

Focus

Materie prime: transizione energetica e sottoinvestimento

Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento nei paesi occidentali e in Cina, alti tassi di interesse e non trascurabili pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole alla maggior parte delle materie prime. Tuttavia, la transizione energetica e uno strutturale sottoinvestimento forniranno supporto alle quotazioni.

Petrolio: l'OPEC+ spaventa i mercati

Il recente rally dei prezzi del greggio è stato guidato dai profondi tagli alla produzione dell'OPEC+, che contribuiranno ad alimentare un deficit nel 4° trimestre. Al contrario, il mercato tornerà probabilmente in surplus il prossimo anno, quando anche i rischi geopolitici potrebbero diventare ribassisti per i prezzi. Infatti, le sanzioni statunitensi contro Venezuela e Iran potrebbero allentarsi, portando a mercati meglio forniti.

Mercati energetici: scorte vicine al picco

Le scorte di gas europee sono vicine al loro record storico e potrebbero presto raggiungere il loro picco stagionale. Data la limitata elasticità dell'offerta nel breve e medio termine, le oscillazioni della domanda saranno fondamentali per influenzare i prezzi nei prossimi mesi.

Metalli preziosi: occhi puntati sulla Fed

Negli ultimi mesi i metalli preziosi hanno seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, i rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano. Prevediamo che questi elementi rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi.

Metalli industriali: "canarini nella miniera di carbone"

I metalli sono *leading indicators* del ciclo economico. Pertanto, la recente debolezza dei prezzi e il rimbalzo delle scorte non sono segnali incoraggianti per l'economia globale. Prevediamo ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi nei restanti mesi del 2023, mentre un sentiment di mercato più costruttivo potrebbe emergere nel corso del prossimo anno.

Agricoli: El Niño è tornato

El Niño si è sviluppato durante l'estate. Questo fenomeno meteorologico implica solitamente temperature più calde in tutto il mondo e condizioni più secche nelle principali regioni produttrici, potenzialmente causando rese più basse e raccolti più scarsi. Pertanto, le anomalie meteorologiche potrebbero sostenere i prezzi agricoli nonostante uno scenario macroeconomico sfavorevole. Per gli investitori finanziari, il buon potenziale di diversificazione del complesso potrebbe diventare ancora più prezioso.

Settembre 2023

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

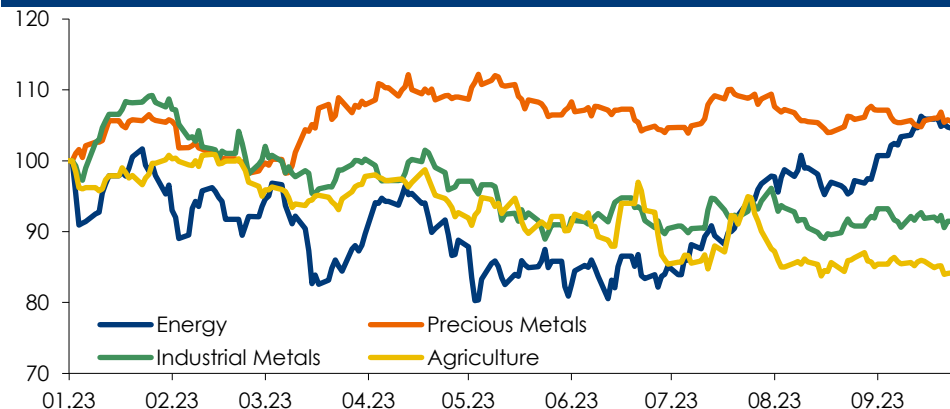
Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: transizione energetica e sottoinvestimento

Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento nei paesi occidentali e in Cina, alti tassi di interesse e non trascurabili pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole alla maggior parte delle materie prime. Tuttavia, la transizione energetica e uno strutturale sottoinvestimento forniranno supporto alle quotazioni.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cominciamo con una buona notizia: gli investimenti nella transizione energetica stanno accelerando ed hanno raggiunto un nuovo record, spinti da ripresa post-Covid, crisi energetica e guerra in Ucraina. Nel rapporto World Energy Investment 2023, l'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) suggerisce che il 2023 potrebbe rappresentare un punto di svolta perché gli investimenti in *clean energy* stanno accelerando molto più rapidamente di quanto previsto appena due anni fa, mentre gli investimenti in combustibili fossili stanno rallentando. Nel 2023, per la prima volta in assoluto, il solare attirerà più capitali della produzione di petrolio.

L'AIE riferisce che "nel 2023 saranno investiti 2.800 miliardi di dollari in energia. Più di 1.700 miliardi di dollari saranno destinati a *clean energy*, considerando investimenti in fonti rinnovabili, nucleare, reti, depositi, combustibili a basse emissioni, processi di efficientamento, autoconsumo ed elettrificazione. Il resto, poco più di 1.000 miliardi di dollari, è destinato ad investimenti in combustibili fossili ed energia elettrica senza abbattimento di emissioni, di cui circa il 15% è destinato al carbone e il resto al petrolio e al gas. Per ogni dollaro speso in combustibili fossili, oggi se ne spendono 1,7 in energia pulita. Cinque anni fa, questo rapporto era di 1:1".

Questo cambiamento storico avrà alcune inevitabili conseguenze sui mercati delle materie prime. In primo luogo, il sottoinvestimento nei combustibili fossili è ormai reale e innegabile. L'AIE avverte che "le incertezze sulla domanda a lungo termine, le preoccupazioni sui costi e la pressione di molti investitori e proprietari a concentrarsi sui rendimenti piuttosto che sulla crescita della produzione fanno sì che solo le grandi compagnie petrolifere nazionali del Medio Oriente stiano spendendo (...) più dei livelli pre-pandemici. (...) Tra il 2010 e il 2019, tre quarti dei flussi di cassa in uscita sono stati tipicamente investiti in nuova produzione. Ora sono meno della metà, mentre la maggior parte dei flussi è destinata a dividendi, riacquisti di azioni e rimborso del debito". Ovviamente, ciò implica che nel prossimo futuro l'offerta di combustibili fossili potrebbe essere limitata non solo da scelte politiche (controlli all'offerta dell'OPEC+, gestione delle riserve strategiche di petrolio da parte degli Stati Uniti...), ma anche da sottoinvestimento. La crescita dell'offerta potrebbe faticare a soddisfare una domanda più forte del previsto e quindi i prezzi potrebbero essere più sostenuti che in passato. A nostro avviso, il sottoinvestimento nei combustibili fossili agisce da base per i prezzi di questi asset, nonostante il previsto calo della domanda globale che avverrà nel lungo periodo.

In secondo luogo, la scarsità di metalli industriali diventerà una persistente preoccupazione. L'AIE spiega che "grazie ai prezzi elevati e al crescente sostegno politico, gli investimenti in estrazione di minerali critici sono aumentati del 30% nel 2022. Anche le spese di esplorazione sono cresciute (...). Ma il passaggio dall'esplorazione alla nuova produzione può richiedere più di 10 anni e permane il diffuso timore che gli investimenti in minerali critici diventino un fattore limitante per la produzione e la diffusione di tecnologie pulite. (...) Per un decennio, capitale a basso costo ha ridotto le barriere agli investimenti nei progetti più rischiosi, nascondendo così le potenziali debolezze dei sistemi di innovazione. Con un costo del denaro destinato ad aumentare, la salute di questi sistemi e il livello di sostegno pubblico saranno un fattore determinante per la rapidità con cui le nuove idee tecnologiche continueranno a fluire". Queste affermazioni evidenziano che i settori di estrazione mineraria e raffinazione non sarebbero pronti ad affrontare la prevista crescita della domanda mondiale di metalli: i costi di produzione sono destinati a lievitare, mentre i prezzi di mercato probabilmente aumenteranno per segnalare scarsità sui mercati fisici e stimolare una risposta dell'offerta. Purtroppo, dati i lunghi tempi di sviluppo dei progetti, prezzi elevati (e probabilmente in aumento) dei metalli potrebbero persistere per diversi anni.

In terzo luogo, poiché energia, metalli e prodotti agricoli sono risorse preziose e scarse, la competizione globale per il controllo delle catene di fornitura di queste e altre risorse critiche (tra cui acqua e terre rare) è destinata ad intensificarsi e alimentare rischi geopolitici. Pertanto, protezionismo, nazionalismo delle risorse e controlli sulla produzione probabilmente continueranno a rendere artificialmente più tesi i mercati; le tensioni tra Stati Uniti e Cina non scompariranno, poiché entrambi i governi si concentrano sulle catene di approvvigionamento strategiche e su Taiwan; diversi attori continueranno ad alimentare instabilità politica in Paesi ricchi di risorse, ma con governi deboli o divisi, soprattutto nell'Africa subsahariana. Ciò implica che i rischi geopolitici rimarranno un fattore determinante nell'influenzare l'offerta di materie prime. Periodicamente, timori di scarsità alimenteranno volatilità sul mercato e spingeranno le curve *forward in backwardation*.

Rialzi nel lungo termine, ribassi nel breve

Nel lungo periodo, la spinta della transizione energetica influenzerà profondamente i mercati e i prezzi delle materie prime. In particolare, i prezzi dell'energia potrebbero subire una modesta flessione a causa del progressivo riequilibrio dei mercati del petrolio e del gas naturale, mentre i metalli non ferrosi potrebbero registrare guadagni significativi a causa della scarsità sui mercati fisici: una domanda globale in crescita non sarà facilmente soddisfatta da un'offerta limitata da un sottoinvestimento strutturale in capacità di estrazione e raffinazione, protezionismo, nazionalismo delle risorse e crescenti tensioni geopolitiche per il controllo di risorse critiche e tecnologie strategiche.

Tuttavia, nonostante questi temi di lungo periodo siano complessivamente rialzisti, nel breve termine lo scenario macroeconomico non è favorevole ai prezzi delle materie prime a causa del rallentamento della crescita globale, di problemi strutturali in Cina, tassi di interesse elevati e pressioni inflazionistiche più forti del previsto.

Nel nostro scenario di base, infatti, i prezzi dell'energia potrebbero diminuire nei prossimi sei mesi a causa dell'indebolimento della domanda, ma la volatilità potrebbe aumentare, alimentata da diversi fattori, tra cui spiccano minacce di interruzioni dell'offerta o controlli volontari della produzione, dinamiche delle scorte, aspettative su politiche monetarie e forza relativa del dollaro statunitense, rischi geopolitici.

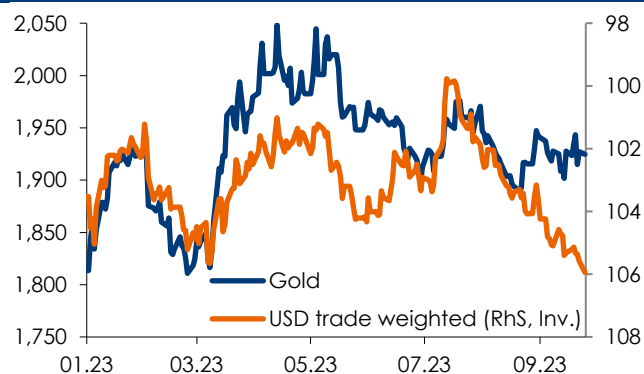
Inoltre, la maggior parte dei metalli industriali e dei *battery metals* potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso nei prossimi 3-6 mesi a causa della loro maggiore esposizione alla domanda cinese. Pertanto, le aspettative riguardo la crescita cinese, la forza del settore manifatturiero e immobiliare e le misure di stimolo delle Autorità saranno fondamentali nell'influenzare i prezzi dei metalli. Anche la dinamica delle scorte globali sarà un fattore determinante per i prezzi. Dato

l'attuale scenario macroeconomico, è probabile che nel breve termine si verifichi una nuova fase di accumulo di scorte presso le principali borse merci.

Rispetto ai metalli energetici e industriali, i metalli preziosi potrebbero mostrare maggiore resilienza nei prossimi mesi, poiché le aspettative di un prossimo picco di tassi d'interesse e rendimenti dei Treasury statunitensi, insieme al rallentamento della crescita economica globale, probabilmente favoriranno modeste pressioni al rialzo per oro e argento nel 4° trimestre 2023.

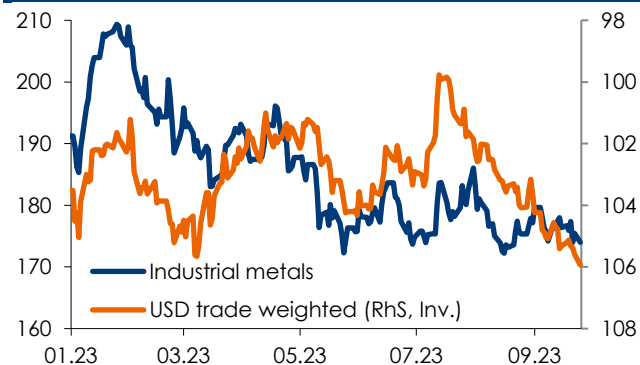
I prodotti agricoli rimangono profondamente influenzati da eventi meteorologici, rischi politici e geopolitici (incluse misure protezionistiche e incertezza sul transito attraverso il Mar Nero) e da altri eventi esogeni, tra cui lo sviluppo di parassiti e malattie. L'Organizzazione Meteorologica Mondiale ha annunciato che, per la prima volta in sette anni, nel corso dell'estate si è sviluppato nel Pacifico tropicale il fenomeno oceano-atmosferico di El Niño. Questa fase del ciclo ENSO (El Niño-Southern Oscillation, un complesso fenomeno ciclico, continuo ma irregolare di cambiamenti delle condizioni oceaniche e atmosferiche che influisce sull'intero pianeta) solitamente implica temperature mondiali più elevate. Infatti, l'ultimo episodio di El Niño nel 2016 ha contribuito a rendere quell'anno uno dei più caldi da sempre. Nel 2023, l'effetto riscaldante di El Niño ha portato le temperature medie mensili a raggiungere nuovi record in giugno e luglio. Se El Niño dovesse persistere nei prossimi mesi, potrebbe portare a temperature più calde del solito e a condizioni di siccità in Asia e in Europa durante i mesi invernali, ma potrebbe anche rallentare il transito delle merci attraverso i principali *choke points* marittimi (stretti e canali) a causa di più intensi tifoni e tempeste tropicali nel Sud-Est asiatico, siccità a Panama, in Australia e Sud America. Più frequenti eventi meteorologici estremi comportano una maggiore volatilità dei prezzi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

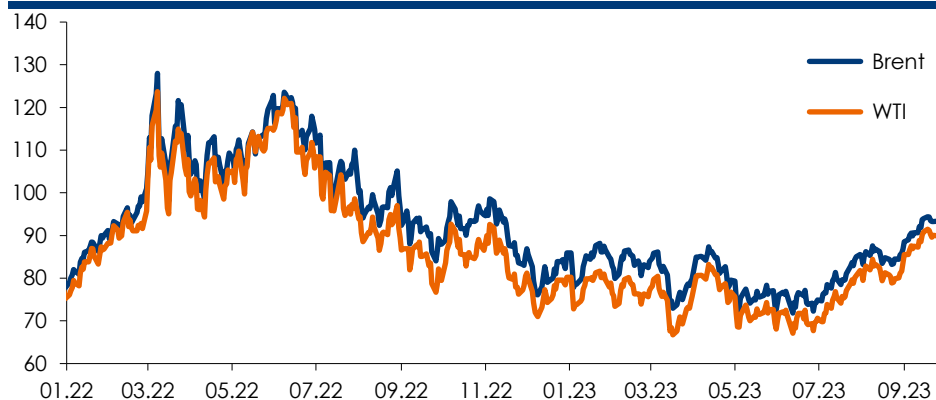
AI 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barile)	81.0	79.0	81.3	78.0	76.0	74.0
NYMEX WTI (USD/barile)	76.0	75.0	76.4	74.0	72.0	71.0
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.1	3.2	2.7	3.0	2.9	2.8
JKM GNL (USD/MMBtu)	15.0	14.0	14.2	10.3	8.8	7.6
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.0	44.0	35.0	30.0	26.0
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.5	44.3	35.5	30.5	26.5
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	160.0	145.0	140.0	120.0	105.0	92.0
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	140.0	130.0	116.7	105.0	95.0	86.0
EUA (EUR/tonnellata)	90.0	88.0	88.9	92.0	100.0	107.0
LME ORO (USD/oz)	1,960	1,960	1,940	1,950	1,940	1,910
LME ARGENTO (USD/oz)	25.0	25.3	24.0	25.2	25.2	25.1
LME PLATINO (USD/oz)	970	970	985	1,000	1,070	1,150
LME PALLADIO (USD/oz)	1,270	1,270	1,385	1,260	1,250	1,300
LME RAME 3M (USD/ton)	8,400	8,500	8,585	8,750	9,500	10,000
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,175	2,200	2,275	2,275	2,470	2,600
LME NICHEL 3M (USD/ton)	20,600	20,900	22,550	21,500	23,300	24,500
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,400	2,425	2,620	2,500	2,700	2,850
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,125	2,140	2,130	2,155	2,200	2,250
LME STAGNO 3M (USD/ton)	26,300	26,600	26,240	26,900	27,750	27,950
SGX FERRO (USD/ton)	107	106	113	102	98	97
LME HRC Nord America (USD/ton)	750	750	880	740	730	715
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	630	630	702	610	590	585
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	550	550	580	530	510	505
LME REBAR (USD/ton)	560	560	620	540	520	515
LME SCRAP (USD/ton)	360	360	390	350	335	330
COMEX LITIO (USD/kg)	36	35	49	37	40	42
COMEX COBALTO (USD/lb)	16.0	15.2	16.3	16.0	17.0	18.0
CBOT MAIS (USc/bu)	460	460	560	450	440	430
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	610	600	650	595	580	570
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,375	1,350	1,435	1,330	1,300	1,270
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	88	86	85	85	83	82
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	720	705	670	695	680	665
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	25.5	25.0	24.1	24.7	24.1	23.5
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	155	160	170	160	158	155
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	2,700	2,780	2,520	2,780	2,740	2,680
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	3,550	3,460	3,200	3,415	3,300	3,200
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	2,870	2,800	2,520	2,745	2,650	2,570
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	420	412	440	410	397	390
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	67.0	66.0	62.0	65.0	63.0	61.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: l'OPEC+ spaventa i mercati

Il recente rally dei prezzi del greggio è stato guidato dai profondi tagli alla produzione dell'OPEC+, che contribuiranno ad alimentare un deficit nel 4° trimestre. Al contrario, il mercato tornerà probabilmente in surplus il prossimo anno, quando anche i rischi geopolitici potrebbero diventare ribassisti per i prezzi. Infatti, le sanzioni statunitensi contro Venezuela e Iran potrebbero allentarsi, portando a mercati meglio forniti.

Prezzi di petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il recente rally dei prezzi del greggio è stato guidato da aspettative di un imminente picco dei tassi di interesse e da profondi tagli alla produzione dell'OPEC+, ma è stato amplificato da un significativo incremento delle posizioni nette lunghe su futures e opzioni. Infatti, secondo i dati settimanali pubblicati da ICE Futures Europe e dalla U.S. Commodities Futures Trading Commission (CFTC) relativi a quattro contratti, a metà settembre money manager ed hedge fund avevano aumentato le loro posizioni nette lunghe sul greggio ai massimi da ben 15 mesi (giugno 2022).

È vero che i fondamentali di domanda e offerta sono destinati a diventare molto tesi nel breve termine, poiché l'OPEC+ drena i mercati, ma il livello di incertezza sull'ammontare del deficit previsto per il 4° trimestre 2023 è impressionante. Le stime dei più autorevoli previsori mostrano un'insolita dispersione, che va da 3,2 mb/d, il deficit più ampio degli ultimi 16 anni (secondo l'OPEC), a 1,2 mb/d (secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia) e ad appena 0,2 mb/d (secondo l'Energy Information Administration statunitense).

Al contrario, si prevede che i fondamentali si indeboliscano nel 2024, poiché prezzi più elevati stimolano la crescita della produzione, mentre i rischi di recessione e i problemi strutturali in Cina influiscono negativamente sulla crescita della domanda. Pertanto, il mercato del greggio potrebbe tornare in surplus a fine 2023 o a inizio 2024 e rimanere in eccesso di offerta in ogni trimestre del prossimo anno.

Fondamentali di domanda e offerta

Nel suo ultimo Short-Term Energy Outlook (STEO), pubblicato il 12 settembre, la U.S. Energy Information Administration (EIA) ha pubblicato stime aggiornate dei fondamentali del greggio per il 2023 e il 2024 e ora prevede mercati in leggero deficit nel 4° trimestre, ma in significativo surplus l'anno prossimo a causa di una prevista forte crescita della produzione nei Paesi non-OPEC. L'agenzia ha stimato che, dopo un surplus di 0,8 mb/d nel 2022 (rivisto al rialzo rispetto al surplus di 0,4 mb/d previsto ad agosto), il mercato dovrebbe registrare un surplus di circa 0,2 mb/d nel 2023 (rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di +0,1 mb/d) e un surplus di circa 0,6 mb/d nel 2024 (rivisto al rialzo rispetto alla precedente previsione di +0,2 mb/d).

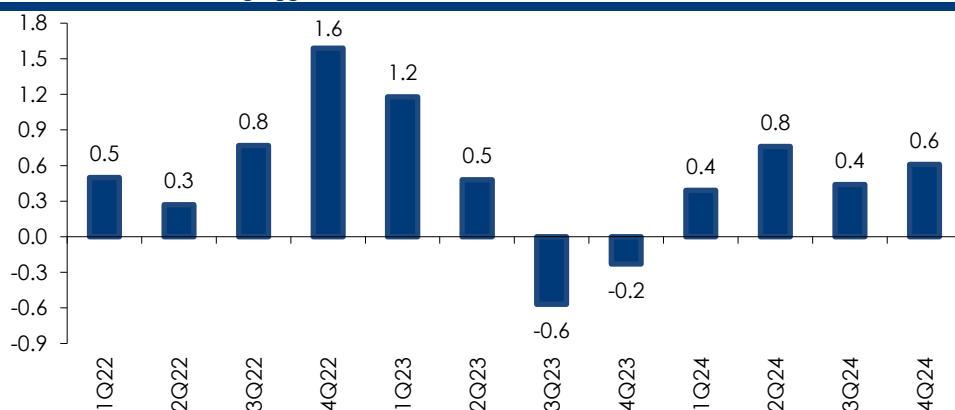
Guardando ai saldi trimestrali, l'EIA prevede che il mercato registrerà un deficit di 0,6 mb/d nel 3° trimestre 2023 (invariato) e un deficit di 0,2 mb/d nel 4° trimestre (contro un deficit di 0,1 mb/d previsto in agosto). Poi, il mercato sarà in surplus in ognuno dei trimestri successivi, registrando un surplus di 0,4 mb/d nel 1° trimestre 2024, un surplus di 0,8 mb/d nel 2° trimestre, un surplus di 0,4 mb/d nel 3° trimestre e un surplus di 0,6 mb/d nel 4° trimestre.

Stime pubblicate nello Short-Term Energy Outlook della U.S. Energy Information Administration.

Settembre 2023 in mb/d	Domanda mondiale	Offerta non OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di GNL di greggio	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2022	99.2	65.8	11.9	5.5	28.7	27.9	0.8
2023	101.0	67.9	12.8	5.4	27.9	27.7	0.2
Variazione a/a	1.8	2.1	0.9	-0.1	-0.8	-0.2	
2024	102.3	69.1	13.2	5.5	28.3	27.8	0.6
Variazione a/a	1.4	1.3	0.4	0.0	0.4	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 USA

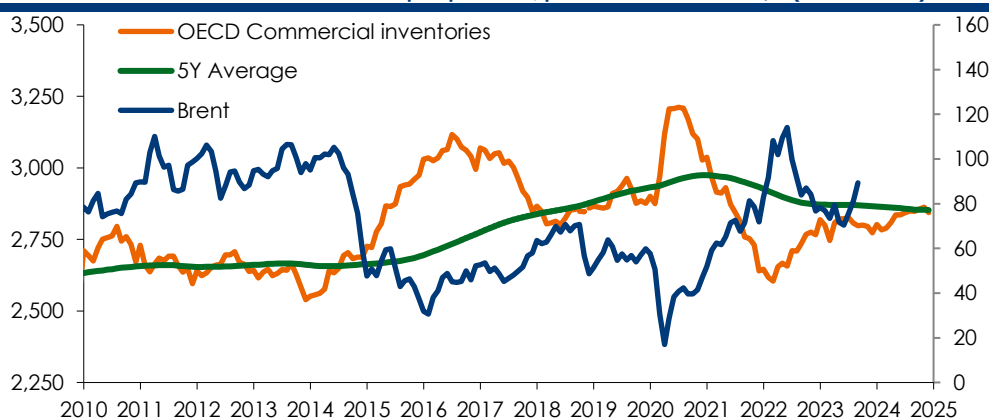
Bilancio del mercato del greggio in mb/d, stime EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Simili aspettative implicherebbero che le scorte di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE potrebbero aumentare leggermente nella restante parte dell'orizzonte di previsione.

Scorte commerciali OCSE in mb e media quinquennale, prezzo del Brent in USD/b (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'attuale STEO, il consumo mondiale di petrolio dovrebbe passare da 99,2 mb/d nel 2022 (rivisto al ribasso da 99,4 mb/d nelle previsioni del mese scorso) a 101,0 mb/d nel 2023 (+1,8 mb/d a/a, rivisto al ribasso da 101,2 mb/d) e a 102,3 mb/d nel 2024 (+1,4 mb/d a/a, rivisto al ribasso da 102,8 mb/d), un nuovo record.

Si stima che l'offerta non OPEC si espanderà da 65,8 mb/d nel 2022 (rivisto al rialzo da 65,7 mb/d nelle previsioni del mese scorso) a 67,9 mb/d nel 2023 (+2,1 mb/d a/a, rivisto al rialzo da 67,8 mb/d del mese scorso) e a 69,1 mb/d nel 2024 (+1,3 mb/d a/a, stima invariata). La produzione statunitense dovrebbe aumentare da 11,9 mb/d nel 2022 (invariata) a 12,8 mb/d nel 2023 (+0,9 mb/d a/a, invariata) e a 13,2 mb/d nel 2024 (+0,4 mb/d a/a rivisto al rialzo da 13,1 mb/d), raggiungendo un picco di 13,4 mb/d nel 4° trimestre (superiore alle stime del mese scorso).

Produzione di greggio in USA in mb/d, dati storici e stime EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gli Stati Uniti sono stati esportatori netti nel 2022 con un livello medio di esportazioni nette di 1,2 mb/d e probabilmente esporteranno 1,6 mb/d nel 2023 e 1,8 mb/d nel 2024, sino a toccare un picco di 2,4 mb/d esportati nel 4° trimestre 2024.

L'offerta di greggio dell'OPEC dovrebbe attestarsi su una media di 28,7 mb/d nel 2022 (invariata) e scendere a una media di 27,9 mb/d nel 2023 (-0,8 mb/d a/a, rivisto al ribasso da 28,1 mb/d nel mese scorso), ma potrebbe espandersi a 28,3 mb/d nel 2024 (+0,4 mb/d a/a, rivisto al ribasso da 28,5 mb/d).

Secondo le stime dell'EIA, la *spare capacity* dell'OPEC, o capacità produttiva in eccesso, dovrebbe passare da una media di 2,4 mb/d nel 2022 a una media di 4,0 mb/d nel 2023 (+1,6 mb/d a/a) e 4,4 mb/d nel 2024 (+0,3 mb/d a/a).

Previsioni di prezzo

Secondo il modello dell'EIA, il prezzo del Brent potrebbe attestarsi in media a 84,5 dollari al barile nel 2023 (più degli 82,6 dollari previsti ad agosto) e a 88,2 dollari nel 2024 (più degli 86,5 dollari previsti il mese scorso). Lo spread Brent-WTI dovrebbe essere in media di 4,8 dollari nel 2023 e di 5,0 dollari nel 2024.

Le nostre previsioni sia per il Brent che per il WTI sono inferiori alle aspettative dell'EIA. Infatti, nel nostro scenario di base il Brent potrebbe scambiare attorno a una media di 81,3 dollari al barile nel 2023 e 78 dollari al barile nel 2024, mentre il WTI attorno a una media di circa 76,4 dollari al barile nel 2023 e 74 dollari al barile nel 2024.

A nostro avviso, l'impressionante rally registrato a settembre potrebbe perdere slancio perché è stato guidato principalmente dall'accumulo di posizioni speculative nette lunghe e da stime eccessivamente pessimistiche riguardo il deficit record atteso nel 4° trimestre 2023 e spiegato dai tagli aggressivi dell'OPEC+. Prezzi del Brent in un range di 95-100 dollari stanno incontrando un'importante area di resistenza e non sono coerenti con il surplus previsto per il prossimo anno: un indebolimento delle prospettive di domanda, dovuto a preoccupazioni macroeconomiche e ad una stagionalità negativa, accompagnato ad un'offerta crescente da parte dei produttori non OPEC+ e OPEC+, alimenterà un eccesso di offerta nei mercati fisici. Prezzi più alti potrebbero essere giustificati solo da gravi e persistenti interruzioni dell'offerta che portino a prolungati deficit mondiali (>0,5 mb/d).

Pertanto, il nostro scenario di base suggerisce che potrebbero prevalere rischi al ribasso sui prezzi del greggio sia nel 4° trimestre 2023, alimentati da timori di recessione, sia l'anno prossimo, guidati da mercati adeguatamente forniti. Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento economico nei paesi occidentali e in Cina, elevati tassi di interesse e persistenti pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole ai prezzi del greggio nel prossimo anno. Inoltre, anche i rischi geopolitici potrebbero diventare ribassisti per i prezzi: le sanzioni statunitensi contro Venezuela e Iran potrebbero essere allentate, portando a mercati meglio forniti.

Al contrario, l'intervallo di 68-72 dollari rappresenterà probabilmente un'importante area di supporto per il Brent a causa di elevati costi marginali di produzione e rischi geopolitici. Prezzi inferiori a 60 dollari sarebbero coerenti solo con un grave deterioramento delle prospettive macroeconomiche, con rischi di profonde e prolungate recessioni nei paesi occidentali e una persistente debolezza della crescita cinese.

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

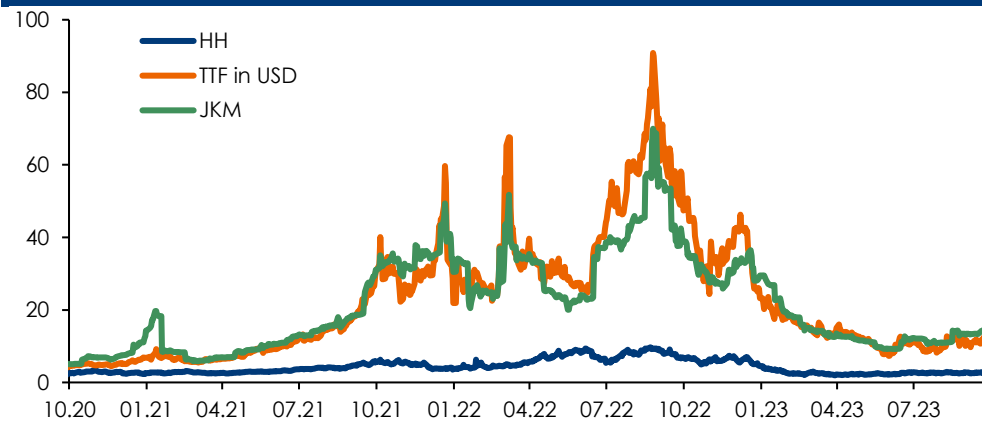
AI 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barile)	81.0	79.0	81.3	78.0	76.0	74.0
NYMEX WTI (USD/barile)	76.0	75.0	76.4	74.0	72.0	71.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Mercati energetici: scorte vicine al picco

Le scorte di gas europee sono vicine al loro record storico e potrebbero presto raggiungere il loro picco stagionale. Data la limitata elasticità dell'offerta nel breve e medio termine, le oscillazioni della domanda saranno fondamentali per influenzare i prezzi nei prossimi mesi.

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

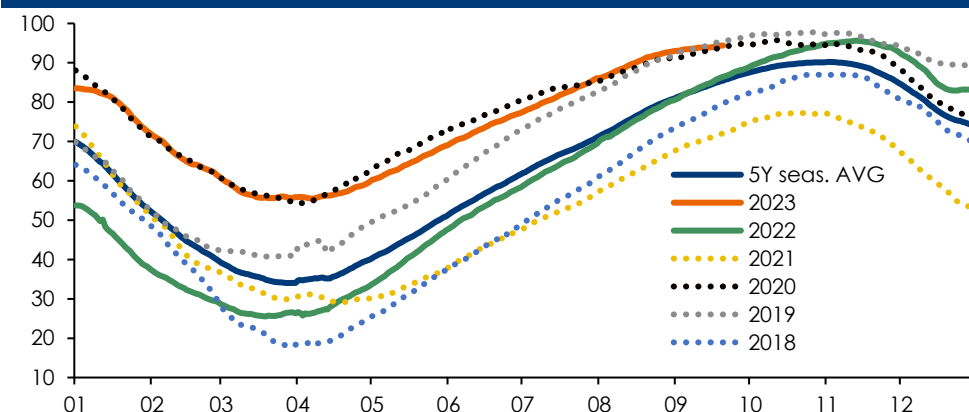


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In estate, i prezzi del gas naturale sono aumentati in misura modesta in Europa, e rimangono ben al di sotto dei picchi registrati un anno fa. Infatti, nonostante i numerosi e significativi problemi che hanno interessato le forniture (pesanti manutenzioni in Norvegia e scioperi in Australia), la domanda è stata sufficientemente bassa da favorire un significativo riaccumulo di scorte in tutti gli Stati europei e un ribilanciamento tuttora in corso sui mercati fisici. Pertanto, le preoccupazioni per la crisi del gas si sono affievolite.

Al 20 settembre, le scorte di gas europee erano vicine al record stagionale, ben al di sopra della media quinquennale. Infatti, secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE), gli stoccaggi europei erano pieni al 94,4%, non lontano dal record del 2019 (95,3%) e ben al di sopra della media quinquennale dell'85,5% e del minimo stagionale registrato nel 2021 (di appena il 72,1%). Pertanto, l'Europa potrebbe iniziare il prossimo anno gas (al 1 ottobre 2023) con stoccaggi pieni al 95-97%, un livello confortevole.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Questo efficace riaccumulo di scorte è stato principalmente guidato da scarsi consumi: in media, la domanda totale di gas in Europa è stata di circa il 15% inferiore alla media quinquennale, anche considerando la componente termica, mentre la concorrenza asiatica per il GNL è stata limitata a causa della Cina, che negli ultimi due anni non è stata

particolarmente attiva sul mercato *spot* a causa dei prezzi elevati nel 2021, della politica Zero Covid nel 2022 e della deludente riapertura nel 2023. Inoltre, la Cina è un attore opportunistico, che evita acquisti a prezzi elevati sul mercato *spot* e privilegia contratti a lungo termine a prezzi predeterminati.

Pertanto, data la limitata elasticità dell'offerta nel breve e medio termine, nei prossimi mesi le oscillazioni della domanda saranno fondamentali per influenzare i prezzi. Secondo le nostre analisi, la domanda europea di gas è destinata a rimanere limitata ancora per diversi mesi. Stimiamo che il consumo interno potrebbe rimanere del 10% inferiore alla media almeno fino a metà 2024 grazie ai processi di ottimizzazione e risparmio energetico, all'indebolimento della produzione industriale e all'intensificarsi dei rischi di recessione. Al contrario, sono emerse voci sul ritorno della Cina sui mercati *spot* del GNL, poiché il gigante asiatico potrebbe acquistare almeno una dozzina di carichi di GNL durante l'inverno, oltre alle consegne previste dai contratti pluriennali. Un maggior numero di acquisti *spot* di GNL in Asia, soprattutto in Cina, rappresenta un significativo rischio di rialzo per i prezzi del gas in Europa, a causa dell'intensa concorrenza per il combustibile tra le due regioni.

Altri rischi significativi che gravano sui mercati del gas e dell'energia elettrica riguardano varie minacce di interruzioni delle forniture, che potrebbero avere un impatto rialzista sui prezzi. Ovviamente, queste minacce sono percepite come più gravi (e possono causare picchi di prezzo maggiori) quanto più le scorte europee sono vuote: qualsiasi interruzione delle forniture avrà un impatto minore quando le scorte sono quasi piene e la domanda stagionale bassa, come all'inizio dell'autunno. Al contrario, se lo stesso evento dirompente si verificasse a metà o fine inverno, quando i livelli delle scorte sono più bassi e la domanda raggiunge un picco stagionale, panico e timori di inadeguatezza delle scorte e potrebbero innescare più ampi rialzi dei prezzi.

Ecco perché nel nostro scenario di base prevediamo un'ulteriore debolezza dei prezzi di gas ed energia elettrica nelle prossime settimane, ma evidenziamo anche un significativo rischio di picchi dei prezzi durante i mesi invernali.

In effetti, con le scorte piene, sia domanda che prezzi potrebbero diminuire ulteriormente in ottobre se le condizioni meteorologiche fossero favorevoli e le preoccupazioni per le interruzioni all'offerta si attenuassero. Tuttavia, i prezzi del gas rimarranno probabilmente ben sostenuti al di sopra della fascia di *coal-to-gas switching* di circa 23-25 euro/MWh. Al contrario, i prezzi sono destinati a salire durante l'inverno a causa della minore flessibilità dei sistemi energetici. Picchi di prezzo potrebbero essere innescati dalla minaccia di nuove interruzioni dell'offerta o da rapidi e temporanei incrementi della domanda.

Pur assegnando una probabilità relativamente alta al nostro scenario di base, abbiamo elaborato anche scenari alternativi per tenere conto dell'incerta evoluzione di vari fattori chiave

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

AI 01.09.2023	4T23	1T24	2T24	2023	2024	2025
Baseline scenario	50	48	27	44	35	30
Worst-case scenario	135	130	75	65	95	80
Best-case scenario	25	24	20	38	22	20

Fonte: stime di Intesa Sanpaolo

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

AI 01.09.2023	4T23	1T24	2T24	2023	2024	2025
Baseline scenario	50	49	28	44	36	31
Worst-case scenario	140	135	80	67	100	85
Best-case scenario	25	24	20	38	22	20

Fonte: stime di Intesa Sanpaolo

I prezzi dell'elettricità mantengono una forte correlazione con i prezzi del gas naturale. Conseguentemente, i prezzi dell'energia elettrica potrebbero diminuire ulteriormente all'inizio dell'autunno e aumentare durante l'inverno.

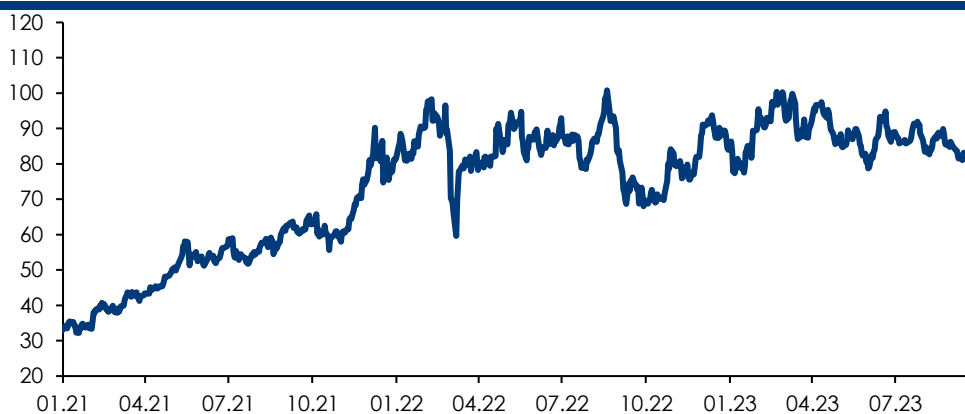
Scenari alternativi per i prezzi dell'energia elettrica italiana PUN, contratto future a 1m, in EUR/MWh

Al 12.06.2023	4T23	1T24	2T24	2023	2024	2025
Baseline scenario	160	145	105	140	120	105
Worst-case scenario	345	315	225	186	260	280
Best-case scenario	90	80	60	122	68	60

Fonte: stime di Intesa Sanpaolo

Nel nostro scenario di base, le quote di emissione di anidride carbonica dell'Unione Europea (EUA future) dovrebbero rimanere ben sostenute dalle modifiche normative, nonostante la debole crescita economica in tutto il continente. Nel nostro scenario di base, il future di dicembre dovrebbe attestarsi su una media di 90 euro/tonnellata nel 4° trimestre 2023, 92 euro/tonnellata nel 2024 e circa 100 euro/tonnellata nel 2025.

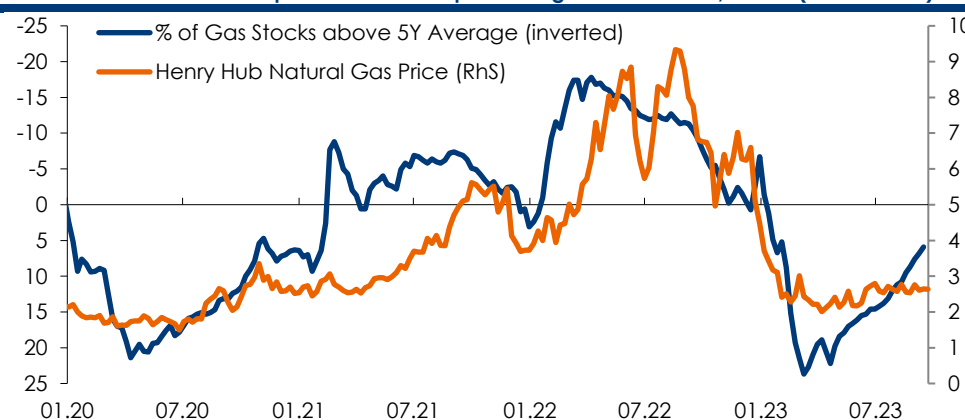
Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli Stati Uniti, l'eccesso di scorte è diminuito notevolmente negli ultimi mesi grazie alle forti esportazioni. Prevediamo che questa dinamica continuerà e farà aumentare i prezzi del gas statunitense (ma gli Stati Uniti sono destinati a mantenere il loro forte vantaggio di prezzo grazie all'abbondante produzione interna). Prevediamo che il future sul gas naturale a 1 mese Henry Hub si attesterà su una media di 3,1 USD/MMBtu nel 4° trimestre 23, 3,0 USD/MMBtu nel 2024 e circa 2,9 USD/MMBtu nel 2025.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

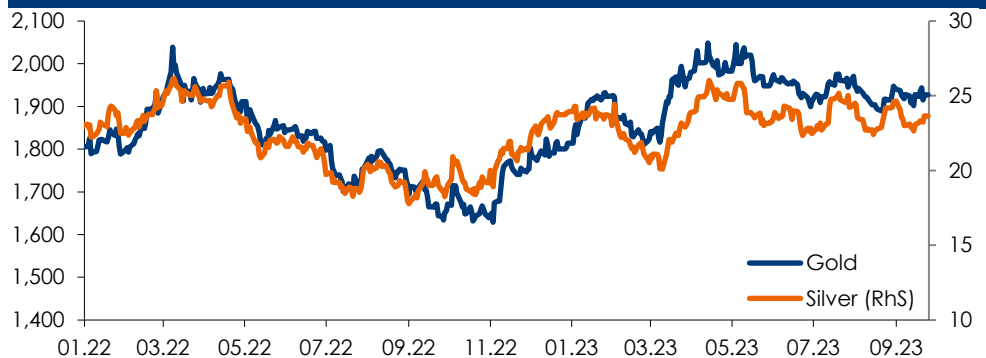
Al 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
ICE BRENT (USD/barile)	81.0	79.0	81.3	78.0	76.0	74.0
NYMEX WTI (USD/barile)	76.0	75.0	76.4	74.0	72.0	71.0
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.1	3.2	2.7	3.0	2.9	2.8
JKM GNL (USD/MMBtu)	15.0	14.0	14.2	10.3	8.8	7.6
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.0	44.0	35.0	30.0	26.0
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.5	44.3	35.5	30.5	26.5
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	160.0	145.0	140.0	120.0	105.0	92.0
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	140.0	130.0	116.7	105.0	95.0	86.0
EUA (EUR/tonnellata)	90.0	88.0	88.9	92.0	100.0	107.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: occhi puntati sulla Fed

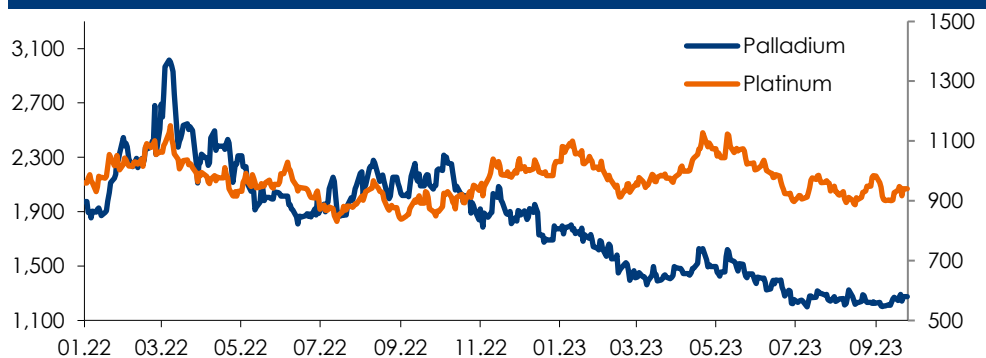
Negli ultimi mesi i metalli preziosi hanno seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, i rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano. Prevediamo che questi elementi rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli ultimi mesi, oro, argento e platino sono rimasti ben sostenuti, scambiando in un ampio *trading range*, ma non sono mai tornati ai picchi registrati in primavera, quando i fallimenti e le preoccupazioni sulla solidità di diversi istituti finanziari avevano scatenato panico nel settore bancario negli Stati Uniti ed in Europa. Al contrario, il palladio è sceso ulteriormente e ha probabilmente raggiunto un minimo di periodo.

Il motivo principale alla base di questa deludente performance del comparto dei metalli preziosi è che diverse componenti della domanda di oro si sono indebolite durante l'estate: le posizioni in oro degli ETF sono diminuite perché l'aumento dei tassi di interesse ha aumentato il costo-opportunità di detenere oro, mentre le preoccupazioni geopolitiche si sono temporaneamente attenuate, limitando la domanda di beni rifugio; gli acquisti da parte delle banche centrali hanno apparentemente perso slancio dopo l'impressionante processo di accumulo registrato negli ultimi trimestri; il settore della gioielleria ha subito la concorrenza di altre spese discrezionali, tra cui i viaggi e le spese per il tempo libero.

Così, in assenza di una chiara spinta da parte dei fondamentali di domanda e offerta, l'oro ha seguito le oscillazioni delle aspettative relative a politiche monetarie (sempre più dipendenti dai dati macroeconomici), rendimenti obbligazionari e forza relativa del dollaro americano. Prevediamo che anche nei prossimi mesi l'oro mancherà di direzionalità e sarà influenzato principalmente dall'evoluzione di questi *driver*: i dati macroeconomici saranno fondamentali

perché influenzeranno la Federal Reserve e plasmeranno le aspettative sulle politiche monetarie, e quindi sui prezzi degli asset.

In occasione della riunione del FOMC di settembre, la Federal Reserve ha lasciato i tassi di interesse di riferimento stabili al 5,50%, il livello più alto dal febbraio 2001, ma ha segnalato che un ultimo rialzo dei tassi potrebbe avvenire nel corso dell'anno, se necessario. Tuttavia, la Fed ha anche avvertito che i tassi d'interesse rimarranno a livelli molto elevati finché sarà necessario per combattere le pressioni inflazionistiche. Attualmente, il mercato prevede che a novembre la Fed potrebbe aumentare un'ultima volta i tassi di riferimento di 25 pb e potrebbe attuare un primo taglio a marzo. Tuttavia, tali aspettative potrebbero rivelarsi troppo ottimistiche se l'inflazione dovesse rimanere più forte del previsto dati gli elevati prezzi delle materie prime, sostenuti da fattori esogeni.

Questo scenario implica che oro, argento, platino e palladio rimarranno probabilmente vicini agli attuali intervalli di prezzo finché l'economia globale continuerà a rallentare e la politica monetaria statunitense rimarrà restrittiva.

Oro

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) mostrano che nel 2° trimestre 2023 la domanda di oro (esclusi OTC) è scesa del 2% a/a, trainata da flussi in uscita da ETF basati sull'oro, ma anche da un rallentamento degli acquisti delle banche centrali e da una minore domanda dal settore tecnologico. Gli ETF hanno rilasciato oro (registrando quindi una domanda netta negativa) per un quinto trimestre consecutivo, anche se il confronto in termini annui è positivo a causa delle significative vendite di oro registrate nel 2° trimestre 2022 (tali flussi di vendite seguirono la corsa agli acquisti di beni rifugio innescata dal panico per lo scoppio della guerra in Ucraina): nel 2° trimestre 2023, gli ETF sostenuti dall'oro hanno rilasciato quasi 21 tonnellate d'oro (corrispondenti a circa il 2% della domanda d'oro trimestrale), mentre nel 2° trimestre 2022 avevano rilasciato circa 47 tonnellate d'oro (corrispondenti a circa il 5% della domanda d'oro trimestrale). Al contrario, nel 2° trimestre 2023 l'utilizzo di oro in lingotti e monete è aumentato del 6% a/a, raggiungendo le 278 tonnellate (pari al 27% della domanda trimestrale di oro), poiché un'inflazione elevata nella maggior parte dei Paesi ha incrementato l'attrattiva dell'oro come riserva di valore per gli investitori *retail*. Nei restanti trimestri del 2023, prevediamo che gli investimenti in oro rimarranno solidi, favoriti dai rischi di recessione e dalla ricerca di beni rifugio da parte degli investitori.

Nell'ultimo trimestre, gli acquisti di oro da parte del settore ufficiale si sono indeboliti sia su base annua che su base trimestrale, dopo aver rappresentato la componente più forte della domanda nel 1° trimestre 2023. Nel secondo trimestre 2023 gli acquisti di oro delle banche centrali si sono ridotti del 35% a/a, scendendo a 103 tonnellate, a causa delle vendite tattiche attuate da alcune banche centrali. Nonostante il rallentamento, le banche centrali hanno comunque incrementato i loro acquisti netti per l'undicesimo trimestre consecutivo.

Nel settore della gioielleria, la domanda di oro per la fabbricazione di gioielli, che considera sia il consumo di oro che la costituzione di scorte nel settore, è diminuita nel 2° trimestre 2023, con un calo del -0,4% a/a. Il consumo di gioielli è aumentato del 2% a/a, raggiungendo le 476 tonnellate, grazie alla forte ripresa post-Covid in Cina (dove la domanda è aumentata del 18% a/a), parzialmente compensata da una domanda più debole in India (-8% a/a a causa dei prezzi elevati). Al contrario, le scorte di gioielli si sono ridotte del 52% su base annua, raggiungendo le 15 tonnellate (l'elevata percentuale di diminuzione si spiega con una bassa base per le scorte d'oro). La domanda di gioielli potrebbe indebolirsi nella restante parte del 2023, poiché prezzi elevati e rischi di recessione potrebbero influire negativamente sul sentiment dei consumatori e sulla propensione agli acquisti discrezionali, soprattutto in India, uno dei maggiori mercati mondiali.

L'utilizzo dell'oro nel settore tecnologico è diminuito del 10% su base annua, raggiungendo le 70 tonnellate, in uno dei trimestri più deboli mai registrati, a causa dell'elevata inflazione che ha eroso i redditi disponibili e influenzato negativamente la spesa dei consumatori. Il settore dell'elettronica è stato particolarmente colpito ed ha registrato un calo significativo delle scorte d'oro. Prevediamo comunque che la domanda nel settore industriale possa aumentare nel 2° semestre 2023 grazie al lancio di nuovi prodotti nel settore dell'elettronica.

Stime del World Gold Council per il 2° trimestre del 2022 e del 2° trimestre del 2023, in tonnellate

	2T22	% sul totale	2T23	% sul totale	yoy Crescita %
Domanda totale di oro, in tonnellate	944		921		-2%
Consumi in gioielleria	462	50%	476	46%	3%
Scorte in gioielleria	32	3%	15	1%	-52%
Lingotti e monete	261	28%	278	27%	6%
ETF	-47	-5%	-21	-2%	---
Banche centrali	159	17%	103	10%	-35%
Tecnologia	78	9%	70	7%	-10%
Offerta totale di oro, in tonnellate	1,177		1,255		7%
Produzione mineraria	889	80%	923	81%	4%
Hedging netto dei produttori	2	0%	10	1%	375%
Oro riciclato	285	26%	322	28%	13%

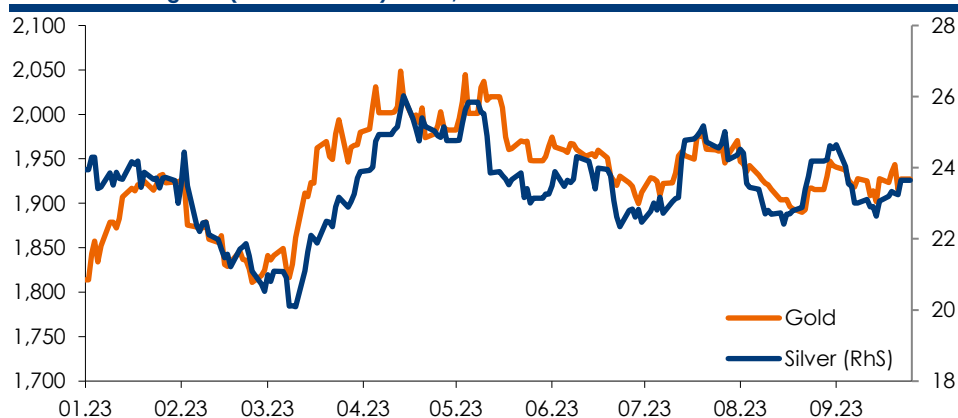
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Le nostre previsioni indicano prospettive più fragili e incerte per la domanda di gioielli, ma una contrazione della spesa discrezionale potrebbe essere compensata da un rinnovato appetito degli investitori per l'oro, grazie al rallentamento della crescita globale e alle aspettative di un nuovo ciclo di allentamento monetario. Pertanto, l'oro potrebbe scambiare per un periodo prolungato in un intervallo di 1.900-2.000 USD/oz, con una volatilità principalmente alimentata dai dati macroeconomici. Secondo il nostro modello di base, l'oro potrebbe registrare una media di 1.960 dollari nel 4° trimestre, 1.950 dollari nel 2024 e 1.940 dollari nel 2025.

Argento

Data la correlazione positiva tra oro e argento, prevediamo che quest'ultimo metallo possa raggiungere una media di 25,0 dollari nel 4° trimestre, 25,2 dollari nel 2024 e 25,1 dollari nel 2025.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

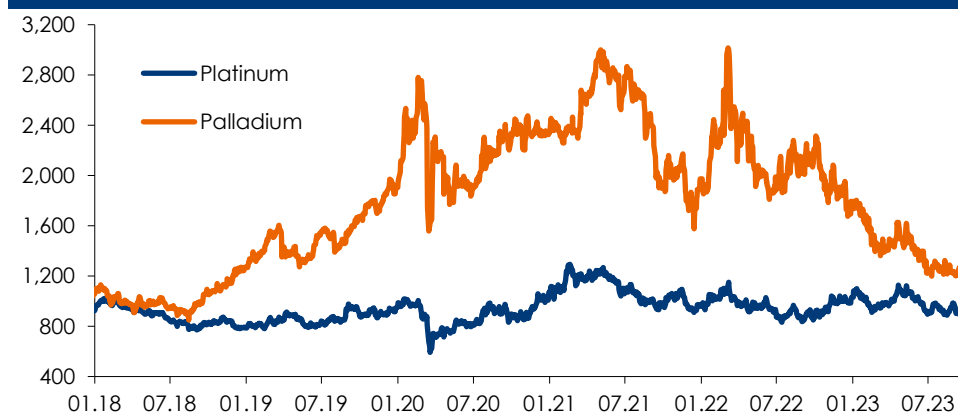
Platino e palladio

Nel corso di quest'anno, il platino ha sinora sovraperformato il palladio, in quanto quest'ultimo metallo è stato influenzato negativamente dai processi di sostituzione ed elettrificazione nel settore automobilistico e dall'affievolirsi dei rischi di approvvigionamento dalla Russia. Tuttavia, entrambi i metalli hanno registrato perdite significative a causa del progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico.

Prevediamo che la domanda di platino e palladio rimarrà contenuta nei prossimi tre-sei mesi. Una modesta ripresa potrebbe verificarsi nel 2024 se l'economia globale dovesse accelerare e le politiche monetarie diventare più accomodanti.

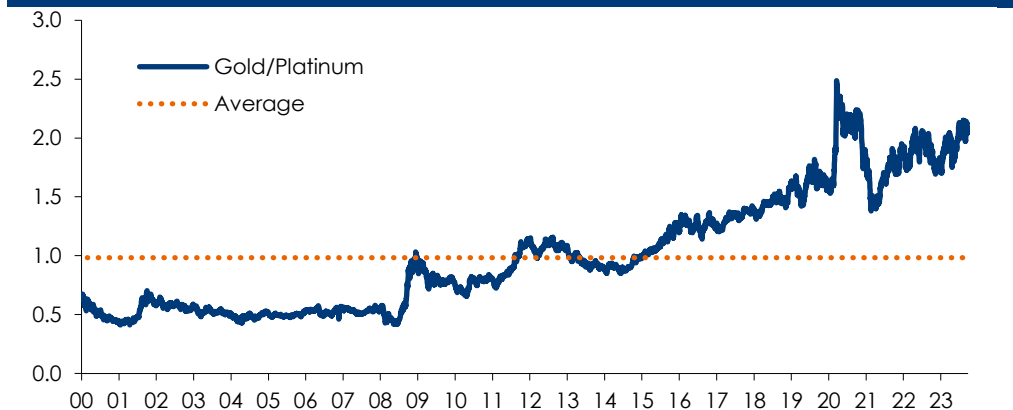
Il nostro scenario prevede un prezzo medio del platino di 970 dollari l'oncia e un prezzo medio del palladio di 1.270 dollari l'oncia nel 4° trimestre, ma negli ultimi mesi dell'anno i rischi sono orientati al ribasso per entrambi i metalli. Negli anni successivi, la *sovraperformance* del platino potrebbe continuare. Infatti, i prezzi del platino potrebbero aumentare in misura modesta fino a raggiungere un prezzo medio di 1.000 dollari l'anno prossimo e di 1.070 dollari nel 2025. Al contrario, i prezzi del palladio potrebbero scendere a una media di 1.260 dollari nel 2024 e di 1.250 dollari nel 2025.

Prezzi di platino e palladio in USD/oncia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-platino



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro-palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto platino-palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

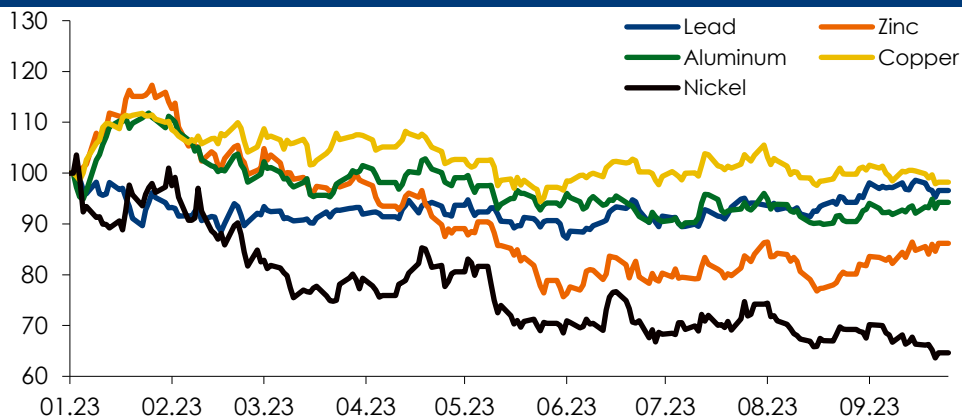
AI 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
LME ORO (USD/oz)	1,960	1,960	1,940	1,950	1,940	1,910
LME ARGENTO (USD/oz)	25.0	25.3	24.0	25.2	25.2	25.1
LME PLATINO (USD/oz)	970	970	985	1,000	1,070	1,150
LME PALLADIO (USD/oz)	1,270	1,270	1,385	1,260	1,250	1,300

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: "canarini nella miniera di carbone"

I metalli sono *leading indicators* del ciclo economico. Pertanto, la recente debolezza dei prezzi e il rimbalzo delle scorte non sono segnali incoraggianti per l'economia globale. Prevediamo ulteriori pressioni al ribasso sui prezzi nei restanti mesi del 2023, mentre un sentiment di mercato più costruttivo potrebbe emergere nel corso del prossimo anno.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nonostante la relativa resilienza mostrata finora nel 3° trimestre dai prezzi della maggior parte dei metalli industriali, i segnali provenienti dai mercati fisici e finanziari indicano un deterioramento delle prospettive a breve termine: gli operatori commerciali stanno riducendo le scorte di metalli per tagliare i costi a causa degli alti tassi di interesse e della debolezza della domanda finale; le scorte di metalli presso le principali borse merci stanno rapidamente aumentando, segnalando un calo dei consumi; le curve *forward* si sono spostate in ampio *contango*, indicando una scarsissima domanda da parte degli acquirenti finali.

Poiché i metalli sono *leading indicators* del ciclo economico, la recente debolezza dei prezzi e il rimbalzo delle scorte non sono segnali incoraggianti per l'economia globale, almeno nel breve periodo.

Coerentemente con il nostro scenario macroeconomico, prevediamo che le pressioni al ribasso sui prezzi potrebbero intensificarsi nei restanti mesi del 2023, e riteniamo possibile che la maggior parte dei metalli testino nuovamente i minimi da inizio anno.

Al contrario, riteniamo che nel corso del 2024 e negli anni successivi possa alimentarsi un *sentiment* di mercato più costruttivo, in quanto prevediamo che i prezzi dei metalli aumenteranno con l'ampliarsi dei deficit originati dai crescenti consumi globali e dai limiti alla produzione. Pertanto, i prossimi mesi potrebbero offrire interessanti opportunità per implementare un'esposizione di lungo termine al settore.

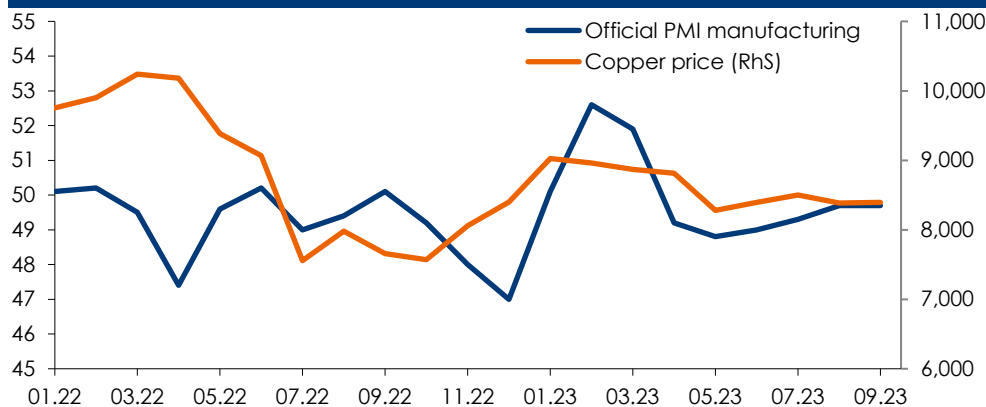
Tra i principali rischi che gravano sul nostro scenario, segnaliamo la Cina e le politiche monetarie statunitensi. Infatti, una crescita cinese più debole del previsto e tassi d'interesse più alti più a lungo potrebbero influire negativamente sui prezzi dei metalli perché entrambi i fattori eroderebbero ulteriormente la domanda globale. Pertanto, i prezzi dei metalli potrebbero scendere più di quanto attualmente previsto nei prossimi sei mesi e la ripresa prevista potrebbe essere ulteriormente ritardata verso fine 2024 o al 2025.

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

Rame

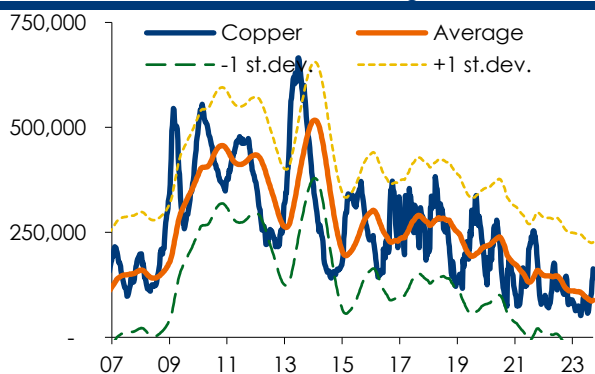
Nel nostro scenario di base, prevediamo che i prezzi del rame LME 3m potrebbero subire maggiori pressioni al ribasso nel breve termine e potrebbero attestarsi su una media di 8.400 dollari per tonnellata nel 4° trimestre. In seguito, i prezzi potrebbero tornare a salire nei prossimi anni, avvicinandosi a una media di 8.750 dollari per tonnellata nel 2024 e di 9.500 dollari nel 2025, grazie all'accelerazione della crescita della domanda globale sostenuta dagli investimenti in elettrificazione, interconnessioni di rete e transizione energetica.

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



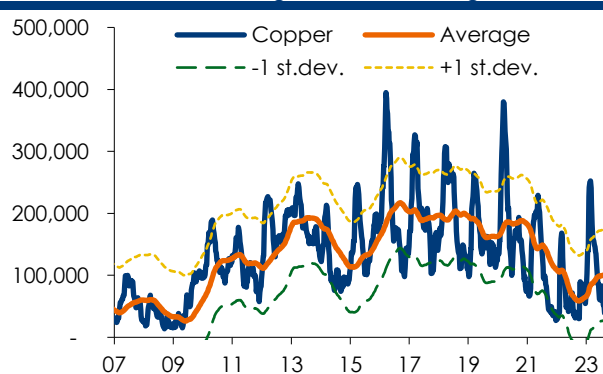
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



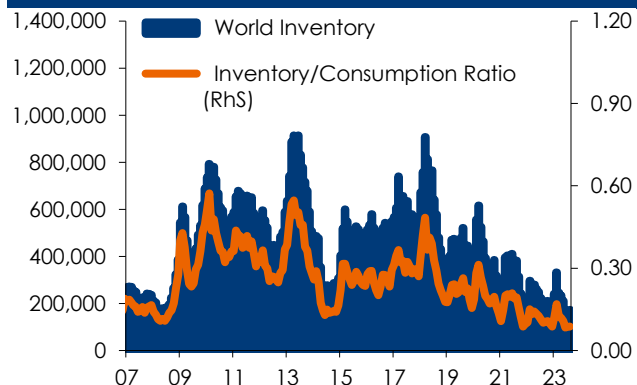
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures LME a 3 mesi in USD/tonnellata

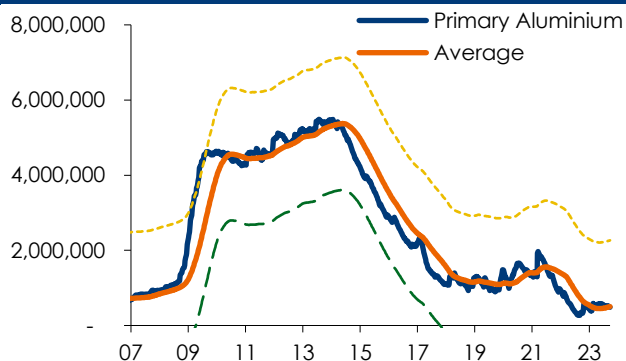


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio

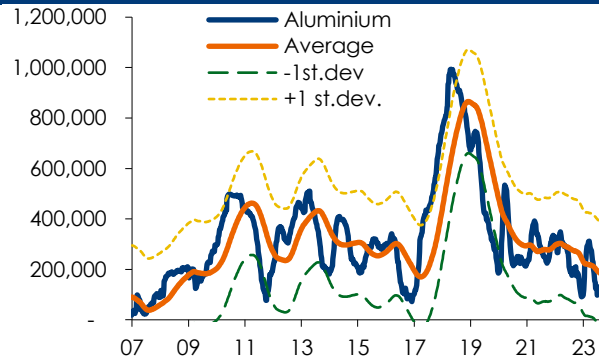
Nel nostro scenario di base, i prezzi dell'alluminio LME 3m potrebbero attestarsi intorno a una media di 2.175 dollari per tonnellata nel 4° trimestre e salire a una media di 2.275 dollari nel 2024 e a 2.470 dollari nel 2025. La volatilità potrebbe essere alimentata dalle oscillazioni dei prezzi dell'energia, ma anche da problemi alle forniture. Le chiusure invernali e i vincolanti target di riduzione dell'inquinamento atmosferico in Cina hanno un impatto mondiale a causa del peso di questo Paese sulla catena di fornitura globale.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



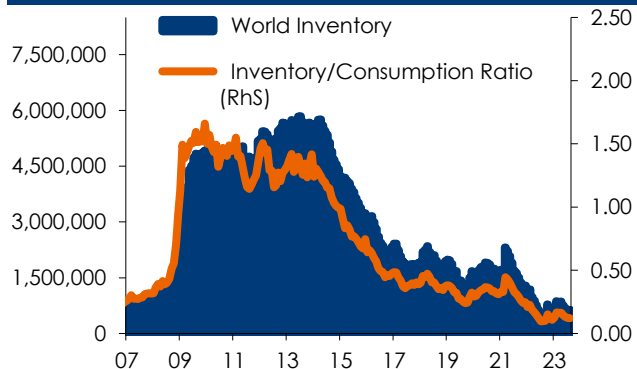
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures LME a 3 mesi in USD/tonnellata

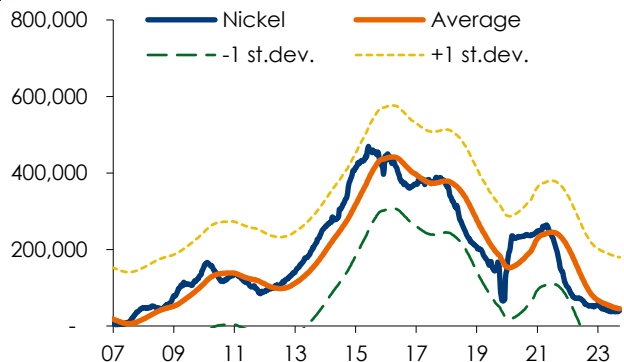


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nichel

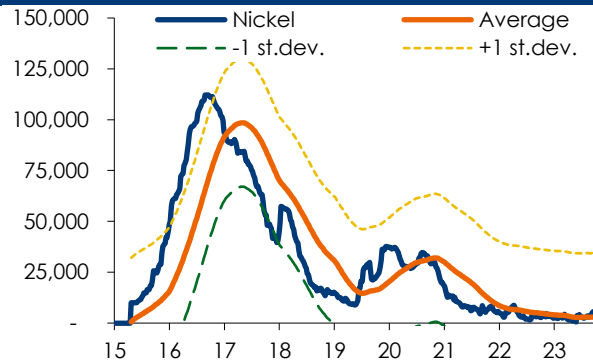
Nel nostro scenario di base, prevediamo che i prezzi del nichel LME 3m possano scambiare intorno a una media di 20.600 dollari per tonnellata nel 4° trimestre. In seguito, i prezzi potrebbero salire a una media di 21.500 dollari nel 2024 e a una media di 23.300 dollari nel 2025, grazie all'elevata domanda di metallo nel settore delle batterie, ai rischi geopolitici e alle politiche protezionistiche nel Sud-est asiatico.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



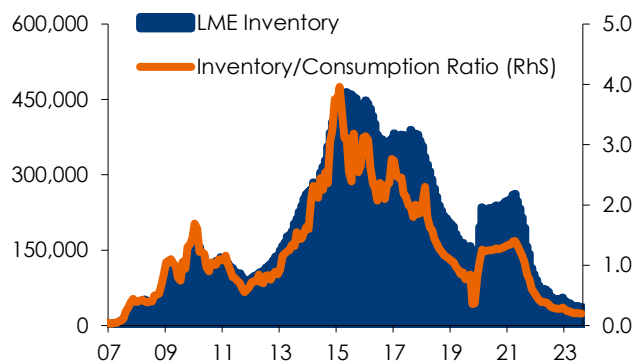
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures LME a 3 mesi in USD/tonnellata

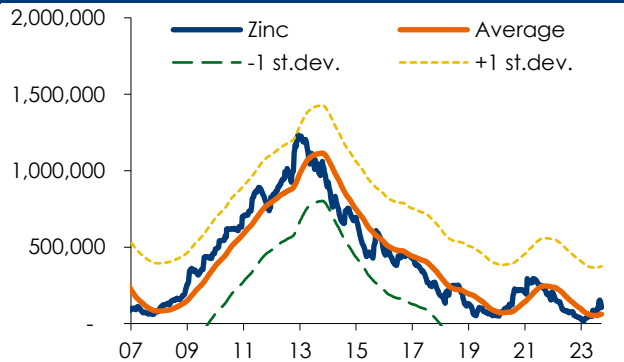


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco

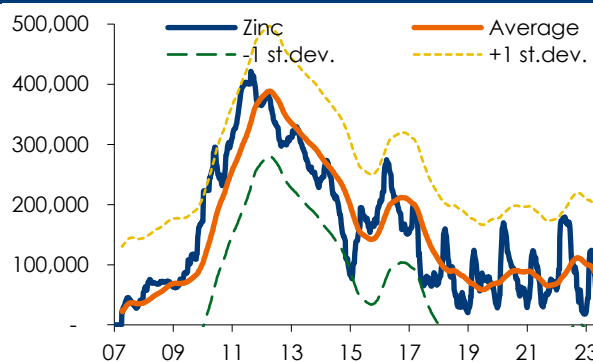
Nel nostro scenario di base, i prezzi dello zinco LME 3m potrebbero scambiare intorno a una media di 2.400 dollari per tonnellata nel 4° trimestre. In seguito, potrebbero salire verso una media di 2.500 dollari nel 2024 e a 2.700 dollari per tonnellata nel 2025. Lo zinco è particolarmente sensibile alle aspettative sulla salute del settore immobiliare cinese. È probabile che le nostre previsioni vengano riviste al rialzo, nel caso in cui gli investimenti immobiliari accelerassero grazie al successo delle misure di stimolo.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



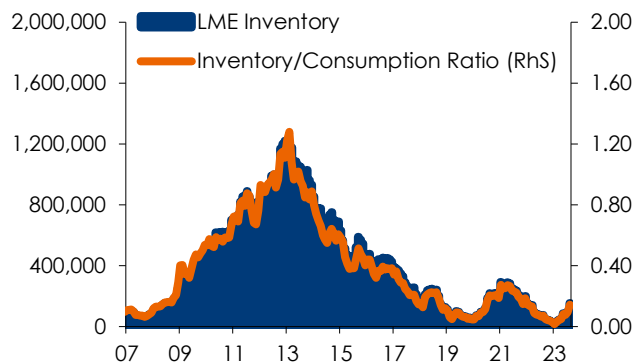
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures LME a 3 mesi in USD/tonnellata

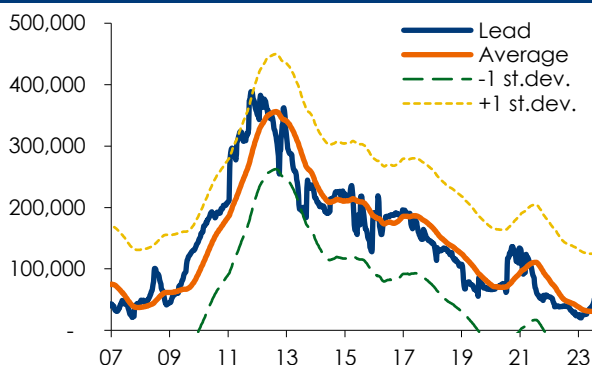


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo

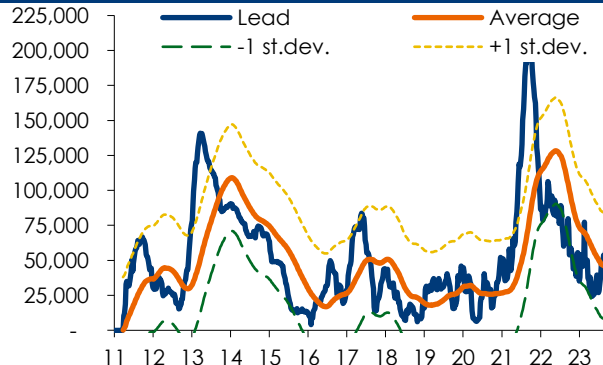
Nel nostro scenario di base, i prezzi del piombo LME 3m potrebbero attestarsi intorno a una media di 2.125 dollari per tonnellata nel 4° trimestre e vicino a una media di 2.155 dollari nel 2024 e 2.200 dollari nel 2025. Nel lungo termine, il piombo dovrebbe sottoperformare gli altri metalli industriali a causa dei tassi di riciclo più elevati.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



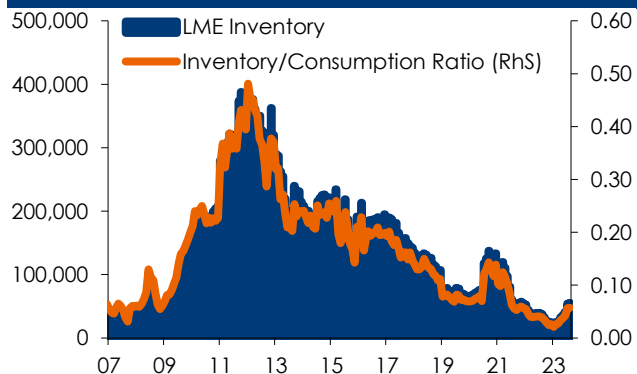
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto scorte/consumo globale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Prezzi dei futures LME a 3 mesi in USD/tonnellata



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Settore siderurgico

I futures su ferro e acciaio sono profondamente influenzati dalle prospettive di domanda in Cina, strettamente legati all'efficacia degli stimoli al settore immobiliare e all'impatto delle chiusure obbligatorie delle fonderie durante l'inverno. Negli ultimi mesi ha prevalso l'ottimismo, ma riteniamo che il *sentiment* di mercato potrebbe tornare negativo negli ultimi mesi del 2023. Pertanto, i prezzi di ferro e acciaio potrebbero diminuire.

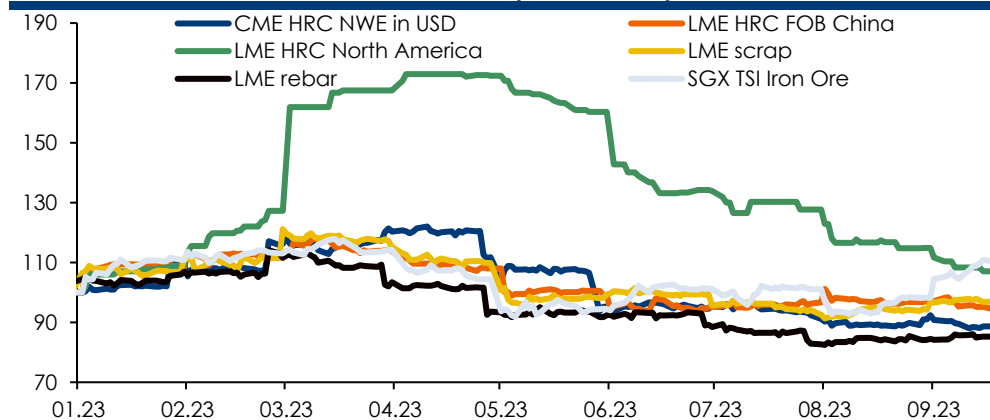
Considerando come *benchmark* per il minerale di ferro il contratto future a un mese quotato alla Borsa di Singapore, basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato dallo Steel Index, il ferro potrebbe scambiare intorno a una media di 107 dollari per tonnellata nel 4° trimestre, 102 dollari per tonnellata nel 2024 e 98 dollari per tonnellata nel 2025.

Considerando come parametro di riferimento per l'acciaio statunitense i contratti futures LME su *hot rolled coils* nordamericani, prevediamo che i prezzi potrebbero attestarsi su una media di 750 dollari per tonnellata nel 4° trimestre, 740 dollari nel 2024 e 730 dollari nel 2025.

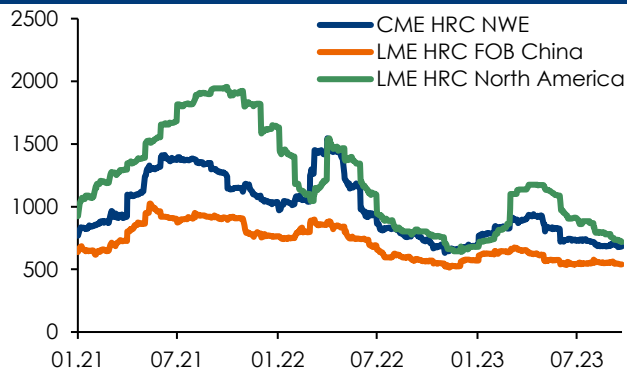
Consideriamo come benchmark per i prezzi europei dell'acciaio il contratto future del CME, basato sull'indice dei prezzi Argus per *hot rolled coils* in Europa nord-occidentale, e i contratti future LME su rottami e tondini. Prevediamo che gli *hot rolled coils* dovrebbero essere scambiati intorno ad una media di 630 euro per tonnellata nel 4° trimestre, 610 euro nel 2024 e 590 euro nel 2025.

I tondini LME dovrebbero essere scambiati intorno a una media di 560 dollari per tonnellata nel 4° trimestre, 540 dollari nel 2024 e 520 dollari nel 2025. Il rottame LME dovrebbe essere scambiato intorno a una media di 360 dollari per tonnellata nel 4° trimestre, 350 dollari nel 2024 e 335 dollari nel 2025.

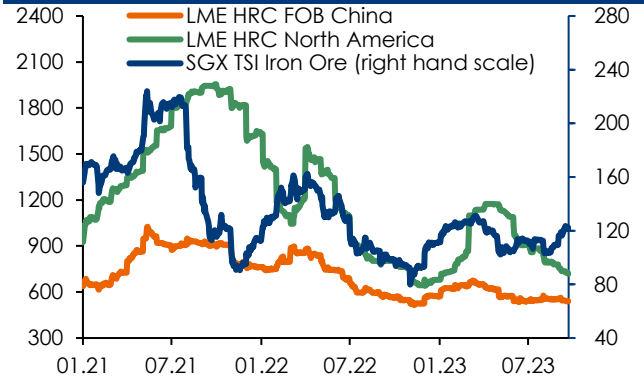
Performance di selezionati futures su acciaio e ferro (dic. 2022 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC in USA, Cina ed Europa in USD/ton

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC in USA, Cina e prezzo del ferro in USD/mt

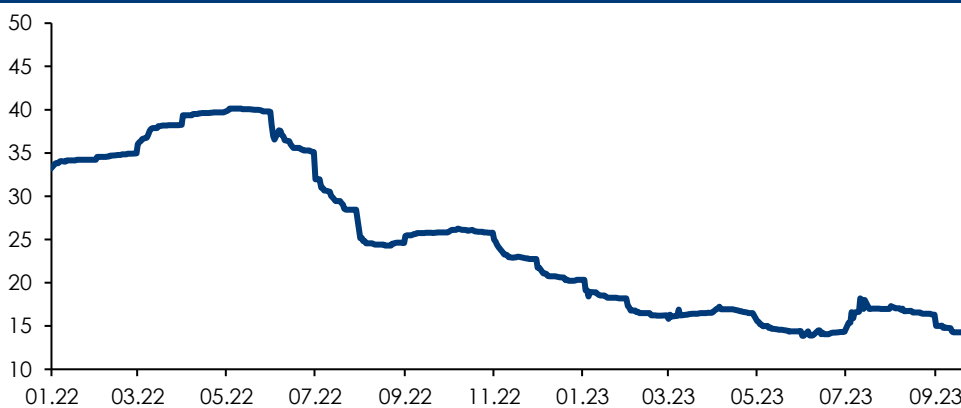
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Battery metals: un buon entry point

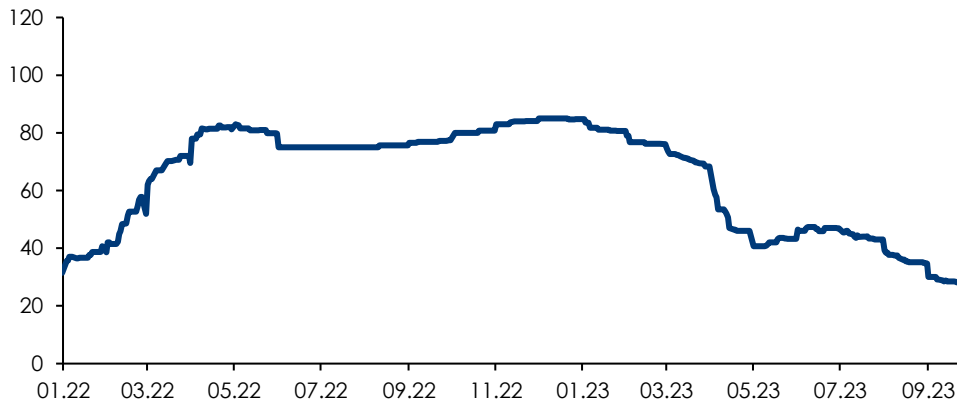
Utilizziamo come parametri di riferimento per le previsioni e i target di prezzo i futures COMEX sul cobalto metallico (Fastmarkets) in USD/lb e i futures COMEX sull'idrossido di litio (LiOH) (Fastmarkets) in USD/kg.

I prezzi di cobalto e litio sono scesi più del previsto nel 2023 a causa dell'indebolimento della domanda globale. Infatti, le preoccupazioni per il rallentamento della crescita economica e i possibili ritardi nella transizione energetica hanno finora prevalso sulla minaccia di scarsità sui mercati fisici e sulle strozzature lungo la catena di fornitura.

È vero che le attuali prospettive macroeconomiche non sono favorevoli ai prezzi delle materie prime e che la crescita economica è destinata a rallentare ulteriormente nei prossimi mesi in diverse aree, ma a nostro avviso i *battery metals* hanno raggiunto una fascia di prezzo interessante, che potrebbe stimolare la domanda da parte degli utenti finali e l'appetito speculativo sui mercati finanziari. Di fatto, gli investitori potrebbero cogliere questa opportunità e iniziare a montare le loro esposizioni di lungo periodo grazie ad un attraente livello di ingresso. Prevediamo quindi che i *battery metals* rimbalzeranno prima degli altri metalli industriali, con un probabile anticipo di tre o quattro mesi sul comparto. Secondo il nostro scenario di base, i prezzi del cobalto potrebbero recuperare terreno e raggiungere una media di 16,0 sia nel 4° trimestre 2023 che nel 2024, e di 17,0 dollari nel 2025. I prezzi del litio potrebbero salire vicino a una media di 36 dollari nel 4° trimestre 2023, 37 dollari nel 2024 e 40 dollari nel 2025.

Futures sul cobalto metallico COMEX (Fastmarkets) in USD/lb

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Futures COMEX sull'idrossido di litio (LiOH) (Fastmarkets) in USD/kg

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

AI 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
LME RAME 3M (USD/ton)	8,400	8,500	8,585	8,750	9,500	10,000
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,175	2,200	2,275	2,275	2,470	2,600
LME NICHEL 3M (USD/ton)	20,600	20,900	22,550	21,500	23,300	24,500
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,400	2,425	2,620	2,500	2,700	2,850
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,125	2,140	2,130	2,155	2,200	2,250
LME TIN 3M (USD/ton)	26,300	26,600	26,240	26,900	27,750	27,950
SGX FERRO (USD/ton)	107	106	113	102	98	97
LME HRC Nord America (USD/ton)	750	750	880	740	730	715
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	630	630	702	610	590	585
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	550	550	580	530	510	505
LME REBAR (USD/ton)	560	560	620	540	520	515
LME SCRAP (USD/ton)	360	360	390	350	335	330
COMEX LITIO (USD/kg)	36	35	49	37	40	42
COMEX COBALTO (USD/lb)	16.0	15.2	16.3	16.0	17.0	18.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Agricoli: El Niño è tornato

El Niño si è sviluppato durante l'estate. Questo fenomeno meteorologico implica solitamente temperature più calde in tutto il mondo e condizioni più secche nelle principali regioni produttrici, potenzialmente causando rese più basse e raccolti più scarsi. Pertanto, le anomalie meteorologiche potrebbero sostenere i prezzi agricoli nonostante uno scenario macroeconomico sfavorevole. Per gli investitori finanziari, il buon potenziale di diversificazione del complesso potrebbe diventare ancora più prezioso.

La maggior parte delle materie prime agricole ha subito pressioni al ribasso negli ultimi mesi per il rallentamento della crescita della domanda e l'affievolirsi delle preoccupazioni sulla sicurezza delle forniture, nonostante i seri rischi geopolitici e le politiche protezionistiche che hanno alimentato la volatilità.

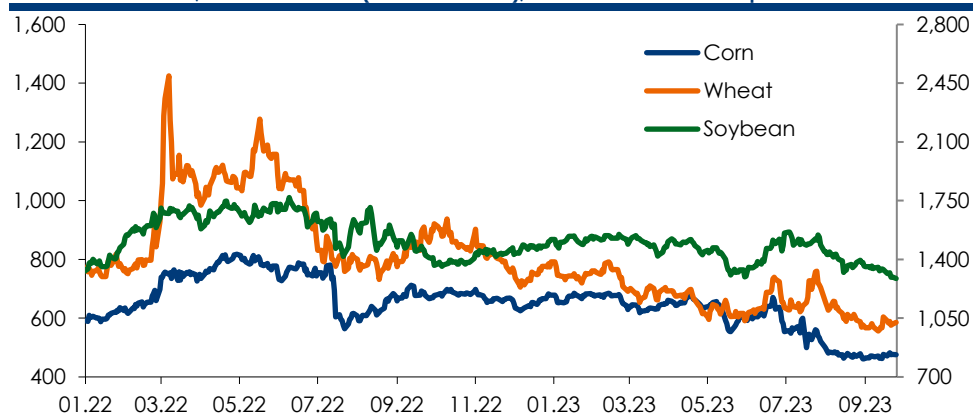
Nei prossimi mesi, un altro tema potrebbe emergere come primaria fonte di preoccupazione: l'Organizzazione Meteorologica Mondiale ha annunciato che durante l'estate il fenomeno meteorologico di El Niño si è sviluppato nel Pacifico tropicale per la prima volta in sette anni. Questo fenomeno di solito implica temperature più calde in tutto il mondo. Se El Niño dovesse persistere durante l'inverno dell'emisfero boreale, potrebbe causare temperature più calde del solito e siccità in Asia, Europa, Australia e Sud America. Condizioni climatiche più secche nelle principali regioni produttrici potrebbero ridurre le rese, influenzare negativamente i raccolti e quindi garantire sostegno ai prezzi agricoli nonostante uno scenario macroeconomico sfavorevole.

Inoltre, El Niño potrebbe anche causare temporanee interruzioni al transito delle materie prime attraverso i principali *choke point* del traffico marittimo (stretti, canali) per il probabile incremento di tifoni e tempeste tropicali. Una maggior frequenza di eventi meteorologici estremi implica una maggiore volatilità dei prezzi, soprattutto per le materie prime agricole.

Per gli investitori finanziari, questo scenario suggerisce che il potenziale di diversificazione del complesso (già molto buono, sulla base dei dati storici) potrebbe aumentare ulteriormente e diventare ancora più appetibile del solito.

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

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

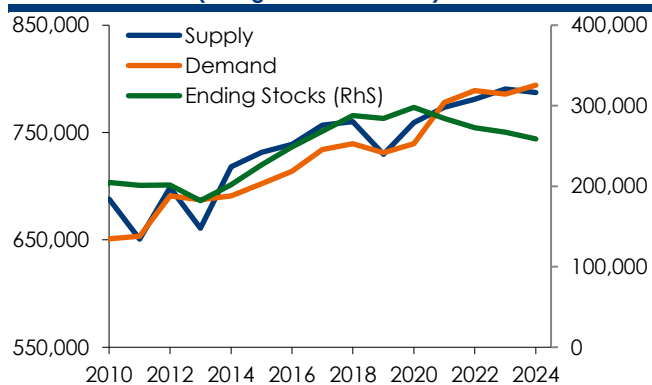


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Frumento

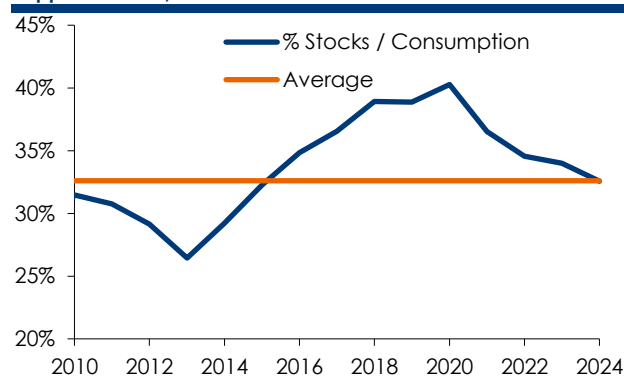
A settembre, il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha pubblicato il rapporto World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE), contenente stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per le stagioni 2022/23 e 2023/24. Secondo le stime dell'USDA, dopo un surplus dello 0,6% nella stagione 2022/23, il mercato del frumento potrebbe nuovamente registrare un forte deficit nella stagione 2023/24, stimato a circa -0,9% (quindi vicino al deficit del -1,0% rilevato due anni fa). Infatti, la produzione mondiale potrebbe diminuire dello 0,4% a/a nel 2023/24, raggiungendo i 787,3 milioni di tonnellate, mentre il consumo mondiale dovrebbe rimanere stabile a 796,1 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 3,2% a/a a 258,6 milioni di tonnellate. Pertanto, il rapporto scorte/consumo dovrebbe scendere al 32,5% nel 2023/24 dal 33,6% nel 2022/23. Nel nostro scenario di base, stimiamo un prezzo medio del frumento di 610 centesimi di dollari per il 4° trimestre 2023, 595 centesimi per il 2024 e 580 centesimi per il 2025. Sottolineiamo che i rischi del nostro scenario sono sbilanciati verso l'alto, poiché il frumento è molto sensibile agli sviluppi della guerra tra Russia e Ucraina e all'incertezza sulle spedizioni di materie prime attraverso il Mar Nero.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



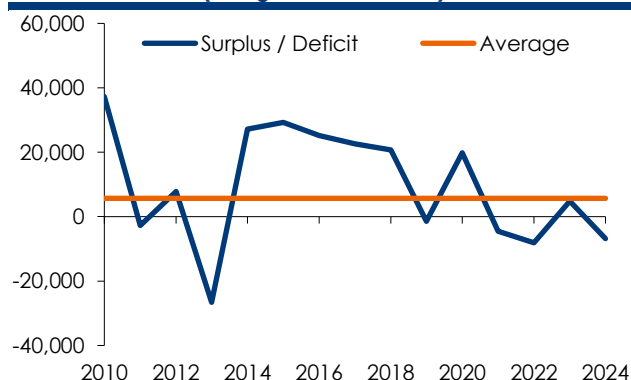
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo



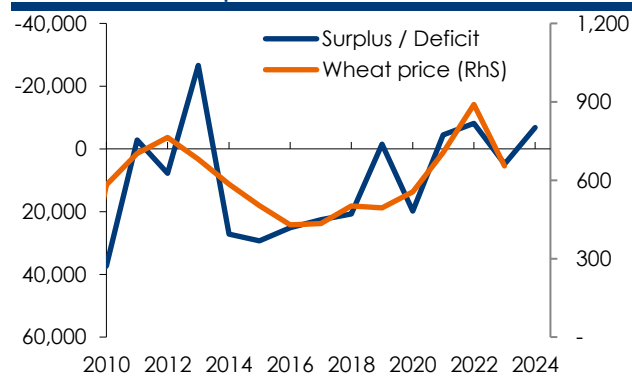
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi



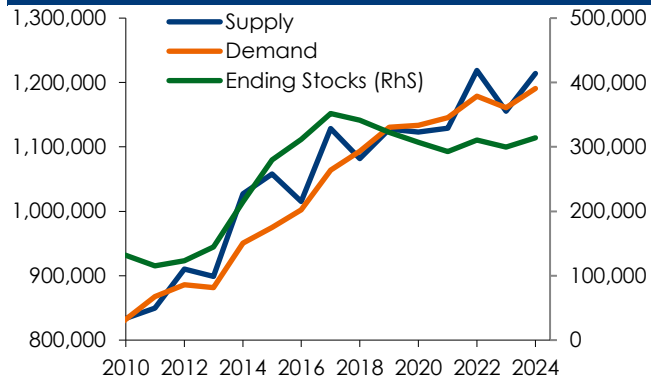
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Mais

Dopo aver registrato un deficit dello 0,4% nella stagione 2022/23, il mercato mondiale del mais potrebbe registrare un surplus del 2,0% nel 2023/24. Nel rapporto WASDE di settembre, infatti, l'USDA prevede che nel 2023/24 la produzione dovrebbe aumentare del 5,1% a/a a 1.214,3 milioni di tonnellate, mentre il consumo dovrebbe aumentare del 2,8% a/a a 1.199,8 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi aumentare del 4,8% a/a a 314,0 milioni di tonnellate, mentre il rapporto scorte/consumo dovrebbe salire al 26,2% dal 25,7% della stagione

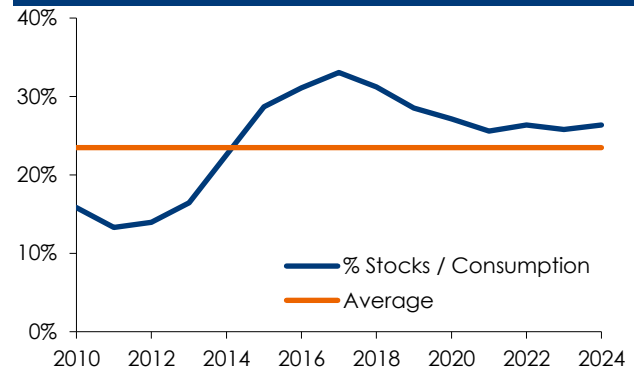
precedente. Stimiamo un prezzo medio di 460 centesimi di dollari per il 4° trimestre 2023, 450 centesimi per il 2024 e 440 centesimi per il 2025. A nostro avviso, i rischi sulle nostre previsioni sono sbilanciati verso l'alto. Infatti, se i prezzi della benzina rimanessero elevati, aumenterebbero anche i prezzi dell'etanolo, incrementando il consumo mondiale di mais e riducendo il surplus di mercato.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



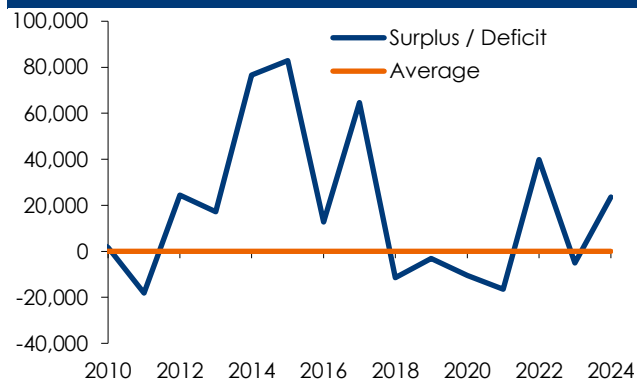
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo



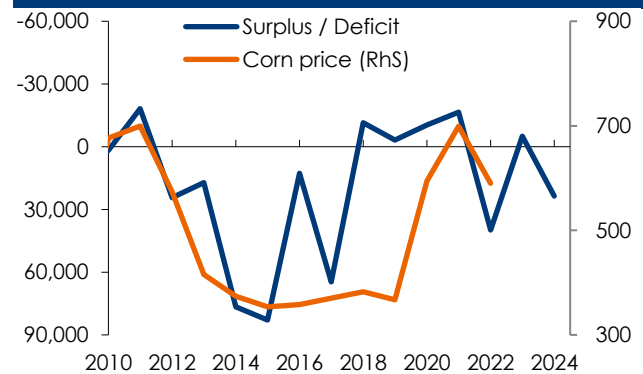
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi

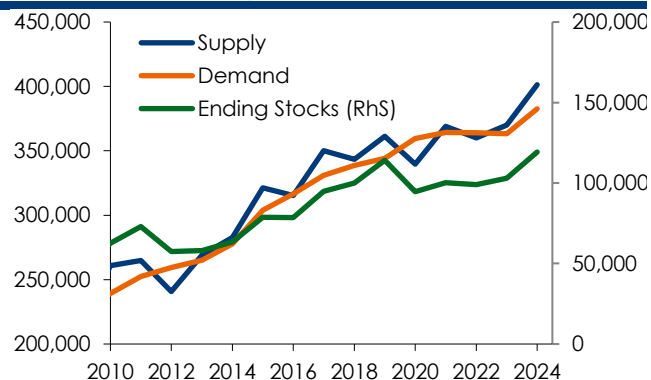


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia

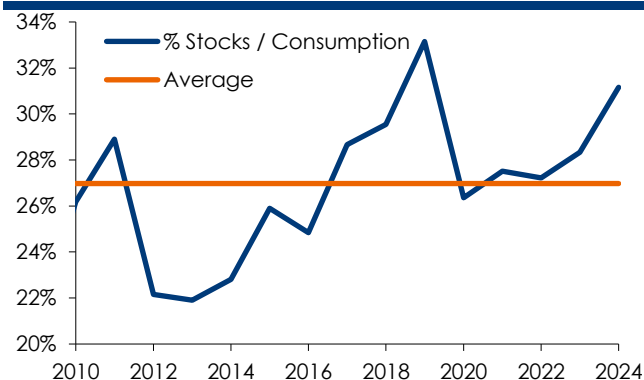
Nel rapporto di settembre, l'USDA prevede che, dopo un surplus di circa l'1,8% nella stagione 2022/23, l'eccesso di offerta sul mercato della soia potrebbe crescere ulteriormente, fino a raggiungere un surplus del 4,9% nella stagione 2023/24. In effetti, la produzione globale potrebbe crescere dell'8,4% a/a a 401,9 milioni di tonnellate, un nuovo record storico. Il consumo dovrebbe aumentare del 5,3% a/a e raggiungere 382,6 milioni di tonnellate, anch'esso un record storico. Si prevede quindi che le scorte aumenteranno di un impressionante 15,8% a/a a 119,3 milioni di tonnellate nella stagione 2023/24, anch'esso un record. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe aumentare al 31,2% dal 28,3% della stagione precedente. Nel nostro scenario di base, stimiamo un prezzo medio della soia di 1.375 centesimi di dollari per il 4° trimestre 2023, 1.330 centesimi per il 2024 e 1.300 centesimi per il 2025. A nostro avviso, i rischi sulle nostre previsioni sono sbilanciati verso l'alto. Infatti, elevati prezzi dell'energia solitamente implicano un aumento dei prezzi degli oli vegetali e quindi una domanda di semi superiore al previsto.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



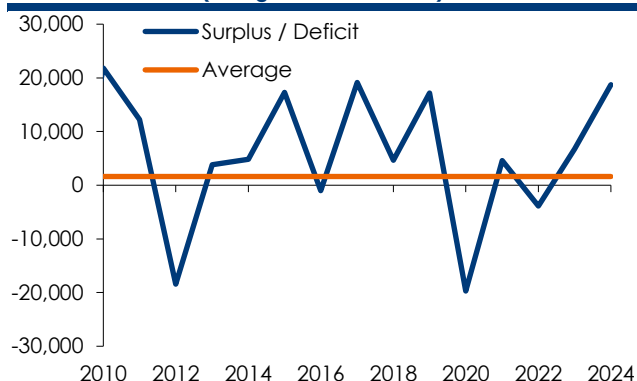
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto scorte/consumo



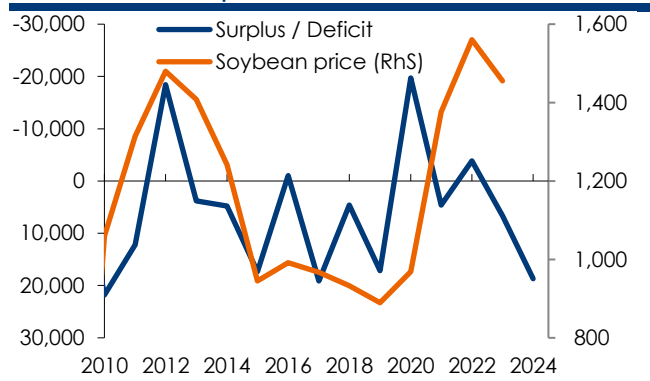
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e prezzi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Caffè

Secondo le stime pubblicate dall'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO) nel suo Coffee Market Report di agosto, le esportazioni totali di caffè sono diminuite del 5,7% a/a nel luglio 2023, raggiungendo i 10,2 milioni di sacchi. Le esportazioni di Arabica sono diminuite del 6,5% a/a a 6,2 milioni di sacchi, mentre quelle di Robusta sono aumentate del 7,2% a/a a 4,0 milioni di sacchi. Considerando l'attuale coffee year 2022/23, le esportazioni totali di caffè sono diminuite del 5,7% a/a a 103,7 milioni di sacchi. Nello stesso periodo, le esportazioni di Arabica sono diminuite del 10,3% a/a a 61,6 milioni di sacchi, mentre quelle di Robusta sono aumentate dell'1,9% a/a a 42,1 milioni di sacchi. Tuttavia, l'ICO avverte che il consumo di caffè e le esportazioni stanno divergendo: il calo delle esportazioni non è spiegato da una corrispondente diminuzione del consumo (anzi, la domanda globale è in aumento). L'attuale processo di riduzione delle scorte è una conseguenza dell'aggressiva fase di accumulo registrata durante la pandemia di Covid-19, "quando acquirenti, torrefattori e commercianti avrebbero accumulato grandi scorte di caffè che ora devono essere utilizzate prima di deperire".

L'ICO ha inoltre pubblicato le sue stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta per la stagione 2022/23, quando il mercato mondiale del caffè probabilmente registrerà un deficit di circa 7,3 milioni di sacchi, più ampio rispetto al deficit di circa 7,1 milioni di sacchi registrato nella stagione precedente. Secondo le stime dell'ICO, nel 2022/23 la produzione mondiale di caffè raggiungerà un nuovo record storico di 171,3 milioni di sacchi (+1,7% a/a). La produzione di Arabica aumenterà del 4,6% a/a a 98,6 milioni di sacchi, mentre quella di Robusta diminuirà del 2,1% a/a a 72,7 milioni di sacchi. La domanda mondiale è stimata a 178,5 milioni di sacchi

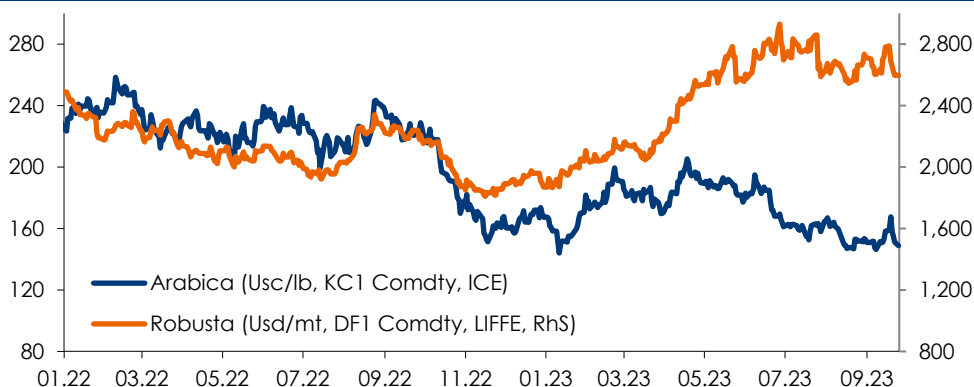
(+1,7% a/a) per il coffee year 2022/23. Tutte le principali regioni consumatrici hanno aumentato i consumi, con l'Europa che ha registrato il tasso di crescita più lento (solo +0,1% a/a).

L'ICO non ha ancora rilasciato stime ufficiali per la stagione 2023/24. Tuttavia, altre fonti industriali prevedono che il mercato del caffè potrebbe tornare in surplus grazie alla prevista ripresa della produzione mondiale trainata dal Brasile. Infatti, condizioni climatiche più favorevoli e una migliore disponibilità di fertilizzanti potrebbero compensare la stagionalità negativa delle piante di Arabica, alle prese con il loro *off-year*, cioè l'anno di raccolti più scarsi nel ciclo di produzione biennale.

I numeri ufficiali pubblicati a settembre dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) del Brasile sul raccolto di caffè brasiliano mostrano che nella stagione 2023/24 la produzione totale nel Paese potrebbe aumentare del 6,8% a/a, raggiungendo i 54,4 milioni di sacchi, un secondo anno di espansione nonostante si tratti di un *off-year* nel ciclo biennale di produzione degli alberi di Arabica. La CONAB prevede che la produzione totale di Arabica in Brasile potrebbe aumentare del 16,6% a/a nel 2023/24, raggiungendo i 38,2 milioni di sacchi, un secondo anno di espansione grazie a condizioni climatiche più favorevoli rispetto alle due stagioni precedenti. Al contrario, la produzione totale di Robusta in Brasile potrebbe diminuire dell'11,0% a/a nel 2023/24 a 16,2 milioni di sacchi per le minori rese nella principale regione di produzione, Espírito Santo, dove condizioni climatiche avverse hanno avuto un impatto negativo sulle prime fasi del ciclo produttivo.

Nonostante il rallentamento dell'economia mondiale e il previsto miglioramento delle forniture di caffè, la domanda mondiale di caffè potrebbe continuare a crescere mentre le condizioni climatiche potrebbero tornare ad essere sfavorevoli in America Latina e nel Sud-Est asiatico a causa dell'impatto di El Niño. Pertanto, secondo il nostro scenario di base, i prezzi del caffè potrebbero rimanere vicini all'attuale range di prezzo per un periodo prolungato. Nel 4° trimestre 2023, il prezzo medio dell'Arabica potrebbe avvicinarsi ai 155 centesimi di dollari e quello della Robusta ai 2.700 dollari. Nel 2024, l'Arabica potrebbe scambiare attorno ad una media di 160 centesimi di dollari e la Robusta di 2.780 dollari. Nel 2025, l'Arabica potrebbe registrare una media di 158 centesimi di dollari e la Robusta di 2.740 dollari.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

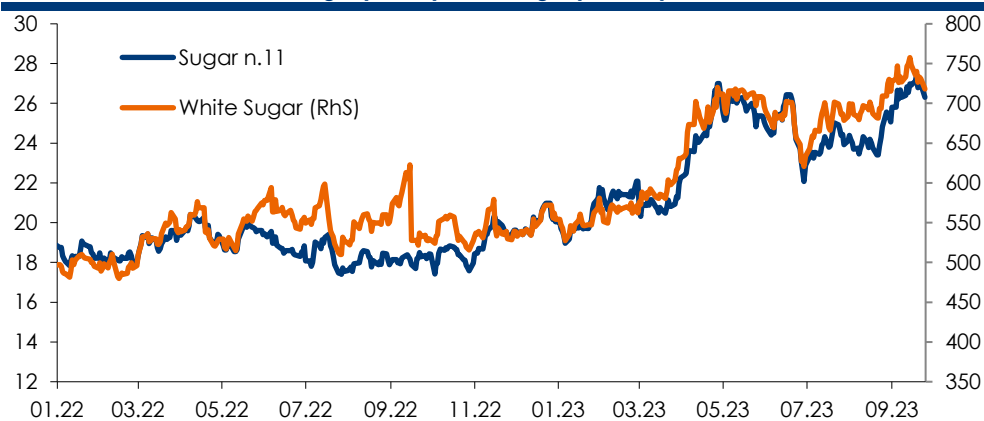
Zucchero

Secondo le ultime stime pubblicate a metà agosto dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), dopo aver registrato un surplus di circa 0,5 milioni di tonnellate nella stagione 2022/23, il mercato mondiale è destinato a tornare in deficit nel 2023/24, pari a circa 2,1 milioni di tonnellate, a causa di un calo della produzione (dovuta ai raccolti deludenti in India e

Thailandia e alla stagionalità negativa in Brasile) e di un aumento dei consumi. Infatti, la produzione dovrebbe calare dell'1,2% a/a a 174,8 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale dovrebbe crescere di un modesto 0,2% a/a a 177,0 milioni di tonnellate.

Pertanto, nonostante il rallentamento della crescita economica, i prezzi dello zucchero potrebbero rimanere ben sostenuti e soggetti a rischi di rialzo a causa degli elevati prezzi dell'energia (poiché la canna da zucchero viene utilizzata anche per produrre etanolo, un carburante di origine vegetale che potrebbe erodere le quote di mercato dei combustibili fossili). Attualmente, stimiamo che nel 4° trimestre i prezzi dello zucchero saranno in media di circa 25,5 centesimi di dollari per i futures sullo zucchero n.11 e di 720 dollari per i futures sullo zucchero bianco, mentre nel 2024 i prezzi dello zucchero potrebbero scambiare in media sui 24,7 centesimi di dollari per i futures sullo zucchero n.11 e i 695 dollari per i futures sullo zucchero bianco. Nel 2025 i prezzi potrebbero attestarsi in media sui 24,1 centesimi di dollari per i futures sullo zucchero n.11 e i 680 dollari per i futures sullo zucchero bianco.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cacao

Secondo le stime pubblicate nel Quarterly Bulletin of Cocoa Statistics di agosto dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), nella stagione 2022/23 il mercato globale del cacao potrebbe registrare un secondo anno consecutivo di deficit, anche se inferiore rispetto alla stagione precedente. L'ICCO stima, infatti, un deficit di circa 116 mila tonnellate, rivisto al ribasso rispetto al deficit di 142 mila tonnellate previsto nelle stime precedenti e al deficit di 216 mila tonnellate registrato un anno fa. Infatti, la produzione mondiale di cacao potrebbe aumentare meno di quanto previsto in precedenza, del 2,3% a/a a 4,9 milioni di tonnellate, mentre i *grindings* (o macinazioni) potrebbero aumentare solo dello 0,2% a/a a 5,0 milioni di tonnellate, meno di quanto previsto in precedenza. Le scorte finali potrebbero diminuire del 6,3% a/a a 1,7 milioni di tonnellate. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe scendere al 34,5% (rivisto al rialzo dal precedente 32,2%) dal 36,9% della stagione precedente.

Sottolineiamo che le stime sull'offerta potrebbero essere riviste al ribasso nei prossimi mesi. Come avverte l'ICCO, i parassiti e le malattie che si stanno attualmente sviluppando in Ghana e Costa d'Avorio rappresentano la maggiore preoccupazione per l'industria del cacao, una minaccia più grave persino di cambiamento climatico e condizioni meteorologiche estreme. Date le attuali aspettative sui fondamentali di domanda e offerta e le significative minacce all'offerta legate a anomalie climatiche e parassiti, nel nostro scenario di base stimiamo che i prezzi del cacao rimarranno ben sostenuti e le nostre previsioni sono soggette a rischi di rialzo. Il cacao ICE quotato a Londra potrebbe registrare una media di circa 2.870 GBP nel 4° trimestre, circa 2.745

GBP nel 2024 e 2.650 GBP nel 2025. Il cacao NYB-ICE quotato a New York potrebbe scambiare attorno ad una media di circa 3.550 dollari nel 4° trimestre, circa 3.415 dollari nel 2024 e 3.300 dollari nel 2025.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

AI 01.09.2023	4T23	1T24	2023	2024	2025	2026
CBOT MAIS (USc/bu)	460	460	560	450	440	430
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	610	600	650	595	580	570
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,375	1,350	1,435	1,330	1,300	1,270
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	88	86	85	85	83	82
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	720	705	670	695	680	665
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	25.5	25.0	24.1	24.7	24.1	23.5
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	155	160	170	160	158	155
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	2,700	2,780	2,520	2,780	2,740	2,680
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	3,550	3,460	3,200	3,415	3,300	3,200
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	2,870	2,800	2,520	2,745	2,650	2,570
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	420	412	440	410	397	390
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	67.0	66.0	62.0	65.0	63.0	61.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche

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

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., 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