pressione rialzista su tutto il comparto e, in particolare, sulle soft commodity. Il mercato ha metabolizzato il rincaro dei noli marittimi per il trasporto di granaglie e delle derrate alimentari, anche se permangono volatilità e tensioni sui prezzi. Resta presente, ma appare più sfumata, anche la divergenza di impatto dei disagi nei trasporti navali che transitano nel basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb) sui prodotti agricoli coloniali in arrivo, nello specifico, dal Sud Est asiatico e diretti agli approdi del Mediterraneo, rispetto alle granaglie. Un quadro che di fatto è immutato nei suoi elementi ma che vede attenuarsi le conseguenze sui prezzi delle materie prime agricole. In conclusione, nel breve termine confermiamo come i rischi geopolitici, i timori per le sfavorevoli condizioni climatiche ma, soprattutto, la speculazione commerciale (il vero fattore di tensione per le quotazioni, che sfrutta i timori sull'incertezza delle forniture) mantengano alti i prezzi al dettaglio degli alimenti, più che il costo di origine o il prezzo dei contratti di fornitura. Nel medio-lungo termine, invece, al netto della aleatorietà delle pressioni geopolitiche, preoccupano il clima, il caldo torrido, le alluvioni e la siccità degli ultimi mesi (soprattutto nell'emisfero Sud, sede dei principali produttori agricoli globali), che rappresentano i veri elementi di squilibrio per il mercato alimentare mondiale, col rischio di possibili tensioni dettate dal rincaro dei prezzi degli alimenti.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.05.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.786,0	13,1	-7,9	50,3
GSCI Agricoli	543,9	6,0	-17,1	56,6
Mais (\$ cent)	462,5	-1,9	-40,5	10,4
Frumento (\$ cent.)	700,3	11,5	-39,5	42,8
Soia (\$ cent)	1.229,5	-4,9	-29,0	41,0
Cotone (\$ cent)	82,4	1,8	-40,9	19,4
Cacao	8.780,0	109,2	256,6	260,1
Zucchero	18,7	-9,0	-4,5	57,8
Caffè (arabica)	231,0	22,7	0,7	132,1
Caffè (robusta)	4.120,0	35,3	96,5	191,8

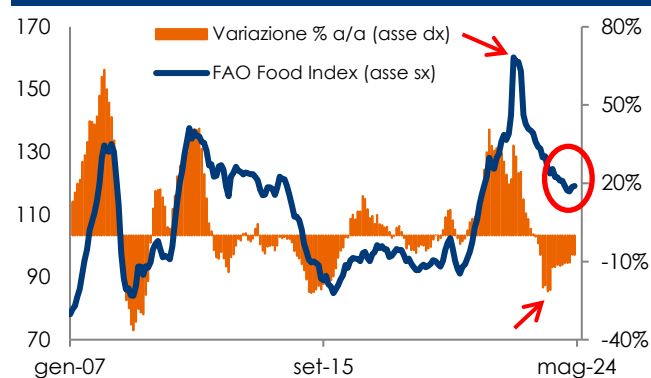
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi alimentari della FAO sale anche ad aprile. L'indice dei prezzi internazionali dei generi alimentari è salito dello 0,3% ad aprile, rispetto al livello (rivisto) dello scorso marzo, registrando una media di 119,1 punti (meno di un punto di rialzo dai 118,3 punti di marzo), ma restando sempre in calo del 9,6% rispetto al valore corrispondente di un anno fa. L'incremento delle quotazioni della carne e il rialzo contenuto degli oli vegetali e dei cereali hanno più che compensato il calo dei prezzi di zucchero e prodotti lattiero-caseari. L'indice FAO dei prezzi dei cereali è aumentato di quasi lo 0,3% rispetto a marzo, interrompendo la sequenza di ribassi che durava da tre mesi. La resa dei raccolti in alcune parti dell'Unione Europea, della Federazione Russa e degli Stati Uniti ha favorito una stabilizzazione, marginalmente verso l'alto, del prezzo dei cereali a livello globale. I prezzi del mais sono saliti a causa di un generale aumento della domanda globale, in un contesto di crescenti interruzioni logistiche dovute ai danni alle

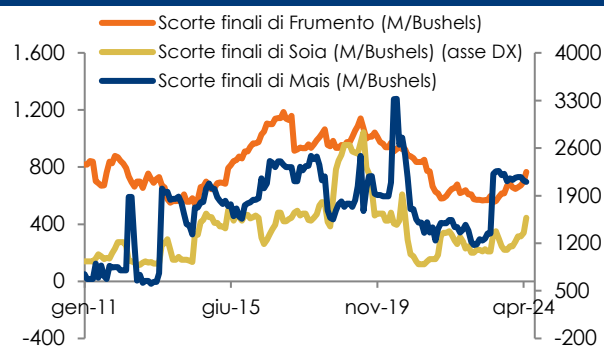
infrastrutture in Ucraina e di preoccupazioni per la dimensione del raccolto in Brasile. Il prezzo del riso è diminuito dell'1,8%, in gran parte a causa del calo delle quotazioni della qualità Indica, una varietà di riso "allungato" proveniente dal Sud Est asiatico. I prezzi degli oli vegetali sono aumentati dello 0,3% rispetto a marzo, raggiungendo il massimo a 13 mesi, col rialzo delle quotazioni dell'olio di girasole e di colza che ha più che compensato i prezzi leggermente più bassi degli oli di palma e di soia. L'indice dei prezzi della carne è aumentato dell'1,6% rispetto al mese precedente, spinto dal rincaro del pollame, della carne bovina e di quella ovina. Viceversa, i prezzi della carne suina sono diminuiti, riflettendo il calo della domanda interna in Europa occidentale e la persistente debolezza della domanda proveniente dalla Cina. Il prezzo dello zucchero è diminuito del 4,4% rispetto a marzo, attestandosi al 14,7% al di sotto del livello di aprile 2023. Il calo è dovuto principalmente al miglioramento delle prospettive di approvvigionamento globale, in particolare a causa della resa dei raccolti, superiore alle attese, in India e Thailandia e del miglioramento delle condizioni meteorologiche in Brasile. Infine, i prezzi dei prodotti lattiero-caseari sono diminuiti marginalmente, di circa lo 0,3%, dopo sei mesi consecutivi di aumento. Alla contrazione hanno contribuito il calo della domanda di latte scremato e in polvere e la contrazione dei prezzi mondiali del formaggio, anche a causa del rafforzamento del dollaro statunitense. I prezzi mondiali del burro, al contrario, sono aumentati, spinti dalla forte domanda globale.

FAO: marginale rialzo delle previsioni sulla produzione mondiale di cereali. Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda dei cereali, la FAO ha alzato le previsioni per la produzione mondiale di cereali nel 2023/24 a 2.846 milioni di tonnellate, con un aumento stimato dell'1,2% rispetto alla produzione della scorsa stagione. Le nuove previsioni riflettono principalmente le revisioni al rialzo sulla produzione di riso in Myanmar e Pakistan. L'utilizzo globale di cereali nel 2023/24 è stato marginalmente rialzato a 2.829 milioni di tonnellate (rispetto ai 2.828 milioni del mese scorso), riflettendo principalmente un maggior consumo di mais e orzo rispetto a quanto previsto in precedenza. Nel dettaglio, l'utilizzo globale del mais aumenterà dell'1,6% nel corso di quest'anno, quello del grano salirà dell'1,9%, mentre l'utilizzo totale del riso probabilmente calerà leggermente. Le scorte mondiali di cereali sono attese, al termine della stagione 2024, a 890 milioni di tonnellate, con un aumento del 2,1% dall'inizio di quest'anno, con un rapporto scorte/utilizzo di cereali atteso al 30,9%, in marginale calo dal 31,0% indicato lo scorso mese. La FAO ha rivisto le sue previsioni per la produzione globale di grano nel 2024, che si attesta ora a 791 milioni di tonnellate, meno di quanto previsto in precedenza (796 milioni il mese scorso) ma segnando comunque un aumento dello 0,5% rispetto al 2023. Con riferimento ai cereali secondari, la semina è iniziata nell'emisfero settentrionale, mentre i raccolti sono già iniziati in quello meridionale. La FAO segnala che le recenti condizioni meteorologiche avverse hanno frenato le stime sulla resa nei principali paesi produttori, in particolare Brasile e Sud Africa.

FAO Food Index da gennaio 2007



Scorte finali di cereali, stime WASDE

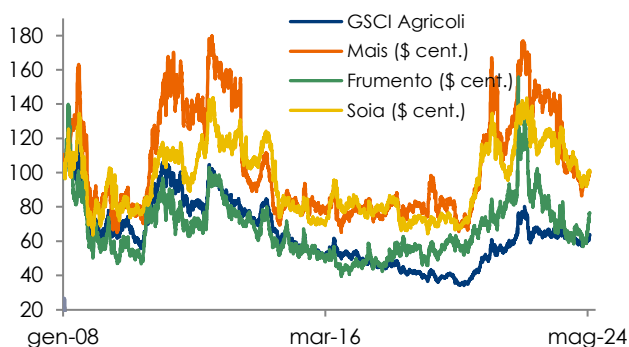


WASDE: il report di maggio segnala ancora pressione sul frumento e sul mais e poche novità sulla

soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la nuova stagione 2024/25, confermando una certa pressione sul frumento e sul mais e meno sulla soia. Secondo le nuove previsioni dell'USDA per la stagione 2024/25, la produzione globale di **mais** si attesterà a circa 1.220 milioni di tonnellate, un livello molto basso rispetto alla dimensione del raccolto della scorsa stagione. Le riduzioni maggiori sono concentrate negli Stati Uniti, in Ucraina, Zambia, Argentina, Malawi, Mozambico e Turchia. A compensare in parte queste perdite saranno i maggiori raccolti previsti per Brasile, UE, Cina, Sud Africa e Messico. Le stime indicano che in Argentina verrà messa a coltura (di mais) un'area inferiore rispetto alla scorsa stagione e questo dovrebbe determinare un calo della produzione di mais. Situazione opposta in Brasile, dove si prevede una produzione più elevata proprio come conseguenza di maggiori terreni coltivati a mais. Si prevede che la produzione ucraina diminuirà a causa della riduzione sia della superficie che della resa del raccolto. Le prospettive del raccolto di mais per la Russia sono in calo poiché la superficie più elevata messa a coltura verrà compensata da un calo della resa del prodotto. Si prevede che la produzione mondiale di orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale sarà superiore rispetto allo scorso anno. Il consumo mondiale aumenterà di meno dell'1% raggiungendo però la cifra record di 1.221 milioni di tonnellate, nonostante un calo delle importazioni mondiali di circa l'1%, a causa della minor domanda dalla UE, dal Canada, dall'Iraq e dal Venezuela, solo in parte compensata dagli aumenti di Messico, Arabia Saudita, Vietnam, Egitto e Iran. Le scorte finali di mais per il 2024/25 sono viste diminuire di 0,8 milioni di tonnellate a 312,3 milioni, sostanzialmente a causa del leggero calo che registreranno i principali paesi esportatori, come Argentina, Brasile, Russia, Ucraina e Stati Uniti. Le nuove previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2024/25 vedono un'offerta leggermente inferiore, un aumento dei consumi, un commercio leggermente più elevato e una riduzione delle scorte. La produzione mondiale è vista a 1.056,0 milioni quest'anno; le minori scorte per diversi paesi, in particolare Cina e Russia, hanno più che compensato la maggiore produzione globale. Si prevede che l'aumento della produzione per India, Cina, Australia, Kazakistan, Canada e Stati Uniti più che compenserà le riduzioni per Russia, Regno Unito, UE e Ucraina. Il consumo mondiale per il 2024/25 aumenterà di 2,0 milioni di tonnellate rispetto alla passata stagione, raggiungendo la cifra record di 802,4 milioni, a causa del maggior utilizzo alimentare, sementiero e industriale soprattutto in India, dove il Governo ha tentato di limitare l'inflazione delle derrate alimentari, mentre la Cina è il consumatore che più di tutti ha diminuito l'utilizzo zootecnico e residuale. Il commercio globale è stimato a 216,0 milioni di tonnellate, in aumento di 0,4 milioni rispetto allo scorso anno ma inferiore al record del 2022/23 di 220,7 milioni. La Russia rimarrà il principale esportatore mondiale di grano nel 2024/25 con 52,0 milioni di tonnellate, anche se in calo rispetto al 2023/24. Maggiori esportazioni sono previste per Australia, Argentina, Stati Uniti, Kazakistan e Canada, ma più basse per Ucraina, UE e Turchia. Le scorte finali mondiali previste per il 2024/25 sono in calo di 4,2 milioni di tonnellate e si attesteranno a 253,6 milioni di tonnellate, il valore più basso dal 2015/16. La Russia e l'UE accuseranno i maggiori cali, compensati però solo parzialmente dagli aumenti di Stati Uniti e India. Infine, sul mercato della **soia** le prospettive per il 2024/25 mostrano una maggiore produzione e macinazione, ed esportazioni e scorte finali più elevate rispetto alla stagione 2023/24. La produzione globale è vista in aumento di 28,9 milioni di tonnellate a 687,1 milioni, principalmente grazie alla maggiore produzione in arrivo dal Sud America, dagli Stati Uniti e dal Sud Africa. La produzione di soia brasiliana è prevista a 169,0 milioni di tonnellate, in aumento rispetto al raccolto del 2023/24 di 154,0 milioni, la cui dimensione è stata ridotta a causa delle inondazioni nel Rio Grande do Sul. Si prevede che la produzione di soia argentina sarà pari a 51,0 milioni di tonnellate per il 2024/25. La macinazione globale di semi oleosi nel 2024/25 è vista in crescita di 17,3 milioni di tonnellate dall'anno passato, per un totale di 560,8 milioni, con la maggior parte dell'aumento imputabile alle catene di trasformazione di Argentina, Cina, Pakistan e Stati Uniti. Le esportazioni per il 2024/25 sono attese in crescita del 4% a/a, principalmente grazie all'aumento delle consegne di soia da parte di Stati Uniti, Brasile, Argentina e Ucraina. Le

importazioni maggiori si registrano invece in Cina, Pakistan, Egitto, Messico, Iran e Vietnam. Le importazioni di soia della Cina sono in aumento di 4,0 milioni di tonnellate, raggiungendo i 109,0 milioni, agevolate dai prezzi bassi espressi dal mercato. Si prevede che le scorte finali della stagione 2024/25 possano salire di 16,7 milioni di tonnellate a 128,5 milioni, con la maggior parte dell'aumento in Brasile, Argentina, Stati Uniti e Cina.

GSCI Agricoli vs. Mais, Frumento e Soia (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.05.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	543,9	9,7	3,3	0,7	6,0
Mais (\$ cent.)	462,5	11,2	2,8	-23,4	-1,9
Frumento (\$ cent.)	700,3	21,3	25,9	13,7	11,5
Soia (\$ cent.)	1.229,5	9,0	-8,7	-8,1	-4,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Mod. Positivo: frenano i prezzi dei coloniali e recuperano le perdite le granaglie, una fase di riequilibrio dopo gli eccessi degli ultimi mesi.

Pur restando pressoché immutato il quadro di volatilità e incertezza legato alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, quello che appare evidente è che il mercato ha metabolizzato questa situazione, limitandone i contraccolpi negativi sul comparto agricolo. Le preoccupazioni sono le medesime, ma sembra sfumare la pressione sui prezzi delle principali soft commodity in arrivo dal Sud Est asiatico, così come appare minore l'impatto sull'export dei prodotti agro-alimentari finiti, o freschi, dall'Europa ai mercati asiatici. Il rincaro dei costi di trasporto e l'allungamento dei tempi di consegna restano, ma il sistema commerciale sembra aver reagito aumentando la propria efficienza. Il quadro di fondo non cambia mentre è decisamente calata la pressione sulle quotazioni nel breve termine, e questo ci spinge a una posizione più Neutrale. Resta evidente però che un ulteriore aumento delle tensioni in Medio Oriente rischierebbe di tornare a generare nuovi rincari per tutto il comparto agricolo e, in particolare, per le soft commodity. Non cambia il quadro previsivo di medio-lungo termine: gli effetti negativi del cambiamento climatico pongono a rischio le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti e alimentando ulteriori pressioni rialziste sui prezzi. Confermato il quadro sulle soft commodity: avevamo già rafforzato le nostre previsioni di assestamento dei prezzi nel breve termine, dinamica che si sta verificando e che pensiamo possa continuare, visti gli eccessi degli ultimi mesi, alimentati dalle difficoltà di trasporto nel Mar Rosso. Il livello raggiunto da molte di esse ci aveva già messo in allarme, consigliando prudenza, e lo storno fisiologico in atto ne è la conferma, a patto che le tensioni geopolitiche non aumentino ulteriormente, tornando ad aggravare lo scenario. Nel medio-lungo periodo restano invece le conseguenze del cambiamento climatico ad incidere sulla maggior parte dei coloniali, col rischio di alimentare altri rincari dei prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (cent. \$)	462,5	447,5	444,0	439,5	446,0	460,0
Frumento (cent. \$)	700,3	595,0	567,5	560,0	585,0	607,5
Soia (cent. \$)	1.229,5	1.200,0	1.220,0	1.197,5	1.240,0	1.240,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	462,5	440	448	458	445	465
Frumento (\$ cent.)	700,3	570	590	602	585	615
Soia (\$ cent.)	1.229,5	1.200	1.200	1.205	1.200	1.275

Fonte: Intesa Sanpaolo

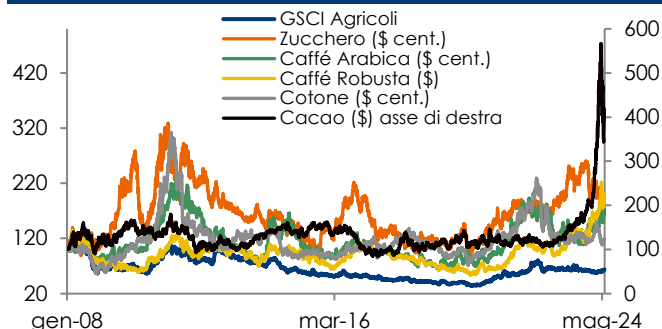
Soft commodity

Si riduce il rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity, le materie prime agricole maggiormente investite dagli effetti negativi della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso, che ha visto il calo dei transiti navali dei prodotti dal Sud Est Asiatico verso i porti del Mediterraneo. Nel medio-lungo termine ribadiamo come siano gli effetti negativi del cambiamento climatico il fattore di maggior rischio rialzista per le quotazioni dei coloniali.

Cotone: l'ICAC stima aumenti della superficie coltivata, della produzione, del consumo e del commercio di cotone per la stagione 2024/25. Nel suo recente report sul mercato del cotone l'ICAC, l'International Cotton Advisory Committee, prevede un aumento del 3% delle aree mondiali di coltura del cotone, per un totale di 32,85 milioni di ettari, con una produzione prevista in aumento di poco più del 2,5% a 25,22 milioni di tonnellate. Si prevede inoltre che il consumo aumenterà del 2,9% a 25,37 milioni di tonnellate e che il commercio globale crescerà di quasi il 4% per un ammontare di 9,94 milioni di tonnellate. Anche la Cotton Association of India (CAI) ha rivisto al rialzo le sue stime di produzione di cotone per la stagione in corso, 2023/24, a 309,70 balle, dalla precedente stima di 294,1 balle. Allo stesso modo, la Cotton Corporation of India (CCI) ha aumentato le stime di produzione per la stessa stagione a 323,11 balle, contro la stima precedente di 316,57 balle. Per la stagione 2024/25, il consumo indiano è visto crescere del 2%, mentre i dazi all'importazione sul cotone e sulla fibra extra-lunga (ELS) sono stati sospesi (erano stati introdotti prima delle elezioni) e questo dovrebbe portare a un aumento del 20% delle importazioni. In conclusione, il mercato del cotone appare caratterizzato da maggiori aspettative di offerta a fronte di un calo della domanda da parte del comparto tessile, a livello globale, confermando la nostra previsione di stabilizzazione dei prezzi.

Zucchero: consolidano i prezzi, pesano i dati arrivati dal Brasile. CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia brasiliana del Ministero dell'Agricoltura, ha diffuso nuove stime per la produzione di zucchero del Brasile nel 2024/25, vista salire del +1,3% a/a e raggiungere un nuovo record di 46,292 milioni di tonnellate, mentre la superficie coltivata crescerà del +4,1% a 8,7 milioni di ettari, nuovo massimo degli ultimi sette anni. Sempre la CONAB, in relazione però al precedente raccolto (2023/24) ha tagliato la stima della produzione di zucchero del -2,6% a 45,7 milioni di tonnellate, rispetto alla stima del precedente rapporto pubblicato a novembre che indicava 46,9 milioni di tonnellate. UNICA (Brazilian Sugarcane Industry and Bioenergy Association), l'associazione che raggruppa i rappresentanti dell'industria della lavorazione della canna da zucchero in Brasile, ha segnalato che la produzione di zucchero per la stagione 2024/25, nella sola prima metà di aprile (il nuovo raccolto è appena iniziato), sarebbe salita del 31,0% a/a. Inoltre, la percentuale di canna da zucchero frantumata per la raffinazione del dolcificante sarebbe cresciuta al 43,64% rispetto al 38,01% dello scorso anno, col conseguente aumento delle forniture di zucchero. L'indebolimento dei prezzi del greggio ha infatti ridotto i prezzi dell'etanolo, inducendo gli operatori del settore a destinare una maggiore quantità di canna alla produzione di zucchero invece che di biocarburante. Il quadro che emerge dai dati brasiliani appare depressivo per i prezzi dello zucchero, ma in realtà lo scenario è più complesso e potrebbe esserci ancora spazio per un marginale rialzo. Non a caso, il caldo record in Thailandia, registrato nell'ultimo mese, potrebbe danneggiare i raccolti di canna da zucchero del paese (terzo produttore globale dopo Brasile ed India). Infine, l'Indian Sugar and Bioenergy Manufacturers Association (ISMA) ha riferito che la produzione indiana di zucchero nel periodo 2023/24 (15 ottobre - 15 aprile) è scesa del -0,5% a/a a 31,09 milioni di tonnellate, a causa delle chiusure di molti zuccherifici all'approssimarsi della fine della stagione di raffinazione del vecchio raccolto.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.05.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	543,9	9,7	3,3	0,7	6,0
Cotone	82,4	-18,8	4,9	-1,1	1,8
Cacao	8.780,0	34,9	97,8	193,5	109,2
Zucchero	18,7	-17,1	-30,3	-26,2	-9,0
Caffè (arabica)	231,0	17,9	26,8	27,2	22,7
Caffè (robusta)	4.120,0	29,8	63,3	60,1	35,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la CONAB alza le stime per la produzione brasiliana della stagione 2024/25. Secondo i recenti dati pubblicati da CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) il 23 maggio scorso, che riportano la seconda stima ufficiale del raccolto brasiliano 2024/25, iniziato a marzo e che si concluderà a settembre, la produzione di caffè in Brasile è vista in crescita del 6,8% rispetto al 2023/24. La stima indica un raccolto di 58,81 milioni di sacchi, circa 800.000 in più rispetto a quanto indicato nella prima stima diffusa a gennaio. La produzione di Arabica è stimata in 42,1 milioni di sacchi (+1,4 milioni di sacchi), +8,2% rispetto a un anno fa, con la resa per ettaro che raggiungerà i 27,7 sacchi, in crescita del 5,9% a/a, per un totale di superficie coltivata pari a 1,52 milioni di ettari, in parziale espansione (+2,2%) sull'annata precedente. La produzione di Robusta è prevista a 16,71 milioni di sacchi, -600.000 sacchi rispetto alla prima stima del raccolto di gennaio, pur rappresentando un incremento complessivo del 3,3% rispetto alla scorsa stagione. La produttività raggiungerà i 43,6 sacchi per ettaro (+4,5%) per una superficie coltivata di circa 383.600 ettari, in calo dell'1,1% rispetto alla scorsa annata. Ancora una volta, viste le stime sul raccolto in Brasile, indichiamo un profilo previsivo di lieve consolidamento al ribasso per l'Arabica e di fisiologica frenata dei prezzi per la varietà Robusta.

Cacao: forte storno dei prezzi, la sproporzione dei rialzi precedenti doveva inevitabilmente ridursi.

Come ci attendevamo, il livello eccessivo raggiunto dalle quotazioni del cacao, apparso da subito ingiustificato rispetto ai fattori reali che ne avevano innescato la dinamica rialzista, è sfociato in un forte storno dei prezzi. Una prima motivazione che ha portato all'inevitabile ribasso è legata ad aspetti prettamente speculativi e finanziari. Il fortissimo rialzo delle quotazioni aveva reso eccessivamente costosi i margini richiesti per tenere aperte le scommesse rialziste dei fondi speculativi. Costi maggiori e la fisiologica volontà di prendere profitto vista la corsa al rialzo dei prezzi hanno originato il calo dell'ultimo mese, pur mantenendo molto positiva la performance da inizio anno. L'eccesso speculativo era alimentato anche dagli investimenti a debito; per tale ragione la recente rimodulazione delle aspettative sui tassi (più alti e più a lungo di quanto previsto in precedenza) è stata un altro elemento che ha portato a liquidare le posizioni sul cacao. Sul fronte dei fondamentali, il recente mix di pioggia e sole nella parte occidentale dell'Africa sta favorendo lo sviluppo delle piante di cacao, che potrebbero registrare una fioritura sopra la media, incidendo probabilmente sulle previsioni di resa e di dimensione del prossimo raccolto in Costa d'Avorio e Ghana, che sono i due principali produttori. Di contro, secondo l'ICCO, l'Organizzazione Internazionale del Cacao, gli arrivi di cacao nei porti ivoiriani e ghanesi sono diminuiti rispettivamente del 28% e del 35%, rispetto allo stesso periodo del 2023. All'inizio di quest'anno, il Ghana Cocoa Board ha pubblicato un rapporto in cui prevedeva che il raccolto 2023/24 potesse raggiungere la soglia delle 425.000 tonnellate, il valore minimo degli ultimi 22 anni. L'ICCO prevede che la produzione globale di cacao di questa stagione diminuirà del 10,9% a 4,45 milioni di tonnellate, generando un deficit di 374.000 tonnellate, rispetto allo squilibrio di -74.000 tonnellate visto nella scorsa stagione, portando le scorte di cacao al livello più basso degli ultimi 45 anni, entro la fine dell'anno. Dopo il forte storno delle quotazioni e visto il quadro dei fondamentali, pensiamo che il cacao possa restare su livelli alti e recuperare parte

delle perdite recenti, nel breve termine. Nel medio-lungo è invece più probabile una riduzione e normalizzazione delle quotazioni.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	82,4	85,0	85,0	81,7	84,8	86,5
Cacao	8.780,0	8.800	8.000	7.000	6.750	5.000
Zucchero	18,7	21,9	21,4	21,5	21,9	21,0
Caffè (arabica)	231,0	205,0	200,0	205,0	203,0	199,0
Caffè (robusta)	4.120,0	3.350	3.100	2.950	2.740	2.326

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 28.05.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	82,4	78	80	80	82	82
Cacao	8.780,0	9.000	8.000	7.000	7.530	6.150
Zucchero	18,7	20,0	20,5	20,5	20,9	21,0
Caffè (arabica)	231,0	205	200	205	200	210
Caffè (robusta)	4.120,0	3.600	3.500	3.600	3.494	3.650

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 23.04.2024.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

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 in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.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, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – 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. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato 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.

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi