

Mensile Materie Prime

Aumentano i timori sulla futura domanda di Commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, non muta lo scenario rialzista su gas e petrolio

La recente frenata nelle quotazioni del petrolio non cambia l'idea di fondo che vedrà il mercato energetico probabilmente ancora sotto pressione. Il nostro quadro previsivo resta pertanto immutato, con stime dei prezzi comunque alti per il petrolio (domanda solida e offerta ridotta dai produttori) e una bassa pressione sul gas nel breve ma con probabili tensioni rialziste nella seconda parte del 2023. Resta probabile anche lo scenario che vede prezzi dell'energia elettrica ancora elevati per una molteplicità di fattori, fra cui il basso apporto dell'idroelettrico in Europa, a causa dell'acclarata siccità in atto da alcuni mesi.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, permane uno scenario molto complicato

La tensione sui prezzi dell'oro si è affievolita, consentendogli di consolidare su livelli alti. I minori timori sul settore bancario, la reazione delle banche centrali (probabilmente restrittiva anche a maggio) e la frenata nel movimento di indebolimento del dollaro USA stanno già limitando il recupero dei Preziosi: alla luce di ciò, confermiamo il nostro outlook Neutrale. Inoltre, a causa dei differenti pesi all'interno del comparto, difficilmente lo storno dell'oro potrà essere compensato dalle prospettive positive (confermate) che riguardano i Preziosi con natura più industriale.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve e maggior ottimismo nel lungo

La debolezza delle quotazioni che ha caratterizzato le ultime settimane, dovuta ai timori per l'effettivo apporto che le economie di Cina e India daranno alla domanda di Metalli, non è sufficiente per cambiare il nostro scenario di fondo, che resta improntato alla massima prudenza nel breve e a una maggior fiducia nel medio-lungo termine.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale ma le stime sul 2023 alimentano le tensioni

Pressoché immutato lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche legate al controverso accordo Black Sea Grain Initiative e il rincaro dei costi produttivi restano gli elementi che influenzeranno la dinamica dei prezzi nel 2023. Si ampliano i timori legati all'offerta, minacciata dai cambiamenti climatici, con le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari che restano alte (anche nelle fasi di parziale debolezza dei prezzi), favorendo il continuo consolidamento su livelli elevati, malgrado l'indice FAO degli alimenti continui a collezionare ribassi mensili consecutivi.

■ **Soft Commodity:**

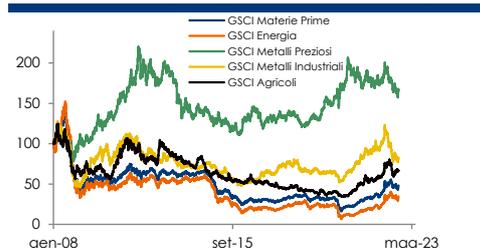
- Cotone:** permane la debolezza dei prezzi a causa dell'abbondanza di offerta.
- Zucchero:** il rincaro del petrolio preme al rialzo sui prezzi dello zucchero.
- Caffè:** l'incertezza sui fondamentali complica le previsioni sul mercato del caffè.
- Cacao:** la crescente domanda e un'offerta non ampia sostengono i prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.04.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.313,8	-5,2	38,6	21,4
GSCI Energia	561,4	-8,1	65,7	9,0
GSCI Met. Preziosi	2.263,2	8,9	9,3	43,6
GSCI Met. Industriali	1.616,4	-3,5	-2,6	13,5
GSCI Prod. Agricoli	549,7	-1,7	12,4	39,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 25.04.2023

Andamento dei principali indici commodity



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

26 aprile 2023 - 12:53 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 aprile 2023 - 13:00 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2023	2022
WTI	-4,0	6,7
Brent	-6,0	10,5
Gas naturale	-48,4	20,0
Gasolio	-22,2	38,1
Oro	9,2	-0,1
Argento	3,5	2,9
Rame	1,9	-13,9
Alluminio	-1,8	-15,3
Zinco	-13,7	-16,3
Nickel	-22,3	44,8
Mais	-4,7	14,4
Frumento	-19,3	2,8
Soia	-4,9	14,3
Cotone	-7,6	-26,0
Caffè Arabica	15,0	-24,9

Fonte: Bloomberg; dati al 25.04.2023

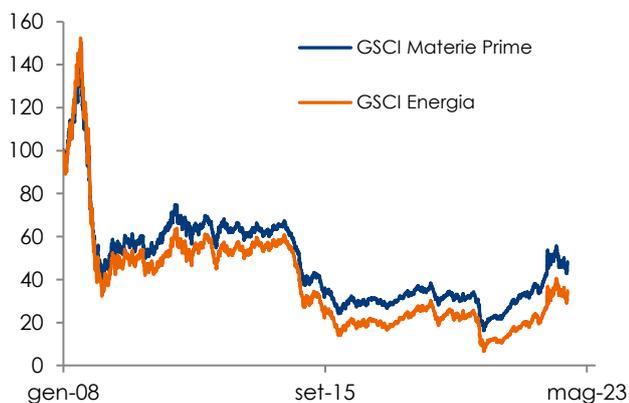
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.04.2023 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: i timori sulla domanda frenano la corsa dei prezzi

Commodity: lo scenario resta incentrato su un consolidamento a livelli alti dei prezzi ma aumentano i timori sulla futura domanda. Permangono i dubbi sulla futura richiesta di risorse in caso di ulteriore rallentamento del ciclo mondiale, a cui si somma l'incertezza sui tassi Fed e sulla reazione che avrà il dollaro, valuta in cui sono espressi tutti i derivati finanziari delle Commodity. Sul fronte petrolifero, rallentano i consumi ma la politica di contenimento dell'offerta da parte dei produttori limita i ribassi di Brent e WTI, che hanno stornato nelle ultime settimane ma limitando le perdite. Non muta l'elemento centrale su cui ruota tutto lo scenario delle Commodity, ovvero la capacità della Cina di riprendersi a seguito dell'abolizione delle strette misure sanitarie. Quello che sta però emergendo è una maggior cautela sull'effettiva forza espressa da Cina e India, visti i dati macroeconomici comunicati dai due paesi, che hanno ridotto le stime sul contributo che queste due realtà daranno effettivamente al recupero del ciclo economico mondiale e, conseguentemente, alla domanda di materie prime. Un altro elemento di preoccupazione riguarda l'incertezza sull'andamento delle politiche monetarie negli Stati Uniti e in Europa a fronte di dati macroeconomici più positivi del previsto e di tensioni inflazionistiche che rallentano, ma molto meno di quanto atteso, e che rischiano di costringere Fed e BCE a mantenere i tassi alti più a lungo. In questo contesto i timori legati alla solidità del settore Bancario statunitense, e ai riflessi negativi su quello globale, sembrano essersi parzialmente sopiti grazie alla pronta reazione degli istituti centrali nel porre in campo strumenti di sostegno, rassicurando i mercati finanziari sulla tenuta di tutto il sistema. Sul fronte macro, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha rivisto al ribasso le sue previsioni di crescita globale per il 2023 al 2,8% (in leggero calo rispetto alla precedente stima di gennaio, -0,1%) e per il 2024 al 3,0% (anch'essa rivista del -0,1%), ma si aspetta che le principali regioni economiche evitino la recessione. Migliorano invece leggermente le stime per il biennio per quanto riguarda gli Stati Uniti, la cui economia dovrebbe crescere dell'1,6% nel 2023 (+0,2%) e dell'1,1% nel 2024 (+0,1%). In conclusione, questo scenario ci consente di confermare le nostre previsioni, anche se le recenti revisioni della crescita economica invitano a una maggior cautela.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.04.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.313,8	-5,2	38,6	21,4
GSCI Energia	561,4	-8,1	65,7	9,0
WTI (\$)	77,1	-4,0	24,5	13,0
Brent (\$)	80,8	-6,0	23,0	8,1
Gas Naturale (\$)	2,3	-48,4	-17,3	-18,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: la recente debolezza delle quotazioni non modifica lo scenario, che resta legato alla dinamica fra domanda e offerta, dopo la riduzione della produzione decisa dall'OPEC+. Il recente ribasso del comparto dell'Energia, legato ai timori di frenata dei consumi dovuta a un maggior rallentamento dell'economia globale, non sembra negare lo scenario di consolidamento delle quotazioni petrolifere comunque su livelli alti. I dati americani sulle scorte di petrolio delle ultime settimane continuano a sottolineare il costante calo delle riserve strategiche a Cushing. L'amministrazione Biden ha comunicato che il ripristino delle forniture ripartirà, in maniera più strutturale, solo a partire dal 3° trimestre. Questo sembrerebbe

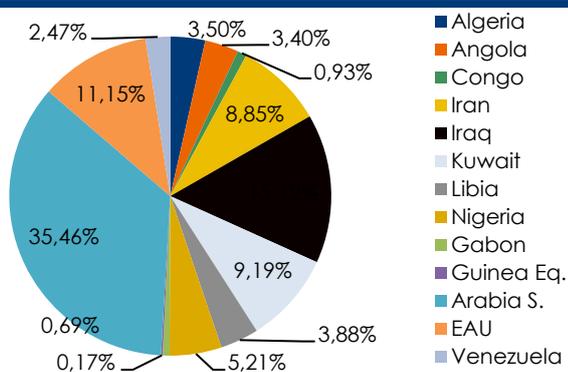
confermare la strategia di rilascio mirato degli stoccaggi sul mercato domestico, volta a calmierare i prezzi dei carburanti e favorire il consumo alla pompa, visti i recenti rincari della benzina al gallone e l'accumulo di riserve di benzina, chiaro segnale di contrazione della domanda alla vigilia della stagione delle vacanze negli Stati Uniti. Questo elemento specifico dell'economia USA è in realtà rappresentativo dello scenario globale: i produttori e l'IEA (l'Agenzia Internazionale dell'Energia) hanno infatti ribadito che, nonostante la stima sulla domanda globale sia marginalmente al rialzo per il 2023, i maggiori consumi di greggio arriveranno dall'Asia, mentre i paesi OCSE, Europa in particolare, vedranno una diminuzione della domanda. La richiesta di carburanti (specie per aerei) dalla Cina, e in generale da tutto il continente asiatico, resta quindi un elemento fondamentale per il rialzo delle quotazioni del greggio, a cui si aggiunge la strategia di contenimento dell'offerta attuata dai produttori. Ovviamente, un contesto macroeconomico meno favorevole con crescita più asfittica in Cina implicherebbe una revisione ribassista delle stime di domanda globale di petrolio e raffinati.

OPEC+: i produttori tagliano un altro milione di barili di petrolio dal 1° maggio. Decisione a sorpresa dell'OPEC+ (il Cartello dei principali produttori di petrolio che include anche la Russia) che ha annunciato, lo scorso 4 aprile, una riduzione della produzione di 1 milione di barili al giorno a partire dal 1° maggio e fino alla fine del 2023. Un taglio che si somma ai -2 milioni di barili giornalieri già deliberati il 5 ottobre 2022 e in vigore per tutto quest'anno. L'Arabia Saudita ridurrà l'offerta di 500.000 barili. Il resto dei tagli sarà distribuito tra gli altri paesi: Iraq -211.000 barili al giorno, gli Emirati Arabi -148.000, il Kuwait -128.000, il Kazakistan -78.000, l'Oman -40.000 e l'Algeria -48.000. La Russia ha inoltre deciso che il taglio di 500.000 barili giornalieri, previsto da marzo a giugno, sarà invece prorogato a tutto il 2023. La mossa dell'OPEC+ è volta a ridurre l'offerta e a favorire il mantenimento dei prezzi su livelli comunque sostenuti, visti i timori di rallentamento economico globale e, conseguentemente, di probabile calo della domanda di greggio. L'iniziativa dell'Organizzazione è stata decisamente inattesa, dopo le costanti affermazioni, soprattutto arrivate dall'Arabia Saudita, volte a confermare l'intento di mantenere stabile la produzione. Il prossimo appuntamento ufficiale del Cartello è in calendario a giugno, ma il gruppo di paesi si riserva anche la possibilità di incontrarsi in qualsiasi momento per prendere decisioni, come accaduto proprio in questa occasione.

Gas naturale: confermati gli obiettivi di riduzione dei consumi invernali, ma la sfida resta sulla garanzia delle forniture future e sul loro costo. Il prezzo del gas naturale europeo resta su livelli molto bassi. I dati pubblicati recentemente dall'ufficio statistico dell'UE (Eurostat) mostrano che il consumo complessivo di gas nella zona euro è diminuito del 17,7% da agosto a marzo, rispetto alla media quinquennale di riferimento. Questo certifica che i paesi dell'Unione Europea hanno rispettato l'obiettivo di ridurre il loro consumo di gas quest'inverno, andando anche oltre il target del 15% nei mesi più freddi. L'Europa ha registrato una stagione invernale insolitamente calda, con periodi di temperature da record che hanno favorito il calo della domanda di gas per il riscaldamento domestico. Di conseguenza, il minor consumo di metano ha consentito ai paesi dell'UE di chiudere l'inverno coi siti di stoccaggio eccezionalmente pieni, circa il 56% della loro capacità totale, a metà aprile. Questa situazione ha ovviamente determinato la riduzione dei prezzi del gas naturale a cui abbiamo assistito. In aggiunta, l'ACER, l'Agenzia dell'Unione Europea per la Cooperazione tra i Regolatori dell'Energia, ha lanciato il nuovo indice di riferimento giornaliero per il valore del gas naturale liquido (GNL). Come per il meccanismo di "price cap" sul TTF, anche il nuovo indice adottato dall'Unione rientra nel pacchetto di misure che puntano a garantire una maggiore trasparenza delle transazioni, cercando di tenere a freno le speculazioni e gli eccessivi rialzi dei prezzi. Il nuovo benchmark giornaliero del GNL, introdotto lo scorso 31 marzo, è calcolato come lo spread tra il prezzo del gas naturale liquefatto sul mercato spot europeo DES (delivery ex-ship: il prezzo effettivamente pagato nel momento della reale consegna fisica della fornitura) e quello di regolamento per il contratto future mensile del TTF, stabilito da ICE Endex Markets B.V. e scambiato alla borsa di Amsterdam. Le criticità restano però sempre le medesime, ovvero il rifornimento degli stoccaggi e le nuove fonti di

approvvigionamento. La sensazione è che l'Europa non abbia fatto abbastanza progressi sui contratti a lungo termine sul GNL, come alternativa alle forniture dei gasdotti russi, un fattore di allarme in vista del prossimo inverno, dato che la ripresa della domanda cinese potrebbe premere sui prezzi. Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia, il costo delle importazioni mondiali di GNL è più che triplicato nel 2022, raggiungendo circa 190 miliardi di dollari. Il dato non è ancora confermato, ma l'Europa potrebbe aver rappresentato più del 35% delle transazioni totali sul mercato spot del gas naturale solo nello scorso anno; anche questa percentuale è quasi triplicata rispetto al 13% circa del 2021. La domanda proveniente dall'Europa potrebbe arrivare a coprire più del 50% dei contratti spot quest'anno, se non si accelererà nella firma di intese con scadenze a più lungo termine. Negli ultimi mesi, i principali produttori e commercianti di GNL (QatarEnergy, Shell, Chevron e ConocoPhillips) hanno avuto colloqui con tutti i governi europei al fine di stipulare accordi sul GNL con scadenze temporali maggiori. Ma gli obiettivi climatici dell'Europa – l'UE intende abbattere le emissioni di anidride carbonica di almeno il 55% entro il 2030 per arrivare ad emissioni 0% entro il 2050 – rendono complicata la stipula di contratti a lungo termine (e quindi a costi inferiori). Tale difficoltà colpisce sia i fornitori sia gli stessi acquirenti di GNL, costantemente presi in contropiede dai repentini cambi di strategia energetica europea, che rendono difficoltoso pianificare in maniera strutturale una campagna di approvvigionamento pluriennale. Non va dimenticato che, nel rispetto delle normative antinquinamento vigenti in Europa, pur essendo un combustibile fossile, il metano produce meno emissioni di anidride carbonica di quasi tutti gli altri, e in particolare rispetto alla combustione del carbone. Molti stati della UE continuano, a ragion veduta, a considerarlo quindi un'alternativa valida, seppur temporanea, per sostituire tutti quei combustibili decisamente più inquinanti. Pertanto, lo scenario fondamentale sul mercato europeo del gas non cambia: le forniture andranno certamente aumentate nel breve termine, con un'intensificazione delle tensioni in estate (per il riempimento degli stoccaggi) e in inverno (per l'inevitabile aumento della domanda per riscaldamento). Questo scenario porta alla conferma del nostro orizzonte di previsione, che vede un sostanziale consolidamento dei prezzi nel brevissimo termine e una maggior pressione rialzista a medio-lungo termine.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.03.2023

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

	Media 2000-18	2019	2020	2021	Stime 2022	Stime 2023
Algeria	...	106,3	89,7	111,7	169,2	149,2
Azerbaijan	52,1	42,8	66,5	58,1	46,7	35,7
Bahrain	81,8	98,9	120,7	131,9	127,6	124,1
Iran	80,9	166,6	548,1	236,6	291,5	372,6
Iraq	...	52,3	55,2	54,2	60,7	60,6
Kazakistan	...	68,2	157,1	153,9	135,8	118,2
Kuwait	...	57,6	80,1	67,7	56,7	57,8
Libia	73,1	36,0	141,7	52,2	69,7	54,1
Oman	...	64,7	86,4	76,7	70,9	75,1
Qatar	44,8	50,5	50,5	49,0	48,1	49,9
Arabia Saudita	...	81,8	76,3	84,6	73,3	66,8
Turkmenistan	...	37,6	40,5	32,6	37,3	37,0
Emirati Arabi Uniti	49,8	62,5	61,4	61,3	63,9	65,8

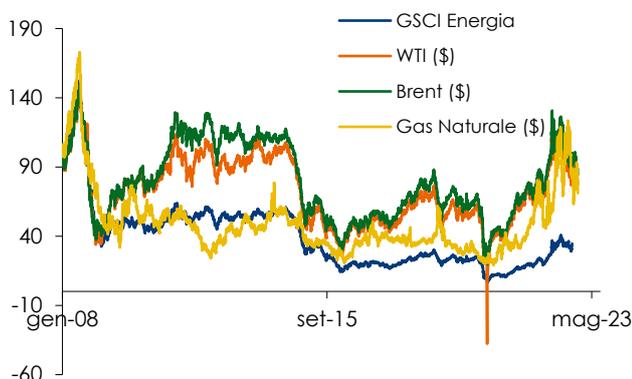
Fonte: FMI Outlook, ottobre 2022, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: confermata la stima sulla domanda 2023 grazie alla richiesta dall'Asia. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di aprile, l'Organizzazione dei paesi produttori prevede che la domanda mondiale possa passare da una media di 99,6 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (+2,5 mb/g a/a, invariata rispetto a marzo) a una media di 101,9 mb/g nel 2023 (+2,3 mb/g a/a, anch'essa invariata). L'offerta non-OPEC dovrebbe crescere da 65,8 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) a 67,2 mb/g nel 2023 (+1,4 mb/g a/a, invariata). Pertanto, la "call on OPEC crude", ovvero l'offerta necessaria per bilanciare i mercati, è stimata in crescita da 28,4 mb/g nel 2022 (+0,5 mb/g a/a, invariata) a 29,3 mb/g nel 2023 (+0,8 mb/g a/a, invariata). La produzione OPEC totale di marzo è stata di 28,9 mb/g. A febbraio 2023 le

scorte di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE sono cresciute di circa 14 mb a 2,865 mb, corrispondenti a circa 62,9 giorni di forniture in caso di blocco dei flussi. L'OPEC ha inoltre chiarito che le previsioni di crescita della domanda nei paesi OCSE sono state riviste al ribasso per tutto l'anno, mentre sono state aumentate le stime per quelli non-OCSE, grazie anche alla maggiore domanda derivante dalla riapertura delle attività in Cina. L'OPEC ha giustificato l'ulteriore taglio dell'offerta (di oltre 1 milione di barili) in vigore da maggio (e fino a fine anno) proprio con la contrazione della domanda derivante dai paesi più industrializzati, dovuta a tassi di interesse alti e rischi recessivi.

EIA: mercato petrolifero in marginale surplus nel 2023, uno scenario forse troppo ottimista. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di aprile, a cura della Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che, dopo un surplus di 0,4 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,5 mb/g, pubblicata a marzo), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,4 mb/g anche nel 2023 (rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,6 mb/g) e di circa 0,5 mb/g nel 2024 (rivisto al rialzo da una precedente stima di un avanzo di 0,3 mb/g). Il surplus di offerta, secondo l'EIA, dovrebbe verificarsi strutturalmente ogni trimestre di quest'anno: uno scenario ottimistico, che significherebbe una crescita costante (oltre la media a 5 anni) di riserve e prodotti petroliferi nell'area dell'OCSE. Il consumo globale di petrolio dovrebbe aumentare da 99,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alle previsioni del mese scorso) a 100,9 mb/g nel 2023 (+1,5 mb/g a/a, invariato rispetto alla stima di marzo) e a 102,7 mb/g nel 2024 (+1,8 mb/g a/a, anch'esso invariato). L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,7 mb/g nel 2022 (invariato) a 67,6 mb/g nel 2023 (+1,9 mb/g a/a, rivista al rialzo da 67,4 mb/g il mese scorso) e a 68,6 mb/g nel 2024 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 68,3 mb/g del mese scorso). La produzione statunitense di greggio dovrebbe aumentare da 11,9 mb/g nel 2022 (invariata) a 12,5 mb/g nel 2023 (+0,7 mb/g a/a, invariata) e a 12,8 mb/g nel 2024 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 12,6 mb/g del mese scorso). L'offerta di greggio OPEC è vista mediamente a 28,7 mb/g nel 2022 (invariata) e 28,3 mb/g nel 2023 (-0,4 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 28,6 mb/g del mese scorso), ma potrebbe espandersi a 29,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 29,3 mb/g del mese scorso). Si stima che la capacità produttiva in eccesso dell'OPEC (o capacità inutilizzata) aumenti da una media di 2,4 mb/g nel 2022 a una media di 3,5 mb/g nel 2023 (+1,1 mb/g a/a) per poi diminuire a 3,2 mb/g nel 2024 (-0,3 mb/g a/a).

IEA: marginale rialzo per la stima 2023 sulla domanda di petrolio grazie ai consumi asiatici. Nel suo Oil Market Report (OMR) di aprile, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) stima che la domanda globale debba crescere da 99,9 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (+2,3 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 100,0 mb/g di marzo) a 101,9 mb/g nel 2023 (+2,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 102,0 mb/g del mese scorso). Un livello che rappresenterebbe il nuovo record storico per i consumi mondiali. Più nel dettaglio, la domanda mondiale è stimata crescere da 100,4 mb/g del 1° trimestre 2023 al suo massimo di 103,0 mb/g nel 4° trimestre (rivisto al ribasso di 0,5 mb/g rispetto allo scorso mese a causa del deterioramento dello scenario macroeconomico). La maggior parte dell'aumento della domanda arriverà dalla regione Asia-Pacifico, guidata dalla Cina. Il carburante per aerei dovrebbe rappresentare la principale fonte di crescita della domanda. L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da 65,5 mb/g nel 2022 (rivista al ribasso dal 65,7 mb/g delle stime di marzo) a 67,1 mb/g nel 2023 (+1,6 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 66,9 mb/g del mese scorso). In particolare, durante l'anno l'offerta non-OPEC dovrebbe crescere da 66,7 mb/g del 1° trimestre a un massimo di 67,3 mb/g durante il 4° trimestre (rivisto al rialzo di 0,3 mb/g rispetto a marzo). La "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio necessaria ad equilibrare il mercato, è stimata in crescita dai 29,1 mb/g del 2022 (rivisti al rialzo dai 29,0 mb/g delle stime di marzo) a 29,5 mb/g nel 2023 (+0,4 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 29,7 mb/g di marzo). Durante il 2023, è stimata in crescita da 28,3 mb/g del 1° trimestre fino a 30,4 mb/g nel quarto (0,6 mb/g in meno rispetto alla stima dello scorso mese).

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: nonostante il recente storno, non cambia la previsione di fondo sui prezzi, che resteranno comunque medio-alti per il petrolio e a rischio rialzo per il gas.

La recente frenata nelle quotazioni del petrolio non cambia l'idea di fondo che vedrà il mercato energetico probabilmente ancora sotto pressione. Il nostro quadro previsivo resta pertanto immutato, con stime dei prezzi comunque alti per il petrolio e una bassa pressione sul gas nel breve ma con probabili tensioni rialziste nella seconda parte del 2023. Resta probabile anche lo scenario che vede prezzi dell'energia elettrica ancora elevati per una molteplicità di fattori: dalla correlazione con quelli del gas naturale, agli aggravii dovuti alle normative sulle emissioni di anidride carbonica, che penalizzano i combustibili fossili inquinanti impiegati nella generazione di elettricità, e infine per il probabile scarsissimo apporto che arriverà dall'idroelettrico in Europa, a causa di una siccità ormai conclamata. Le quotazioni petrolifere potrebbero recuperare parte del terreno perso in queste ultime settimane di tensione grazie alla ripresa della domanda per i viaggi in vista della stagione estiva. L'accelerazione nei consumi resta più probabile in questa parte centrale del 2023, con qualche rischio invece recessivo a fine anno, mentre l'offerta resterà limitata dalle scelte dei produttori per tutto il 2023. Queste considerazioni sostengono il nostro profilo di previsione rialzista per i prezzi del gas e del petrolio e rafforzano il nostro outlook Moderatamente Positivo per tutto il comparto dell'Energia.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.04.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	77,1	80,0	80,7	84,0	80,4	84,5
Brent (\$)	80,8	85,0	86,8	90,0	86,0	86,1
Gas Naturale (\$)	2,3	2,9	3,3	3,5	3,0	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Performance di medio termine

	25.04.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	561,4	-8,7	-8,8	-13,0	-8,1
WTI (\$)	77,1	-4,9	-12,3	-24,2	-4,0
Brent (\$)	80,8	-7,7	-15,6	-23,1	-6,0
Gas Naturale (\$)	2,3	-21,6	-58,8	-66,3	-48,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.04.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	77,1	82,0	81,0	79,0	80,3	77,0
Brent (\$)	80,8	88,0	86,0	84,0	86,0	82,0
Gas Naturale (\$)	2,3	2,8	3,0	3,2	3,0	3,2
TIFF (€/MWh)	39,1	45,0	55,0	60,0	52,5	48,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

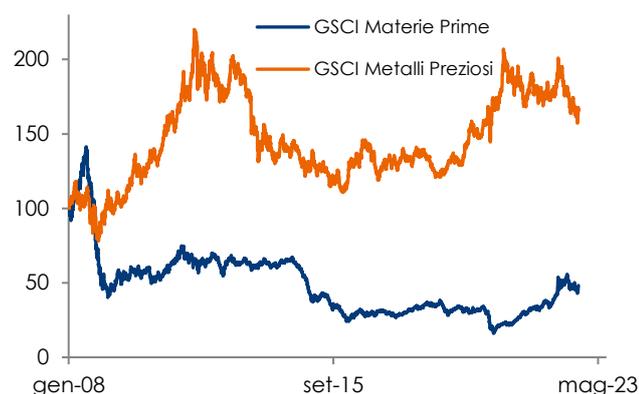
Metalli preziosi: il focus resta sulle mosse delle banche centrali

Dopo il rialzo dei Preziosi, legato alle tensioni derivanti dal settore bancario USA, il focus è tornato decisamente sulle scelte delle banche centrali di maggio. Il sopirsi dei timori sulla solidità del settore bancario statunitense e circa i possibili effetti di contagio su quello europeo ha ridotto la pressione rialzista sul comparto dei Preziosi già dalla fine dello scorso mese. Le discrete trimestrali delle banche USA, nei giorni scorsi, sembrano aver attenuato i timori sulla crisi scoppiata a marzo. L'attenzione degli investitori è così tornata, quasi esclusivamente, sulle prossime mosse sui tassi delle principali banche centrali. Lo scenario si è fatto più incerto: i dati sull'inflazione confermano che le pressioni sui prezzi restano alte; anche la crescita economica rimane inaspettatamente robusta, rispetto alle attese di contrazione ipotizzate alla fine dello scorso anno. L'instabilità del settore bancario si conferma come elemento nuovo del quadro: sembra tuttavia essere scontata dal mercato e tenuta sotto controllo dalle principali banche centrali mondiali. Gli istituti monetari hanno accresciuto l'attenzione sugli effetti generati dal veloce rincaro del costo del denaro, che ha inevitabilmente prodotto un deprezzamento dei titoli di Stato (statunitensi ed europei) detenuti nei portafogli degli istituti di credito, amplificando gli effetti della restrizione monetaria sui bilanci delle banche. Questa maggior presa di coscienza e un più attento monitoraggio della situazione dovrebbero consentire a Fed e BCE (con enfasi diverse) di mantenere il proprio orientamento restrittivo e proseguire nella lotta al surriscaldamento dei prezzi, anche nelle riunioni di maggio. La valuta unica resta in attesa di un ulteriore inasprimento del costo del denaro in Europa, viste anche la conferma del dato sull'inflazione di marzo e le dichiarazioni a senso unico che sono giunte da molti membri della BCE. Al contrario, la persistenza dell'inflazione USA e i minori timori sul sistema bancario smussano le aspettative di imminente svolta espansiva della Fed. Le indicazioni relative alla riunione di maggio restano di un rialzo dei Fed Funds di almeno 25pb, seguito da una probabile pausa per meglio capire come si evolverà la situazione. Uno scenario incerto che sta impedendo al dollaro di svalutarsi ulteriormente rispetto a quanto ipotizzato solo qualche settimana fa, quando il cambio di strategia della Fed appariva maggiormente probabile. L'insieme di questi fattori ha smorzato la tensione rialzista sui Preziosi e, in particolare, sull'oro. Non cambia invece lo scenario per i Metalli preziosi con natura maggiormente industriale, ma aumenta la cautela sulla domanda: le prospettive di recupero delle quotazioni restano valide ma a condizione che lo scenario macroeconomico non si deteriori eccessivamente e che il processo di transizione ecologica non subisca battute d'arresto, sostenendo la futura domanda di questi metalli.

Il ruolo delle riserve in oro delle banche centrali resta centrale. Il consolidamento dei prezzi dell'oro, dopo il rialzo delle ultime settimane, ha incoraggiato ulteriormente la domanda di metallo giallo da parte delle banche centrali. Prosegue la raccolta da parte della Cina, con una sequenza ininterrotta di acquisti mensili (oltre 6 mesi) operata dal primo paese consumatore del metallo prezioso. I dati ufficiali confermano che la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha incrementato di 62 tonnellate le sue riserve auree nel 2022 ma, paradossalmente, benché abbia un valore assoluto delle riserve auree molto ampio, in termini relativi rispetto all'ammontare totale delle riserve ufficiali la Cina esprime uno dei rapporti più bassi al mondo: solo il 3,5% (per esempio, l'Italia è al 63,6% e la Russia, nonostante le sanzioni sull'oro, al 21,2%). Va detto che una parte delle riserve della Banca Popolare Cinese viene detenuta, non ufficialmente, da enti economici a controllo statale e che non se ne conosce la reale entità. Le stime non ufficiali per febbraio vedono la prosecuzione della strategia cinese di acquisto (+25 tonnellate) che, continuasse a questo ritmo, rischierebbe di diventare un elemento strutturale per il mercato e non più una normale operazione di approvvigionamento effettuata da un istituto monetario. La strategia di incremento delle riserve cinesi potrebbe rivelarsi molto più aggressiva del previsto, trasformandosi in un fattore di forte impatto sulla domanda globale e sul prezzo del metallo giallo. Anche la Turchia sta accelerando negli acquisti: una compravendita di circa 60 tonnellate sarebbe stata perfezionata a cavallo fra febbraio e marzo, tra le più massicce registrate negli ultimi 5 anni, ma, anche in questo caso, i volumi non sono certi. Quello che è ipotizzabile è la necessità della banca centrale turca di reperire riserva aurea: uno strumento di aiuto nella sua complicata azione di

difesa della moneta e contrasto all'inflazione ma, allo stesso tempo, di mantenimento di bassi tassi d'interesse per sostenere il ciclo economico domestico. Molto attivi anche diversi paesi dell'ex blocco sovietico: sia il Kazakhstan che l'Uzbekistan si sono distinti per aver effettuato gli acquisti più rilevanti della loro storia, fra il 2022 e il 2023. Infine, non smette di sorprendere il dato sulle riserve auree della Russia: a marzo 2023, la banca centrale deteneva circa 2.098 tonnellate di oro, per un controvalore di 135,6 miliardi di dollari. Le sanzioni sull'oro di Mosca decise a seguito dell'invasione dell'Ucraina avrebbero dovuto rendere difficile l'approvvigionamento, non favorirlo. Di fondo, si ipotizzava che la banca centrale avrebbe dovuto vendere parte delle sue riserve, non accrescerle, per coprire il crescente deficit di bilancio generato dall'embargo.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

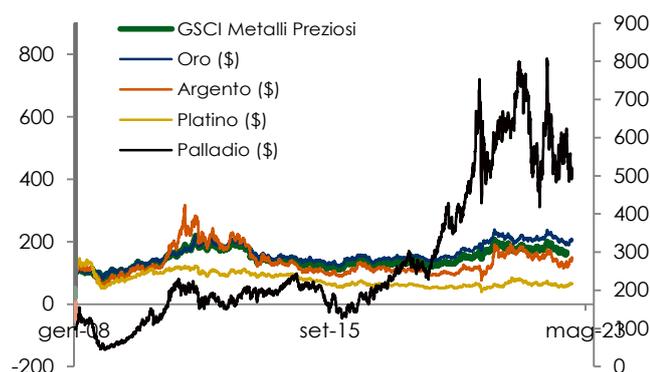
	Valore 25.04.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.313,8	-5,2	38,6	21,4
GSCI Met. preziosi	2.263,2	8,9	9,3	43,6
Oro (\$)	1.990,6	9,2	11,9	51,1
Argento (\$)	24,8	3,5	-5,2	50,2
Platino (\$)	1.084,9	1,0	-12,7	19,3
Palladio (\$)	1.488,7	-17,0	-48,8	50,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario 2023 resta molto incerto nonostante le tensioni sul settore bancario sembrano sopite, togliendo pressione rialzista sulle quotazioni degli asset difensivi. Restano piuttosto complicate le prospettive sullo scenario 2023 per i Preziosi: i principali driver delle quotazioni di oro e argento sono le aspettative sulle politiche monetarie delle grandi banche centrali, con particolare attenzione al futuro andamento dei tassi di interesse statunitensi e alla forza relativa del dollaro. Proprio per queste ragioni, l'andamento volatile del biglietto verde e l'incertezza sulle prossime decisioni della Fed sono i principali fattori che possono influenzare il prezzo dell'oro. La quotazione per oncia del metallo giallo sta subendo un leggero calo, dopo il buon aumento delle ultime settimane. I dati economici americani contrastanti hanno spinto gli investitori a rivalutare la traiettoria dell'aumento dei tassi di interesse della Federal Reserve. Le aspettative espresse dal mercato monetario suggeriscono ora un solo aumento di 25pb già nella riunione di maggio, mentre la probabilità di un rialzo a giugno sta diminuendo drasticamente: le preoccupazioni per un rallentamento globale e l'ulteriore pressione sui sistemi bancari restano infatti due elementi di preoccupazione che potrebbero alimentare l'avversione al rischio e, quindi, la domanda di beni rifugio (come appunto l'oro). Nonostante questo scenario, il complesso dei fondamentali per il metallo giallo appare decisamente incerto: questo giustifica una certa cautela prima di esprimersi a favore di un ulteriore movimento di apprezzamento. Il rialzo dell'argento, che già si era rivelato minore di quello dell'oro nelle scorse settimane, si è interrotto bruscamente, a conferma della abituale dinamica che lega i due metalli e che amplifica (in positivo e in negativo) il movimento del primo rispetto al secondo. Con ancor più cautela, confermiamo lo scenario previsto di lungo termine: la domanda fisica di argento resta strettamente legata al bisogno di materiale per usi industriali, a sua volta sostenuto dalle aspettative sulla transizione ecologica in atto in tutti i paesi. Per tale ragione, crediamo che il potenziale rialzista ci possa essere, anche se nel breve-medio periodo manteniamo il nostro profilo di consolidamento o leggero ribasso per l'argento, a prescindere dal ritorno (o meno) dell'avversione al rischio e dalle scelte delle banche centrali, ma restando in maggior misura legato ad un recupero più solido del ciclo economico. Ribadiamo anche le prospettive di

consolidamento su livelli sostenuti per **platino** e **palladio**, in virtù delle confermate aspettative di una moderata ripresa della domanda per entrambi i metalli. Non cambia la differenziazione sullo scenario di lungo termine: il platino dovrebbe sovraperformare il palladio, come conseguenza dei differenti usi nell'ambito della transizione energetica e dei mutamenti nel settore dei trasporti. Al contrario, la richiesta di palladio è destinata a ridursi di pari passo col processo di elettrificazione: le auto ibride sono per la quasi totalità alimentate a benzina e i filtri anti-inquinamento di questi motori impiegano il platino e non il palladio, utilizzato invece nei propulsori diesel, candidati a scomparire quasi del tutto nel lungo termine.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.04.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.263,2	3,3	20,5	4,7	8,9
Oro (\$)	1.990,6	3,3	19,4	4,6	9,2
Argento (\$)	24,8	3,9	26,7	5,4	3,5
Platino (\$)	1.084,9	6,3	13,2	18,0	1,0
Palladio (\$)	1.488,7	-11,0	-24,4	-32,1	-17,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale, in linea col ridursi delle tensioni sui prezzi generate dalle paure sul sistema bancario statunitense e globale.

La tensione sui prezzi dell'oro si è affievolita ma il metallo giallo sta comunque consolidando su livelli alti. I minori timori sul settore bancario, la reazione delle banche centrali (probabilmente ancora restrittiva anche a maggio) e la frenata nel trend di indebolimento del dollaro statunitense stanno già limitando il recupero dei Preziosi. Le quotazioni dovrebbero restare ancora volatili in vista delle future mosse delle banche centrali e in base all'evolversi della crisi e dello scenario di crescita. La resilienza di tutte le grandi economie, l'approccio intransigente delle banche centrali (giustificato dal blando rallentamento dell'inflazione) e i contenuti rischi finanziari freneranno le quotazioni dell'oro, mentre quelle dell'argento dovrebbero consolidare e quelle di platino e palladio confermare i rialzi maturati. L'unico scenario che vedrebbe un ritorno della tensione sull'oro è rappresentato dall'inasprimento della crisi bancaria, in particolare americana: un'ipotesi che penalizzerebbe il dollaro come asset difensivo, avvantaggiando l'oro. Questo scenario genererebbe un deterioramento maggiore della crescita economica, costringendo le principali banche centrali (Fed per prima) a rivedere in senso espansivo le proprie politiche monetarie, col rischio di alimentare (e non contrastare) l'inflazione. Uno quadro molto complicato e dalla probabilità piuttosto bassa, ma anche l'unico che porterebbe ad un'oggettiva pressione rialzista sull'oro. Alla luce di queste considerazioni, confermiamo il nostro outlook in Neutrale. Come sempre, proprio per i differenti pesi all'interno del comparto, lo storno dell'oro difficilmente potrà essere compensato dalle prospettive positive (confermate) che riguardano i Preziosi con natura più industriale, sostenuti dalle aspettative legate alla transizione "green".

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.990,6	1.900,0	1.950,0	1.976,0	1.936,0	1.879,0
Argento (\$)	24,8	22,9	23,3	23,7	23,0	24,0
Platino (\$)	1.084,9	1.000,0	1.005,0	1.045,0	1.000,0	1.144,0
Palladio (\$)	1.488,7	1.500,0	1.550,0	1.575,0	1.559,5	1.584,4

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.990,6	1.890	1.880	1.870	1.880	1.830
Argento (\$)	24,8	22,5	22,7	23,0	22,3	23,5
Platino (\$)	1.084,9	1.000	1.000	1.020	1.000	1.080
Palladio (\$)	1.488,7	1.500	1.550	1.650	1.550	1.700

Fonte: Intesa Sanpaolo

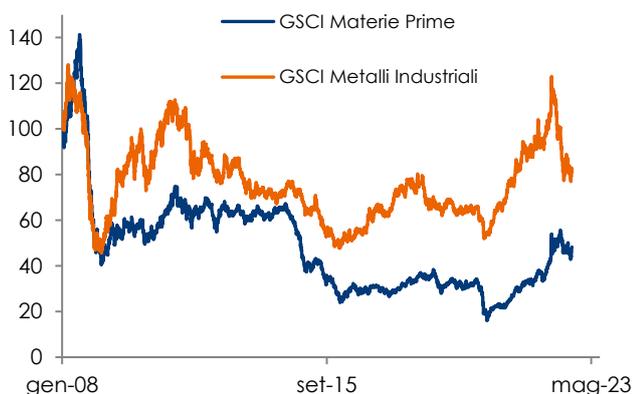
Metalli industriali: preoccupa il rallentamento del ciclo mondiale

Si protrae, come ci attendavamo, la debolezza di breve per i Metalli mentre resta valido lo scenario di probabile recupero nel medio-lungo periodo. Si conferma la debolezza del comparto dei Metalli; a preoccupare gli investitori nel breve termine è la prospettiva di un rallentamento del ciclo economico globale più forte di quanto preventivato. Uno scenario confermato dalle recenti stime del World Economic Outlook pubblicato dall'FMI, che ha rivisto al ribasso le proiezioni di crescita globale. Nello scenario di base, la crescita dovrebbe rallentare da +3,4% nel 2022 a +2,8% nel 2023, con le economie avanzate che dovrebbero registrare una frenata particolarmente pronunciata (da +2,7% a +1,3%). In uno scenario più estremo, caratterizzato da ulteriori tensioni nel settore finanziario, la crescita globale scenderebbe a circa +2,5% nel 2023, con un dato per le economie avanzate inferiore a +1%. La recente crisi bancaria ha rappresentato per l'Istituto di Washington un segnale di perdurante fragilità per il sistema economico mondiale, dove una recessione conseguente alla restrizione monetaria non è un'ipotesi da escludere per i paesi sviluppati. Nello scenario di base, l'inflazione globale è destinata a scendere da +8,7% nel 2022 a +7% nel 2023, grazie al calo dei prezzi delle materie prime, ma è probabile che l'inflazione core diminuisca più lentamente (+5,1% nel 2023, comunque al di sopra delle stime di gennaio) e che il target delle banche centrali non venga raggiunto prima del 2025. I primi mesi del 2023 sono stati caratterizzati da una forte fiducia nei confronti della domanda di metalli in arrivo dall'India (come fornitore alternativo dei prodotti siderurgici non più acquistabili dalla Russia) ma, soprattutto, della richiesta di metalli cinese, dopo le aperture. In Cina nel 1° trimestre il PIL è cresciuto oltre il consenso (+4,5% a/a, contro +4% stimato e +2,9% precedente) in forza dell'eliminazione delle rigide restrizioni anti-Covid, che ha dato sollievo a imprese e consumatori (particolarmente importante l'apporto dei servizi). I dati mensili relativi al mese di marzo hanno confermato il recupero dei consumi; hanno inoltre registrato un'accelerazione della produzione industriale ma un rallentamento degli investimenti fissi nominali. Quest'ultimo aspetto rafforza però i dubbi che stanno emergendo sulla forza della crescita in Cina e India, come motori del recupero del ciclo mondiale. Di conseguenza, le aspettative sulla futura domanda di materie prime si sono parzialmente ridotte, in particolare su Energia e Metalli. Le riaperture cinesi esprimeranno tutta la loro pressione sulla domanda di Metalli, a nostro avviso, soprattutto nella seconda parte del 2023, a patto che il contesto globale non subisca ulteriori deterioramenti. Al contrario, confermiamo il nostro scenario di cauto ottimismo sul medio-lungo termine, che si fonda sulle attese di una dinamica squilibrata tra domanda e offerta dei Metalli. L'offerta e le scorte appaiono infatti particolarmente basse a causa di anni di mancata nuova produzione, ricerca e investimenti minerari. Una situazione legata anche alla crescente complessità delle autorizzazioni per lo sviluppo di nuovi progetti, soprattutto nei paesi emergenti: un aspetto decisamente sottovalutato. Di contro, le attese future sono per un forte incremento della domanda, stimolata dalla transizione ecologica e dalle infrastrutture necessarie a concretizzarla. Alla luce di questo insieme di elementi, pensiamo che la mancanza di nuovi investimenti e siti minerari possa essere la principale ragione del possibile nuovo rincaro delle quotazioni, quando la richiesta di forniture inizierà a premere con forza sul mercato.

Cina: il PIL del 1° trimestre sorprende, uscendo sopra le attese di mercato. Il 18 aprile scorso sono state pubblicate le prime rilevazioni del PIL cinese per il 1° trimestre del 2023. In seguito al pessimismo emerso il 5 marzo, quando il neoletto premier Li Keqiang comunicò il taglio dell'obiettivo del Governo sul PIL al 5,0% per l'anno corrente, dopo il 5,5% del 2022 (già livello più basso dagli anni '90), i risultati recentemente pubblicati hanno sorpreso positivamente. Il PIL trimestrale si è confermato al 2,2%, in netto aumento dalla precedente rilevazione dello 0,6% e lievemente superiore alle aspettative, al 2,0%. Similmente, il dato annuale del 4,5% è risultato al di sopra di attese e misurazioni precedenti, rispettivamente al 4,0% e 2,9%. A giustificare i risultati comunicati sono, innanzitutto, l'uscita definitiva dalle restrizioni sul Covid, volute per arginare la diffusione della pandemia. Notizie positive anche in merito ai consumi provengono dalle vendite al dettaglio, che a marzo hanno registrato un +10,6% a/a (contro aspettative di +7,5%).

Altrettanto positivi sono stati i dati sull'export e, conseguentemente, sulla bilancia commerciale. Le esportazioni registrano un +14,8% m/m, da -1,3% precedente e -7,1% atteso, mentre la bilancia commerciale si attesta a 88,19 miliardi di dollari, da 77,29 miliardi precedenti e attese per circa 40 miliardi di dollari (supportata dall'import, in leggero calo, anche se maggiore delle attese: -1,4%). Meno positive le rilevazioni circa la produzione industriale, che si attesta a marzo al 3,9% a/a, contro attese del 4,4%. Considerando anche l'atteso moderato stimolo da parte dell'autorità monetaria, che è ipotizzabile abbassi il cd. reserve requirement rate (cioè il tasso obbligatorio di riserva per le banche) nuovamente di 25pb entro la fine dell'anno, e l'altrettanto modesto stimolo fiscale deciso dal Governo, le attese sono attualmente per un aumento del PIL complessivo del 5,8% nel 2023.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.04.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.313,8	-5,2	38,6	21,4
GSCI Industriali	1.616,4	-3,5	-2,6	13,5
Rame (\$)	8.528,0	1,9	-12,5	22,4
Alluminio (\$)	2.335,5	-1,8	-2,8	2,7
Zinco (\$)	2.592,8	-13,7	-8,7	-17,1
Nickel (\$)	23.341,0	-22,3	40,1	64,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: prezzi in consolidamento ma attesi in rialzo nel corso del 2023. Le aspettative di ripresa economica in Cina, dovute alla riapertura dopo i blocchi sanitari di inizio anno, hanno spinto al rialzo i prezzi del rame che però, nelle ultime settimane, hanno frenato il proprio slancio, di pari passo con i timori sulla robustezza del ciclo mondiale e cinese. Nel medio-lungo termine, i prezzi del rame non sembrano ancora riflettere completamente le aspettative del mercato sul deficit di offerta da mancati investimenti e sulla pressione che la transizione green eserciterà dal lato della domanda. Tra i diversi cambiamenti legati alla decarbonizzazione, molti toccano proprio il consumo di rame: per limitarsi agli esempi più immediati, le auto elettriche, che ne richiedono in quantità superiore rispetto a quelle dotate di motore a combustione. Una prospettiva che ha alimentato le previsioni di una domanda di rame sempre più alta e, nella peggiore delle ipotesi, addirittura maggiore rispetto alle riserve note, mantenendo elevata la pressione sui prezzi.

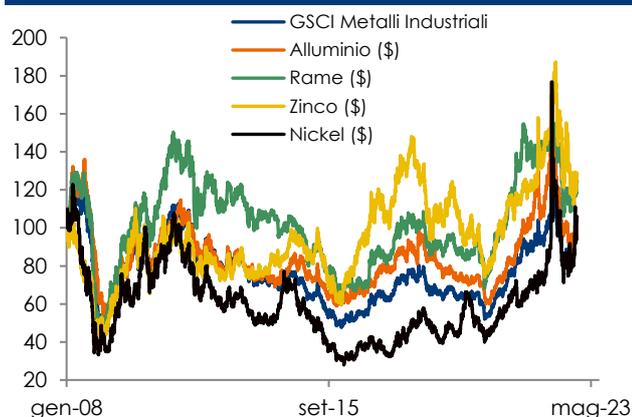
Alluminio: Cina, costi dell'elettricità e dazi restano al centro del quadro. Questo inizio di 2023 è stato caratterizzato da forti aspettative circa il ritorno della domanda del gigante asiatico, dopo l'abolizione delle restrizioni anti-Covid. I nuovi dazi sull'alluminio proveniente dalla Russia ne hanno parzialmente rilanciato le quotazioni, aumentando anche la volatilità. Il metallo dovrebbe essere ancora sostenuto da costi di produzione elevati, poiché i prezzi dell'energia restano imprevedibili e ancora ampiamente superiori ai livelli pre-crisi. In Europa, l'abbassamento dei prezzi dell'energia elettrica non ha aiutato il riavvio delle fonderie di alluminio. È vero che i costi teorici di produzione sono più bassi rispetto allo scorso anno, ma ciò vale solo per gli impianti che sono rimasti aperti. Chi invece ha deciso di fermare la produzione non può certo riprenderla pianificando l'utilizzo dei macchinari sulla base dell'estrema volatilità dei prezzi dell'elettricità degli ultimi mesi. In aggiunta, l'Unione Europea ha ripristinato i dazi sulle importazioni di alluminio dalla Cina: una misura che si sta già ripercuotendo sulle quotazioni dei rottami di auto, visto che la principale alternativa cinese all'approvvigionamento di semilavorati di alluminio è la Russia (sottoposta a sanzioni). E' immediato capire come la riciclabilità dell'alluminio in tutte le sue forme farà crescere ulteriormente tutte quelle aziende che gestiscono anche i rottami di auto o

riciclano alluminio da altre fonti. Si noti che le tariffe sull'alluminio proveniente dalla Cina possono arrivare, in Europa, fino a circa il 32% del valore del bene, per alcune lavorazioni. L'applicazione dei dazi non è peraltro un'esclusiva dell'Unione Europea: le imposte antidumping sull'alluminio cinese sono attive anche in USA, Canada, India, Corea del Sud, Australia e Vietnam.

Zinco: in consolidamento nel breve ma in possibile rialzo nel medio termine. Nonostante il calo del costo del metano degli ultimi mesi, sta venendo meno l'idea secondo cui questo avrebbe potuto favorire un ritorno della produzione di zinco anche in Europa - dopo che il 50% della capacità produttiva di molti metalli di base (in primis alluminio e zinco) è andata persa a causa del rincaro dell'elettricità - frenando la corsa delle quotazioni. Come sappiamo, il processo siderurgico alla base della lavorazione dello zinco è fra i più energivori: lo scenario che vede prezzi dell'energia elettrica ancora elevati per una molteplicità di fattori (fra cui il basso apporto dell'idroelettrico in Europa, a causa della acclarata siccità in atto da alcuni mesi) pensiamo dunque che supporterà ancora i rialzi dello zinco nel medio-lungo termine. Nel breve, invece, le aspettative al rialzo sull'offerta del metallo dovute al ritorno della siderurgia cinese favoriranno un consolidamento dei prezzi pur senza generare ampi ribassi, come era invece atteso in precedenza.

Nickel: proseguono le tensioni sui prezzi, legate a scorte, consegne e approvvigionamenti futuri.

Nel breve si conferma la volatilità sui prezzi del nickel, legata ad una tensione di fondo che deriva da molti fattori. Innanzitutto, dalle scorte: a giudicare dai livelli dichiarati dalla borsa di Londra (LME), si fa fatica a dire che l'offerta abbia superato la domanda di 112.000 tonnellate, come riporta l'International Nickel Study Group (INSG) nel suo ultimo report mensile (il maggior surplus stimato degli ultimi dieci anni). All'LME le scorte di nickel risultano infatti al livello più basso dal 2007, motivo per cui (già due mesi fa) è stata abbandonata l'ipotesi di bandire le forniture russe di metallo fisco come "sottostante" dei contratti finanziari stipulati e scambiati alla borsa di Londra: quella decisione avrebbe infatti creato un ulteriore shock ribassista sulle riserve fisiche detenute. Non si placano le polemiche per alcuni contratti stipulati da grandi gruppi commerciali sul nickel che non trovano però un obiettivo riscontro nelle forniture fisiche, facendo pensare a mere operazioni speculative. Infine, permane il tema delle future forniture. Gli alti prezzi raggiunti negli ultimi anni hanno stimolato gli investimenti e migliorato l'efficienza dei cicli di lavorazione, rispetto ai ritardi che emergono invece in altri comparti dei Metalli industriali, pur non fugando i timori che questo possa essere comunque insufficiente a fronteggiare la pressione sulla domanda, generata dalla transizione ecologica. Secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA), nel caso in cui si dovesse effettivamente intraprendere un percorso globale di cambiamento, che coinvolga tutti i grandi paesi, con la finalità di azzerare le emissioni di anidride carbonica entro il 2050, questo si tradurrebbe in un'enorme domanda di metalli e minerali, come cobalto, rame e nickel, superiore alle attuali stime sulle riserve o alle prospettive di resa dei siti minerari attualmente sfruttati. Si tratta di elementi indispensabili per le infrastrutture di eolico e solare, candidate a rappresentare il 70% della produzione di energia entro il 2050, a cui si sommerebbe la domanda derivante dal comparto delle auto elettriche. Un quadro complessivo che conferma il nostro scenario di rialzo dei prezzi del nickel.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.04.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.616,4	-11,8	4,2	-19,1	-3,5
Rame (\$)	8.528,0	-8,6	9,4	-13,5	1,9
Alluminio (\$)	2.335,5	-11,5	0,0	-23,8	-1,8
Zinco (\$)	2.592,8	-25,2	-11,9	-38,6	-13,7
Nickel (\$)	23.341,0	-20,7	3,0	-29,4	-22,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Confermiamo nuovamente l'Outlook Neutrale nel breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo termine.

La debolezza delle quotazioni che ha caratterizzato le ultime settimane, dovuta ai timori per l'effettivo apporto che le economie di Cina ed India daranno alla domanda di metalli, non è sufficiente per cambiare il nostro scenario di fondo, che resta improntato alla massima prudenza nel breve e a una maggior fiducia nel medio-lungo termine. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina e l'aumento della sua domanda restano fattori che sosterranno il comparto, mentre l'incertezza sulle future politiche monetarie attuate dalle principali banche centrali si conferma un elemento contrario. Qualora il costo del denaro rimanesse alto per lungo tempo, anche a causa dei modesti risultati ottenuti in termini di lotta all'inflazione, i costi del finanziamento creditizio per nuovi impianti, siti estrattivi o investimenti infrastrutturali tornerebbero ad essere un elemento fortemente negativo. L'incertezza del quadro sui Metalli, nel breve periodo, impedisce un maggior ottimismo e consiglia di restare cauti per la prima parte dell'anno. Viceversa, nel lungo periodo il quadro conferma tutti i suoi aspetti positivi: la domanda di Metalli industriali dovrebbe tornare a crescere, trainata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta che potrebbero generarsi, derivante dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, premeranno al rialzo sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.528,0	8.815	8.840	8.867	8.800	9.100
Alluminio (\$)	2.335,5	2.469	2.500	2.538	2.483	2.638
Zinco (\$)	2.592,8	3.000	3.000	2.963	3.025	3.000
Nickel (\$)	23.341,0	24.000	23.263	22.860	24.370	23.188

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

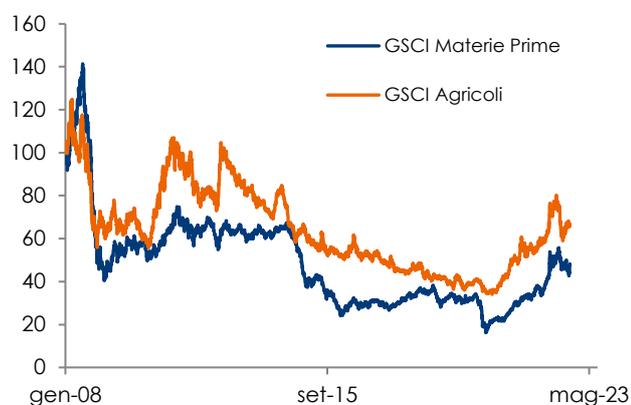
	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.528,0	8.800	9.000	9.200	9.000	9.400
Alluminio (\$)	2.335,5	2.300	2.450	2.550	2.425	2.700
Zinco (\$)	2.592,8	2.900	3.000	3.100	3.025	3.300
Nickel (\$)	23.341,0	23.000	24.000	24.500	24.500	25.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: costi produttivi e clima i fattori chiave

Il rincaro dei fattori produttivi e i timori sul clima restano gli elementi chiave della dinamica degli Agricoli. L'analisi sul comparto rimane sostanzialmente invariata rispetto al mese scorso. I timori per il cambiamento climatico in corso restano il principale fattore di preoccupazione per le materie prime agricole nel 2023, con l'avvio della cosiddetta "fase transitoria" fra i fenomeni de El Niño e de La Niña. Lo scenario peggiore è quello che prevede il ripetersi dei fenomeni climatici estremi che hanno danneggiato i raccolti in Sud America e Australia la scorsa stagione. Permane il fortissimo problema della siccità, ormai aggravatosi anche in Europa, che minaccia la qualità dei raccolti estivi; non cala, infine, la tensione sui fattori produttivi, che restano caratterizzati da forti rincari. Carburanti, fertilizzanti e pesticidi hanno visto solo marginali limitature nei prezzi e questo continuerà a gravare sui costi di produzione, mentre il lieve indebolimento del petrolio dovrebbe smussare il peso della competizione tra l'uso dei prodotti agricoli come derrata alimentare o per la produzione di carburante. Quest'ultimo elemento appare decisamente volatile, viste le scelte dei produttori di petrolio che intendono comunque limitare l'offerta e mantenere le quotazioni del greggio ai livelli più alti possibili. Come conseguenza, cresce la domanda di combustibili "green" (legata all'inasprimento delle direttive sull'utilizzo dei carburanti di origine fossile, soprattutto in Europa): un fattore che continuerà a premere su soia, mais, zucchero e molti oli vegetali.

Il difficile accordo sul grano e le tensioni in alcuni paesi dell'Est Europa rendono critico il quadro sui cereali. Nonostante Ucraina e Russia abbiano prorogato, per la seconda volta dall'inizio della guerra, l'accordo (mediato da Turchia e Nazioni Unite) che garantisce le esportazioni di cereali in uscita dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative), continuano le difficoltà e le tensioni fra le molteplici parti coinvolte. Mentre tutti i soggetti denunciano incomprensioni, mancato rispetto degli accordi o danni economici di riflesso, si avvicina di nuovo la scadenza dell'intesa, fissata per il prossimo mese. Benché inizialmente il meccanismo automatico prevedesse un'estensione di 120 giorni ad ogni rinnovo, la Russia ha ottenuto che la nuova scadenza si limitasse solo a 60 giorni, ovvero al prossimo 18 maggio 2023. La Russia lamenta la difficoltà di commercializzazione, in particolare, di tutti i prodotti chimici di compendio al settore agricolo, nonostante la seconda parte dell'intesa (rinnovata solo il mese scorso) ne prevedesse la libera circolazione: un motivo ulteriore per alzare la tensione in vista dei colloqui di maggio. Polonia e Ucraina hanno raggiunto un accordo sul transito di cereali e di altri prodotti agricoli attraverso il territorio polacco: un'intesa che ha visto intervenire la Commissione Europea, irritata dalla situazione. La Polonia aveva vietato le importazioni in risposta alle proteste degli agricoltori locali, preoccupati dall'impatto delle granaglie a basso costo provenienti dall'Ucraina sulle merci locali. L'Ungheria ha subito seguito l'esempio adottando a sua volta il divieto ma senza specificare i prodotti coinvolti, fissandone al 30 giugno la fine, in coincidenza con la data di riattivazione delle tariffe doganali europee. Anche la Slovacchia si è accodata, con una decisione simile a quella polacca ed ungherese. I cereali ucraini destinati all'estero transitano dall'Unione Europea da quando la rotta di esportazione attraverso il Mar Nero è stata bloccata dall'invasione militare russa. L'accordo Black Sea Grain ha spinto la UE a eliminare temporaneamente i dazi su alcuni prodotti ucraini: tale sospensione, prevista fino alla fine di giugno, ha avuto però effetti indesiderati, soprattutto nei paesi confinanti o vicini all'Ucraina. In Polonia, Ungheria, Slovacchia, Romania e Bulgaria, dove il grano ucraino a basso costo condiziona pesantemente il mercato domestico, ingenti quantità di queste derrate si sono accumulate all'interno dei confini nazionali, scatenando un forte ribasso dei prezzi e i conseguenti malumori degli agricoltori.

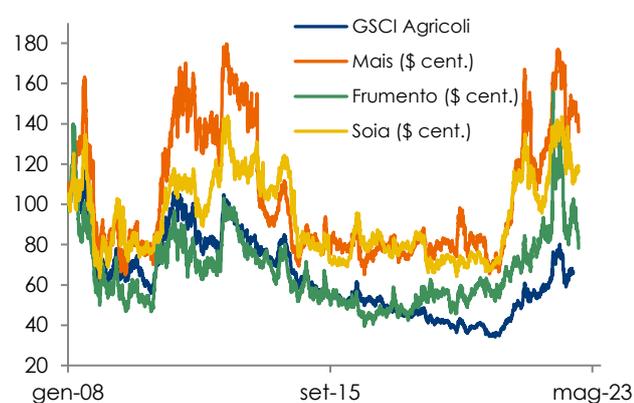
GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.04.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.313,8	-5,2	38,6	21,4
GSCI Agricoli	549,7	-1,7	12,4	39,0
Mais (\$ cent)	646,5	-4,7	-5,0	67,5
Frumento (\$ cent.)	638,8	-19,3	-13,6	32,9
Soia (\$ cent)	1.445,3	-4,9	-7,9	40,6
Cotone (\$ cent)	77,0	-7,6	-12,0	-9,2
Cacao	3.149,0	21,1	30,7	10,3
Zucchero	26,7	33,0	57,6	145,4
Caffè (arabica)	192,5	15,0	40,6	64,7
Caffè (robusta)	2.539,0	35,8	83,1	47,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.04.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	549,7	-1,7	-0,4	-14,5	-8,0
Mais (\$ cent.)	646,5	-5,3	-5,6	-19,5	-4,7
Frumento (\$ cent.)	638,8	-15,1	-24,0	-41,0	-19,3
Soia (\$ cent.)	1.445,3	-5,1	4,6	-15,2	-4,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

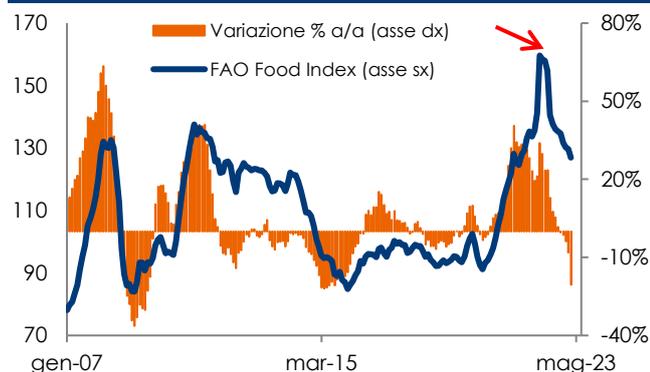
WASDE: revisioni minimali delle stime globali per mais e soia, ad aprile. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di aprile, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e a livello globale. Secondo le stime dell'USDA, nella stagione 2022/23 il mercato del **frumento** potrebbe essere prossimo a un livello di equilibrio, con un leggero surplus, dopo il forte deficit (-12,9%) della stagione precedente. Infatti, la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare dell'1,2% a/a, attestandosi a 789 milioni di tonnellate (variazione leggermente superiore alla stima di marzo: 788,03 milioni di tonnellate), un nuovo massimo, mentre il consumo mondiale dovrebbe aumentare dello 0,47% a/a, attestandosi a 796,1 milioni di tonnellate (rivisto al rialzo dalla stima di 793,2 milioni di tonnellate di marzo). Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 2,37% a/a, attestandosi a 265,1 milioni di tonnellate (stima rivista al ribasso di 2,1 milioni di tonnellate rispetto alla rilevazione di marzo). Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 33,3% nel 2022/23 dal 34,2% della stagione 2021/22. Nel 2022/23 la produzione mondiale di **mais** dovrebbe diminuire del 5,6% a/a, attestandosi a 1.147,5 milioni di tonnellate (invariato rispetto alla stima del mese scorso), mentre il consumo globale dovrebbe diminuire del 3,9% a/a, attestandosi a 1.156,8 milioni di tonnellate (invariato). Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 3,0% a/a, attestandosi a 295,3 milioni di tonnellate (rivisto al ribasso di 1,1 milioni di tonnellate rispetto alla stima di marzo), mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 25,5% dal 25,4% nella stagione precedente. Il mercato della **soia** dovrebbe tornare a registrare un marginale surplus (+1,1%) nella stagione 2022/23, dopo il deficit della stagione 2021/22 (-1,1%). Tuttavia, tale

surplus sarà probabilmente inferiore alle precedenti previsioni, a causa delle revisioni al ribasso delle stime di produzione per condizioni meteorologiche avverse, legate soprattutto alla siccità in Sud America. La produzione mondiale potrebbe aumentare del 3,14% a/a, attestandosi a 369,6 milioni di tonnellate (rivista al ribasso da 375,2 milioni di tonnellate stimate a marzo). Il consumo mondiale dovrebbe scendere a 365,8 milioni di tonnellate dalla stima di marzo di 371,1 milioni di tonnellate. In conclusione, nella stagione 2022/23 anche le scorte mondiali dovrebbero aumentare di meno dell'0,3% a/a, attestandosi a 100,3 milioni di tonnellate (100 milioni a marzo) e il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe restare sostanzialmente stabile, proprio come risultato di questi marginali cambiamenti.

FAO: i prezzi dei prodotti alimentari calano anche a marzo. I prezzi dei prodotti alimentari globali sono scesi del 2,1% a marzo rispetto a febbraio e del 20,5% rispetto al picco raggiunto a marzo 2022, segnando il dodicesimo calo mensile consecutivo. La riduzione è da imputare al ribasso degli indici dei prezzi degli oli vegetali e dei cereali. Zucchero e carni appaiono in lieve aumento, mentre sono in calo i prodotti lattiero-caseari (0,8%). L'indice FAO dei prezzi alimentari si attesta così ad una media di 126,9 punti. L'indice relativo ai prezzi dei cereali è sceso del 5,6% da febbraio, con i prezzi internazionali del grano in caduta libera del 7,1%. Tale forte frenata è da imputare alla sostenuta crescita della produzione in Australia, al miglioramento delle condizioni di produzione nell'Unione Europea, all'elevata disponibilità di forniture dalla Federazione russa e alla continuità delle esportazioni dall'Ucraina, provenienti dai porti del Mar Nero. Simile dinamica ha causato il crollo del prezzo del mais, calato del 4,6%, in parte anche a fronte delle previsioni di raccolta record in Brasile. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 3% rispetto al mese scorso e del 47,7% rispetto a marzo 2022, complici la contrazione della domanda di oli di soia, colza e semi di girasole e l'abbondante disponibilità di forniture. In aumento invece il prezzo dell'olio di palma, a causa del calo della produzione in Asia Sud Orientale, ancora scossa dalle recenti catastrofi naturali e soggetta alle restrizioni sulle esportazioni imposte dall'Indonesia. L'indice dei prezzi della carne è lievemente aumentato rispetto a febbraio (+0,5%): in crescita il costo della carne bovina, per via del calo delle forniture, e della carne suina, di cui è aumentata la domanda europea a fronte di bassi tassi di macellazione. Viceversa, i prezzi del pollame sono calati, per il nono mese consecutivo, per effetto della minore domanda mondiale di importazioni. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è salito dell'1,5% rispetto a febbraio, la variazione maggiore degli ultimi 6 anni, a causa della domanda di biocarburanti.

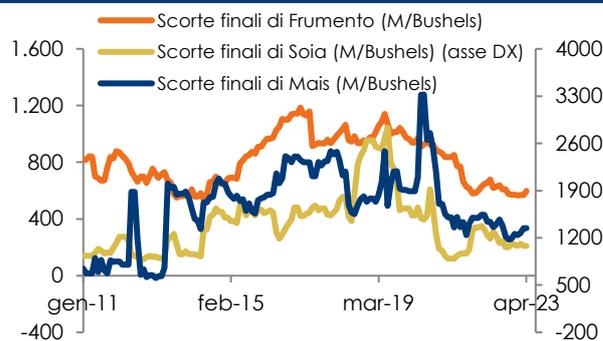
FAO: le prime analisi sui cereali 2023 ipotizzano un aumento delle aree coltivate nell'emisfero settentrionale. Nel rapporto sulla domanda e l'offerta di cereali, pubblicato ad aprile, la FAO ha rivisto al rialzo le previsioni relative alla produzione mondiale di grano nel 2023: 786 milioni di tonnellate, che potrebbero comunque rappresentare un calo dell'1,3% rispetto al livello del 2022, pur restando il secondo valore più alto di sempre. Il maggior apporto arriverebbe dai livelli record previsti in Asia, mentre Africa Settentrionale ed Europa Meridionale sarebbero in sofferenza a causa della siccità. La FAO, come il mese scorso, continua a non escludere una possibile espansione dell'area coltivata a frumento invernale nell'emisfero settentrionale, in particolare negli Stati Uniti, come conseguenza del rialzo delle quotazioni del grano dei mesi scorsi. Infine, l'Organizzazione ha alzato le sue previsioni per la produzione mondiale di cereali del 2022: questa risulterà comunque in calo rispetto all'anno precedente, attestandosi a 2.777 milioni di tonnellate (-1,2% rispetto a quella del 2021). Il consumo di cereali a livello mondiale, in questa stagione, dovrebbe attestarsi a 2.779 milioni di tonnellate, in discesa dello 0,7% rispetto al 2022. Le scorte cerealicole mondiali dovrebbero contrarsi dello 0,3% a fine anno, attestandosi a 850 milioni di tonnellate. È probabile che il rapporto mondiale tra riserve e utilizzo di cereali scenda al 29,7% rispetto al precedente 30,7%, un dato ancora complessivamente favorevole per le dinamiche del mercato mondiale. Gli scambi di cereali a livello mondiale subiranno una contrazione del 2,7% rispetto allo scorso anno a causa dell'attesa diminuzione del commercio di cereali secondari, in un contesto in cui, al contrario, è prevista una risalita degli scambi mondiali del grano.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2023)

Outlook Neutrale: andamento climatico e rincaro dei fattori produttivi restano gli elementi alla base dello scenario.

Pressoché immutato lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche legate al controverso accordo Black Sea Grain Initiative e il rincaro dei costi produttivi restano gli elementi che influenzeranno la dinamica dei prezzi nel 2023. Si ampliano i timori legati all'offerta, minacciata dai cambiamenti climatici, con le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari che restano alte (anche nelle fasi di parziale debolezza dei prezzi), favorendo il costante consolidamento delle quotazioni su livelli elevati, malgrado l'indice FAO degli alimenti continui a collezionare ribassi mensili consecutivi. La siccità globale si accentua anche nell'emisfero settentrionale, minacciando i raccolti estivi in Europa. Un ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica, che rendano meno aleatorie le stime sulla produzione agricola e, quindi, sull'offerta commerciale, resta la condizione essenziale per alleviare le tensioni sul comparto agricolo. Il continuo inasprimento delle normative anti-inquinamento alimenta la speranza che si riesca a rallentare il più possibile il cambiamento climatico, anche se difficilmente questo potrà accadere nel breve termine. Il protrarsi di condizioni climatiche imprevedibili e dagli effetti avversi sulle aree coltivate amplia la probabilità che si ripresentino le stesse conseguenze negative sulle colture già viste lo scorso anno, sostenendo possibili tensioni rialziste sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	646,5	657,5	640,0	650,0	640,0	620,0
Frumento (\$ cent.)	638,8	710,0	713,0	707,0	712,0	725,0
Soia (\$ cent.)	1.445,3	1.450,0	1.480,0	1.480,0	1.420,0	1.375,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	646,5	650	640	640	645	630
Frumento (\$ cent.)	638,8	710	705	700	710	690
Soia (\$ cent.)	1.445,3	1.520	1.500	1.450	1.500	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

E' probabile che prevalga un generale consolidamento dei prezzi delle materie prime coloniali, visti i minori timori di frenata del ciclo economico nei principali mercati di sbocco. Si ampliano invece le preoccupazioni che le aree di produzione di molte di queste colture siano investite, anche quest'anno, dagli anomali fenomeni meteorologici già visti nel 2022: una prospettiva che andrà monitorata e che sarà al centro dello scenario per tutta la restante parte del 2023.

Cotone: permane la debolezza dei prezzi a causa dell'abbondanza di offerta. Restano deboli le quotazioni del cotone anche a causa di motivazioni tecniche che riguardano il cambio di scadenza del contratto future attualmente scambiato sul mercato: un evento periodico che, abitualmente, favorisce le vendite per posizionarsi sul nuovo benchmark. Ma, al di là di questo fattore finanziario, è il probabile surplus di offerta stimato per quest'anno a indebolire le quotazioni del cotone. I prezzi all'ingrosso del cotone in Brasile, fra le prime tre principali piazze di

commercializzazione della materia prima, sono costantemente scesi nel mese di aprile. Il calo è dovuto alle basse esportazioni (legate ad una minore domanda), alle ampie scorte ereditate dallo scorso raccolto (che aveva generato un forte surplus) e alle nuove stime sul raccolto annuale, che indicano tassi di resa delle piantagioni molto elevati. La Brazil's National Supply Company (CONAB) ha stimato che il raccolto nel 2022 sia stato di 2,55 milioni di tonnellate (dato non definitivo), con un consumo nazionale di cotone previsto di 705.000 tonnellate. Un quadro che sta alimentando un surplus di circa 1,0-1,2 milioni di tonnellate (stima approssimativa) destinato in teoria all'export, considerando l'esigua domanda interna e le circa 1 milione di tonnellate già esportate da agosto 2022 ad oggi. La domanda in Brasile è stata debole e questo ha spinto alcuni intermediari ad abbassare i prezzi richiesti per la fibra grezza, temendo un ulteriore calo delle quotazioni nel breve. Con l'avvicinarsi della nuova stagione e il cambio stagionale nella manifattura dei tessuti, le esigenze di approvvigionamento dovrebbero aumentare: questo dovrebbe spingere le vendite e consentire agli agricoltori di fare spazio nei magazzini, liquidando le vecchie riserve in vista del nuovo raccolto. Uno scenario che dovrebbe mantenere comunque le quotazioni del cotone su livelli contenuti.

Zucchero: l'ampia produzione attesa in Brasile controbilancia parzialmente la spinta del rincaro del petrolio sui prezzi dello zucchero.

Il rialzo delle quotazioni del petrolio dell'ultimo mese, amplificato dalla decisione dell'OPEC+ di tagliare ulteriormente l'offerta produttiva fino a fine anno, ha spinto fortemente al rialzo le quotazioni dello zucchero. La produzione e il consumo di biocarburanti aumentano infatti, come soluzione sostitutiva dei prodotti raffinati petroliferi, ogni qualvolta i prezzi del greggio salgono rapidamente. Dal lato dei fondamentali, invece, le previsioni di condizioni calde e secche in Brasile, per le prossime settimane, probabilmente freneranno i prezzi dello zucchero: l'assenza di precipitazioni e il bel tempo consentiranno infatti ai coltivatori di zucchero brasiliani di iniziare la raccolta, che viene stimata dal mercato come eccezionale. Di contro, però, l'Indian Sugar Mills Association (ISMA) ha recentemente riferito che la produzione di zucchero nel 2022/23 (1° ottobre-15 aprile) è calata del -5,4% a/a a 32,9 milioni di tonnellate (valori non definitivi). L'India è il secondo produttore mondiale di zucchero: il Governo indiano ha confermato la volontà impedire ulteriori esportazioni della commodity quest'anno, a causa della produzione inferiore al previsto. L'India ha esportato solo 6 milioni di tonnellate nel ciclo di raccolta appena concluso (1° ottobre-15 aprile, 2022/23) dopo averne esportate 11,2 milioni nel 2021/22, segnando così un calo del -46% su base annua. L'ISMA ha poi confermato la sua previsione di probabile riallocazione di circa 4,5-5,0 milioni di tonnellate di zucchero dalla produzione di dolcificante a quella di etanolo, nel 2022/23. L'Organizzazione internazionale dello zucchero (ISO), lo scorso 24 febbraio, ha ridotto la stima del surplus globale di zucchero per il 2022/23 a 4,15 milioni di tonnellate da 6,19; tuttavia, l'ISO prevede ancora che la produzione globale, nel 2022/23, crescerà del +4,8% a/a, al livello record di 180,4 milioni di tonnellate. I prezzi dello zucchero probabilmente hanno già scontato questo scenario salendo molto, mentre non hanno ancora incorporato i possibili ribassi del greggio: una situazione che potrebbe favorire uno storno e poi consolidamento delle quotazioni.

Caffè: l'incertezza sui fondamentali rende imprevedibile il mercato del caffè.

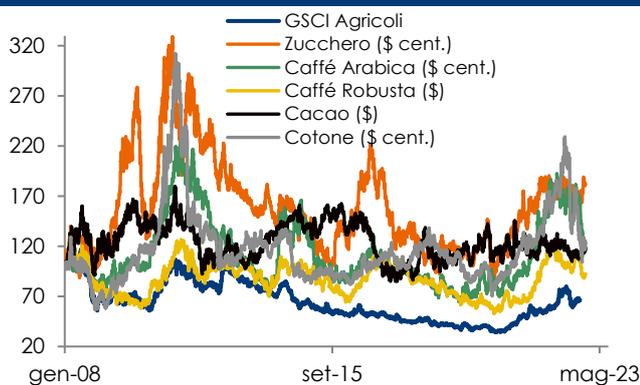
Le quotazioni del caffè risultano molto volatili da alcuni mesi: una situazione generata dalla forte incertezza e discordanza che accompagna ogni periodica stima dei volumi di produzione, export e scorte non solo del Brasile ma, più in generale, di tutti i principali produttori mondiali. Lo scorso 5 aprile, l'Organizzazione internazionale del caffè (ICO) ha riportato che le esportazioni globali di caffè nel periodo ottobre 2022-febbraio 2023 sono diminuite del -8,7% a/a a 48,66 milioni di sacchi. L'ICO stima il deficit globale del mercato del caffè 2022/23 a -7,3 milioni di sacchi; prevede inoltre che la produzione globale della commodity nel 2022/23 aumenti del +1,7% a/a a 171,27 milioni di sacchi e che il consumo globale salga dell'1,7% a/a a 178,53 milioni di sacchi. Inoltre, anche l'ICO, come i principali operatori meteo globali, sottolinea come siano in aumento le probabilità che si verifichi, anche quest'anno, il fenomeno meteorologico El Niño: un evento che potrebbe portare forti piogge in Brasile e siccità in India, con un impatto negativo sulla produzione di caffè.

Negli scorsi giorni, le scorte di caffè Arabica, monitorate alla borsa commerciale di scambio ICE, sono scese al minimo da 4 mesi e mezzo a 699.508 sacchi. Contestualmente, la Federazione dei coltivatori della Colombia ha riferito che le esportazioni di caffè, nel solo mese di marzo, sono diminuite del -19% su base annua (-906.000 sacchi); la Colombia è il 2° produttore mondiale di varietà Arabica. Non diversa la situazione per la varietà Robusta, per cui si stima un deficit globale di 5,6 milioni di sacchi quest'anno anche se le scorte, alla borsa valori ICE, sono in costante aumento. L'Associazione degli esportatori indonesiani di caffè (l'Indonesia è il 3° produttore mondiale di Robusta) stima la produzione di caffè del 2023 diminuire del -20% a/a a 9,6 milioni di sacchi, a causa dei danni causati dalle precipitazioni eccessive nelle aree coltivate. Infine, anche il Vietnam (il 1° produttore di Robusta al mondo) ha comunicato che le esportazioni totali di caffè, nel 1° trimestre, sono diminuite del -5% su base annua a 552.613 tonnellate. Il Vietnam è il più grande produttore mondiale di fagioli Robusta.

Cacao: aumentano le tensioni sui prezzi vista la crescente domanda ed un'offerta non così ampia come precedentemente atteso.

I prezzi del cacao sono aumentati nell'ultimo mese grazie ai segnali sia di miglioramento della domanda che di forniture globali meno ampie di quanto atteso. La European Cocoa Association ha riferito che le macinature di cacao europee del 1° trimestre sono aumentate dello 0,5% su base annua, corrispondente a +375.370 tonnellate, un volume trimestrale record dal 1999. Se i grandi gruppi commerciali che esportano e lavorano le fave di cacao hanno confermato un incremento dei volumi nel 1° trimestre 2023, rispetto al medesimo trimestre del 2022, preoccupa invece l'offerta dei produttori. Il Governo della Costa d'Avorio, il più grande produttore di cacao al mondo, ha recentemente confermato che i coltivatori hanno inviato un totale di 1,86 milioni di tonnellate di fave ai silos di stoccaggio nei porti ivoiriani, un calo del -4,6% su base annua per questa campagna di raccolta (dal 1° ottobre al 16 aprile). La preoccupazione per la dimensione, ma soprattutto per la qualità, dei raccolti in Africa Occidentale sta sostenendo i prezzi del cacao. I coltivatori continuano a lamentare la mancanza di fertilizzanti e pesticidi poiché la guerra in Ucraina ha limitato o complicato il reperimento delle forniture russe di cloruro di potassio e di altri fertilizzanti in tutto il mondo. Infine, il rapporto mensile dell'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) del 24 marzo ha evidenziato come le esportazioni di cacao dalla Costa d'Avorio siano diminuite del -9,3% a/a, a 530.314 tonnellate tra ottobre e gennaio, a causa degli effetti dannosi dei parassiti che hanno infestato parte delle piantagioni lo scorso inverno. Le nostre previsioni indicano un calo dei prezzi nella restante parte dell'anno, quando le reali dimensioni dei raccolti saranno confermate; i consumi potrebbero flettere, di pari passo con il rallentamento delle economie mondiali.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.04.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	549,7	-1,7	-0,4	-14,5	-8,0
Cotone	77,0	-11,1	-1,9	-45,5	-7,6
Cacao	3.149,0	21,5	37,2	29,5	21,1
Zucchero	26,7	32,5	47,2	40,6	33,0
Caffè (arabica)	192,5	18,5	3,6	-12,8	15,0
Caffè (robusta)	2.539,0	26,1	30,1	24,4	35,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	77,0	82,0	83,5	88,0	83,9	87,5
Cacao	3.149,0	2.600	2.540	2.480	2.580	2.438
Zucchero	26,7	21,0	20,9	20,3	20,4	19,7
Caffè (arabica)	192,5	185,0	170,0	170,0	177,5	180,0
Caffè (robusta)	2.539,0	2.100	2.030	1.960	2.048	1.976

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.04.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	77,0	79	77	76,0	78	76
Cacao	3.149,0	2.600	2.540	2.480	2.580	2.450
Zucchero	26,7	21,0	20,9	20,8	20,9	20,0
Caffè (arabica)	192,5	180	175	170	175	160
Caffè (robusta)	2.539,0	2.100	2.050	1.950	2.050	1.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.03.2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.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, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

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

Note metodologiche

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi