

Mensile Materie Prime

Commodity: debolezza transitoria, prospettive rialziste

Energia: outlook Mod. Positivo, stagionale pressione rialzista nel 2° semestre

Benché prosegua lo storno delle quotazioni del petrolio e restino basse quelle del gas, non cambia la nostra previsione che vedrà il mercato energetico probabilmente sotto pressione nella seconda parte dell'anno, in scia allo stagionale aumento della domanda di entrambi i combustibili. L'accelerazione dei consumi in Cina (gas) e nel settore dell'aviazione (trasporti business e turismo), la necessaria ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing da parte degli Stati Uniti, i persistenti rischi geopolitici e la strategia di contenimento dell'offerta dell'OPEC+ (guidati dall'Arabia Saudita) sono gli elementi alla base di questa previsione.

Metalli preziosi: outlook Neutrale in uno scenario ancor più incerto di prima

La tensione sui prezzi dell'oro resta costante seppur di modesta intensità, mantenendo il metallo giallo comunque su livelli alti. Si sono ampliate le incertezze sullo scenario: l'inflazione rallenta ma non quanto ci si aspettava; la forza dell'economia in Cina sta deludendo; la recessione minaccia tutte le grandi economie; le politiche monetarie appaiono ora meno prevedibili e più dipendenti dai dati in uscita. Un quadro che sta sostenendo la domanda di beni rifugio e i prezzi dei Preziosi.

Metalli industriali: outlook Neutrale di breve e cautamente positivo nel lungo

Immutata la nostra diversificazione di previsione sui Metalli. Nell'immediato è probabile che ulteriori pressioni al ribasso e volatilità investano la maggior parte dei metalli. A fine anno, quando le aspettative di ripresa economica nel 2024 saranno alimentate dai primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, potremmo iniziare a vedere le prime pressioni al rialzo sulle quotazioni dei metalli. Infine, nel lungo termine la domanda di Metalli industriali dovrebbe crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione ecologica.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale ma aumentano i rischi legati a El Niño

Per il momento non cambia lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche (in vista della scadenza dell'accordo Black Sea Grain Initiative) e il rincaro dei costi produttivi restano gli elementi da monitorare e in grado di influenzare la dinamica dei prezzi nel 2023. Aumentano i rischi legati alle produzioni agricole, che potrebbero essere minacciate dagli effetti negativi sui raccolti dovuti al clima, durante il periodo estivo, nell'emisfero settentrionale. A rischio anche le Soft Commodity.

Soft Commodity:

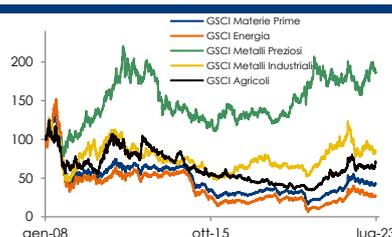
- Cotone:** allerta a causa de El Niño ma con conseguenze ed effetti difficili da delineare.
- Zucchero:** la forte riduzione delle stime sul surplus modifica gli equilibri di mercato.
- Caffè:** scenario diversificato, con El Niño che minaccia più la Robusta dell'Arabica.
- Cacao:** il possibile deficit e le variazioni climatiche tengono alta la tensione sui prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.06.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.243,5	-7,2	26,3	16,4
GSCI Energia	532,0	-12,9	33,3	-2,2
GSCI Met. Preziosi	2.172,0	4,5	5,2	44,4
GSCI Met. Industriali	1.534,9	-8,4	-7,8	11,0
GSCI Prod. Agricoli	586,0	4,8	33,1	60,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 26.06.2023

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 26.06.2023 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

27 giugno 2023 - 15:40 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

27 giugno 2023 - 15:46 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Giù.	Mag.
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.

Performance commodity

(%)	2023	2022
WTI	-13,6	6,7
Brent	-13,7	10,5
Gas Naturale	-37,6	20,0
Gasolio	-23,2	38,1
Oro	5,3	-0,1
Argento	-5,0	2,9
Rame	0,2	-13,9
Alluminio	-9,7	-15,3
Zinco	-22,8	-16,3
Nickel	-32,4	44,8
Mais	-6,1	14,4
Frumento	-8,6	2,8
Soia	0,1	14,3
Cacao	23,3	3,2
Zucchero	18,4	-26,0
Caffè	0,4	-24,9
Cotone	-7,6	-26,0

Fonte: Bloomberg. Dati al 26.06.2023

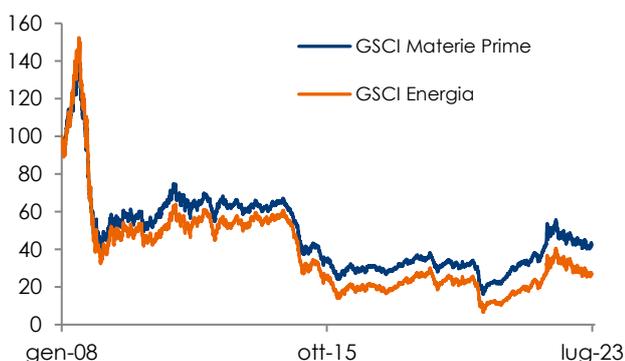
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.06.2023 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: probabile pressione rialzista nel 2° semestre

**Commodity: lo scenario resta incerto e sempre più diversificato fra breve termine e medio-lungo termine.** Non cambia il sentiment di fondo sulle Commodity rispetto al mese scorso: intensificandosi i timori sulla crescita e quindi sulla futura richiesta di risorse, tutti gli asset ciclici (energia in generale, greggio, metalli industriali e prodotti agricoli) sono a rischio di ribasso, mentre i metalli preziosi, visto il possibile aumento della domanda di beni rifugio, sono candidati a un maggior rialzo. La volatilità sui mercati è destinata a rimanere alta, alimentata dal nuovo corso delle politiche monetarie, sempre più dipendenti dall'evoluzione dei dati macroeconomici. L'aumentata incertezza sul futuro andamento dei tassi di interesse non solo rende aleatorio stimare i costi del credito e programmare modelli di sviluppo o piani di finanziamento, ma finisce per incidere anche sulla maggiore o minore propensione al rischio degli investitori. I bassi volumi di trading che caratterizzano il periodo estivo e la percezione di rischiosità, che storicamente contraddistingue i derivati finanziari delle materie prime, rischiano di amplificare le oscillazioni sui prezzi. Diverso invece il quadro di medio-lungo termine: se nell'immediato gli elementi descritti e l'incertezza di fondo minano le aspettative sulla futura domanda di risorse, in un orizzonte più lungo questo insieme di fattori rischia di rappresentare la base per un fortissimo deficit di offerta, nei prossimi anni. L'Energia nel suo complesso resta un tema centrale, anche della transizione ecologica, e i rischi di rialzo dei prezzi restano forti. I mercati di gas naturale ed energia elettrica sono destinati a diventare più tesi, poiché l'offerta resterà a lungo limitata. La maggior parte dei metalli industriali è caratterizzata da bassi livelli di scorte, insufficienti investimenti minerari, scarsissima innovazione degli impianti e, per paradosso, le attese sono invece per uno strutturale e corposo aumento della domanda. Infine, i cambiamenti climatici e i rischi geopolitici rischiano di continuare ad alimentare la volatilità sui prodotti agricoli. In conclusione, nel breve si conferma quindi il nostro scenario di consolidamento dei prezzi delle materie prime in vista della possibile pressione rialzista nella seconda parte del 2023. Si rafforza ulteriormente la nostra previsione nel medio-lungo termine: i rischi di un deficit di offerta e di una domanda in aumento premeranno sui prezzi delle Commodity e, conseguentemente, potrebbero tornare ad alimentare anche l'inflazione.

### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 26.06.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.243,5	-7,2	26,3	16,4
GSCI Energia	532,0	-12,9	33,3	-2,2
WTI (\$)	69,4	-13,6	-6,3	-4,7
Brent (\$)	74,2	-13,7	-2,6	-4,4
Gas Naturale (\$)	2,8	-37,6	-20,2	-6,8

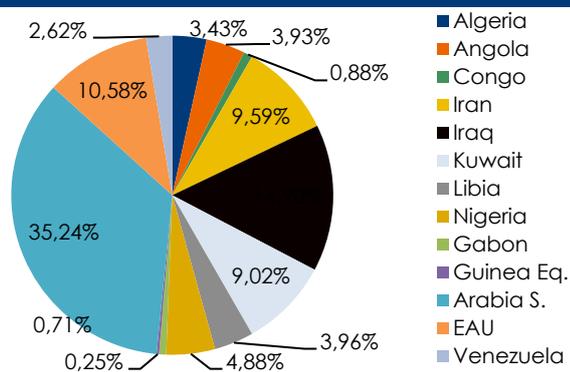
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: il calo dei prezzi petroliferi in atto non modifica lo scenario che colloca, nella seconda parte del 2023, la maggior pressione rialzista.** Anche questo mese si è accentuato il ribasso del comparto dell'Energia, sempre in scia agli aumentati timori di minori consumi legati a un rallentamento maggiore dell'economia globale. Il consolidamento delle quotazioni petrolifere, comunque su livelli alti, resta confermato nell'immediato, mentre il rincaro dei costi energetici si sposta con maggior probabilità nel 2° semestre, quando l'inasprimento della contrazione dell'offerta OPEC+, sommata a una maggior domanda dall'Asia, potrebbe portare a un rialzo maggiore dei prezzi petroliferi. L'OPEC+ (l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio OPEC e la Russia coi suoi alleati) ha deciso di estendere i tagli alla produzione anche al 2024, fissando il

target complessivo di offerta a 40,46 milioni di barili al giorno, lo scorso 4 giugno. Una scelta che corrisponde all'incirca a un'ulteriore contrazione di 1,4 milioni di barili rispetto ai livelli in vigore per quest'anno. La riduzione passerà anche dalla rimodulazione delle quote dei produttori africani (Nigeria, Angola e Congo) e degli Emirati Arabi Uniti (e parzialmente della Russia), un tema che è stato al centro della discussione per tutto il meeting e che potrebbe mitigare il reale impatto dei tagli. Sono invece apparse pressoché nulle le divergenze fra Russia e Arabia Saudita, smentendo le indiscrezioni della vigilia. Quest'ultima, in aggiunta alle decisioni prese, potrà volontariamente portare i tagli produttivi fino a 1 milione di barili nel mese di luglio (non è chiaro se in aggregato rispetto agli attuali -500.000 barili spontaneamente ridotti), per dare maggior forza alla strategia concordata. L'OPEC+ ha poi deciso di ripristinare gli incontri semestrali e tornerà a riunirsi a Vienna solo il 26 novembre. In conclusione, tornando allo scenario più di breve, la richiesta di carburanti (specie per aerei) in arrivo dalla Cina, e in generale da tutto il continente asiatico, continua ad essere l'elemento fondamentale che potrebbe alimentare il rialzo delle quotazioni nel periodo estivo e poi nella seconda parte dell'anno.

**Gas: parte la seconda tornata di acquisti congiunti di gas sulla piattaforma UE.** Dopo il successo della prima, conclusasi a maggio con offerte per oltre 13,4 miliardi di metri cubi (11,6 miliardi in asta), e con la partecipazione di 77 società, parte la raccolta delle domande (dal 26 giugno al 3 luglio) per la seconda asta di acquisti congiunti per forniture che riguarderanno contratti fino a marzo 2025. Il regolamento per gli acquisti congiunti prevede una soglia obbligata al 15% del volume degli stoccaggi comunitari di gas, in vista della prossima stagione invernale. Il medesimo regolamento obbliga poi gli Stati membri a riempire le riserve sotterranee di gas al 90% della capacità entro il 1° novembre del 2023. Negli ultimi mesi, i prezzi del gas in Europa hanno perso oltre il 90% dal picco del 2022 e oltre il 50% da inizio anno, grazie alla rimodulazione degli approvvigionamenti. L'offerta ha beneficiato di ingenti importazioni dai gasdotti (anche dalla Russia) e di flussi record di importazione di GNL. Al contempo, la domanda europea si è ridotta grazie ai tagli al consumo di gas ed energia elettrica da parte degli utenti (industrie e famiglie), motivati dal rincaro delle bollette. Questa situazione è stata favorita da condizioni climatiche eccezionali: l'inverno caldo ha limitato la domanda per riscaldamento, mentre una primavera mite ha procrastinato il condizionamento degli ambienti, consentendo un accumulo di scorte pari al 75% della capienza. I prossimi mesi saranno cruciali: la maggior parte dei fattori che influenzano i prezzi del gas (domanda/offerta, riserve, condizioni meteo, concorrenza con l'Asia e rischi geopolitici) ha avuto un impatto ribassista o neutrale con una sorprendente coincidenza di situazioni favorevoli. Nonostante gli sforzi di diversificazione intrapresi negli ultimi trimestri abbiano portato evidenti risultati, le dinamiche di mercato previste per i prossimi mesi potrebbero rendere meno agevoli gli approvvigionamenti. La conferma della formazione de El Niño durante l'estate implica temperature medie più elevate nell'emisfero settentrionale e conseguenti maggiori consumi per il raffrescamento. La concorrenza dell'Asia, sui mercati del gas liquefatto (GNL), è un elemento da non sottovalutare: i processi di riaccumulo di scorte in Giappone e Corea del Sud (i due più grandi sistemi energetici che assorbono GNL), accompagnati dalla crescente domanda della Cina dovuta sia alle riaperture post-Covid ma anche alla volontà politica di decarbonizzazione del sistema, premeranno sui prezzi. Infine, si potrebbe concretizzare il ritorno a un consumo di gas/elettricità più in linea con la media storica delle aziende europee più energivore, le stesse che col taglio di oltre il 50% dei loro consumi hanno contribuito alla virtuosa riduzione della richiesta dalla Russia. In conclusione, un quadro che nei prossimi mesi rischia di spingere al rialzo i prezzi del metano, più di quanto si stimi ora.

## Produzione membri OPEC (%)



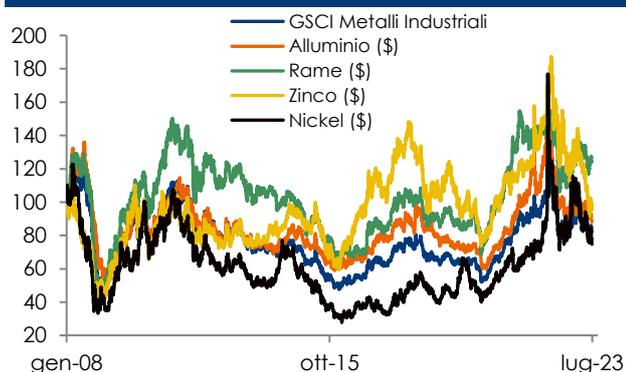
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.05.2023

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

	Media 2000-19	2020	2021	2022	Stime 2023	Stime 2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	85,7	112,4	111,9
Azerbaijan	51,9	66,3	57,9	63,6	77,0	78,2
Bahrain	83,2	113,7	134,8	133,6	126,2	129,1
Iran	85,6	546,5	259,4	278,3	351,7	375,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	66,3	75,8	76,4
Kazakistan	...	192,1	183,5	95,5	99,8	83,9
Kuwait	46,8	76,2	62,4	63,1	70,7	66,3
Libia	71,7	141,7	52,0	85,1	64,4	62,2
Oman	69,1	86,4	76,7	62,1	72,2	66,4
Qatar	45,1	49,3	46,5	44,7	44,8	42,5
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	85,8	80,9	75,1
Turkmenistan	...	40,5	32,3	37,3	38,1	40,0
Emirati Arabi Uniti	49,9	51,7	53,1	55,1	55,6	54,8

Fonte: FMI Outlook, aprile 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il mercato petrolifero visto da OPEC, EIA e IEA.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di giugno, l'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC) confermerà le previsioni del mese precedente, con la domanda mondiale stimata a +2,5 mb/g a/a per una media di 101,9 mb/g nel 2023. Secondo fonti secondarie, la produzione OPEC cumulativa si è contratta di 0,5 mb/g m/m a maggio (assestandosi su quota 28,1 mb/g). Nell'aprile 2023, nel frattempo, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE sono aumentate di circa 30 mb (a 2.808 mb, l'equivalente di 60,9 giorni di copertura a termine). Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di giugno, l'Energy Information Administration (EIA) statunitense prevede che il mercato globale del greggio possa presto diventare più teso di quanto prospettato in precedenza. L'agenzia ha stimato che, dopo un surplus di 0,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alla precedente stima pubblicata a maggio), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,4 mb/g anche nel 2023 (invariato), ma potrebbe essere quasi in equilibrio nel 2024 (rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,3 mb/g). Il consumo globale di petrolio dovrebbe passare da 99,4 mb/g nel 2022 a 101 mb/g nel 2023 (+1,6 mb/g a/a) e a 102,7 mb/g nel 2024 (+1,7 mb/g a/a), dati invariati rispetto alle stime di maggio. L'offerta non OPEC è stimata in espansione da 65,7 mb/g nel 2022 (confermato) a 67,9 mb/g nel 2023 (+2,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 67,6 mb/g del mese scorso) e a 68,9 mb/g nel 2024 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 68,6 mb/g del mese scorso). L'offerta di greggio OPEC è vista assestarsi su una media di 28,7 mb/g nel 2022 (confermato) e scendere a una media di 28,1 mb/g nel 2023 (-0,6 mb/g a/a, rivista al ribasso rispetto ai 28,3 mb/g del mese scorso), ma potrebbe espandersi a 28,4 mb/g (+0,3 mb/g a/a, rivista al ribasso rispetto ai 29,0 mb/g del mese scorso) nel 2024. L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (OMR) di giugno, quantifica una domanda globale in crescita da 102,3 mb/g (+2,4 mb/g a/a, rivisto al rialzo rispetto ai 102 mb/g di maggio), nuovo record, a 103,1 mb/g nel 2023 (+1,8 mb/g a/a), anch'esso nuovo record storico. Entrando nel dettaglio, la domanda globale dovrebbe aumentare da 100,5 mb/g nel primo quarto del 2023 a un picco di 104,4 mb/g nell'ultimo quarto del 2024, al termine dell'orizzonte di previsione. L'offerta non OPEC è stata rivista in aumento da una media di 67,2 mb/g (+1,9 mb/g a/a, modificata al rialzo rispetto ai 67,0 mb/g del mese scorso) a 68,3 mb/g nel 2023 (+1,2 mb/g a/a). La "call on OPEC crude", quantità di greggio necessaria all'equilibrio del mercato, è stimata in crescita dai 28,2 mb/g del primo quarto del 2023 a un picco di 30,3 mb/g nell'ultimo quarto del 2024.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	26.06.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	532,0	-2,3	-7,3	-17,2	-12,9
WTI (\$)	69,4	-4,7	-12,8	-36,7	-13,6
Brent (\$)	74,2	-5,0	-12,0	-35,5	-13,7
Gas Naturale (\$)	2,8	33,7	-47,2	-57,1	-37,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo confermato: immutata la previsione sui prezzi, che resteranno medio-alti per il petrolio e probabilmente in rialzo per il metano nella seconda parte dell'anno.**

Benché prosegua lo storno delle quotazioni del petrolio e restino basse quelle del gas, non cambia la nostra previsione che vedrà il mercato energetico probabilmente sotto pressione nella seconda parte dell'anno, in scia allo stagionale aumento della domanda di entrambi i combustibili. L'accelerazione dei consumi in Cina (gas) e nel settore dell'aviazione (trasporti business e turismo), la necessaria ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing da parte degli Stati Uniti, i persistenti rischi geopolitici e la strategia di contenimento dell'offerta dell'OPEC+ (guidati dall'Arabia Saudita) sono gli elementi alla base di questo scenario di previsione. Invariata anche la prospettiva che vede i prezzi dell'energia elettrica restare elevati per via di alcuni fattori: 1) il probabile rialzo del gas naturale (più o meno corposo), 2) gli aggravii in bolletta generati dalle normative sulle emissioni di anidride carbonica, 3) le pessime stime sull'idroelettrico in Europa a causa della siccità in corso e delle altrettanto pessime previsioni meteo per l'estate. Le quotazioni petrolifere potrebbero superare la debolezza delle ultime settimane beneficiando dell'effetto stagionale che abitualmente si verifica nel secondo semestre. Un effetto duplice che si compone di due elementi: a) la ripresa della domanda di combustibili legata ai viaggi per le vacanze estive; b) il riscaldamento legato alle temperature di autunno/inverno e ancora i viaggi per le festività di fine anno. Ancora una volta, l'insieme di questi fattori sostiene la nostra previsione rialzista per i prezzi del gas e del petrolio nella seconda parte del 2023 e rafforza il nostro outlook Moderatamente Positivo per il comparto dell'Energia.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	26.06.23	2023	2023	2024	2023	2024
WTI (\$)	69,4	79,0	81,0	82,0	78,8	82,0
Brent (\$)	74,2	83,0	85,0	86,5	81,9	85,0
Gas Naturale (\$)	2,8	2,8	3,4	3,5	2,9	3,5

48Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

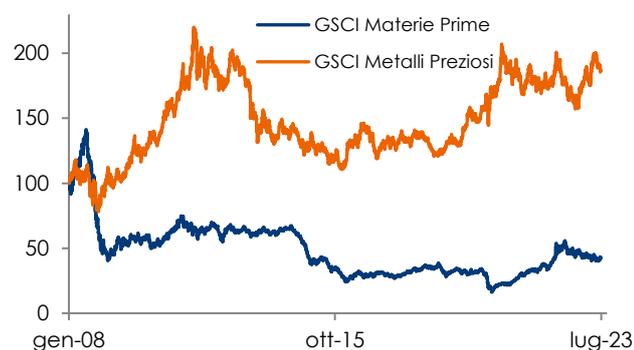
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	26.06.23	2023	2023	2024	2023	2024
WTI (\$)	69,4	75,0	76,0	-	75,3	76,0
Brent (\$)	74,2	75,0	76,0	-	80,0	80,0
Gas Naturale (\$)	2,8	3,0	3,4	-	2,9	3,0
TTf (€/MWh)	32,5	43,5	60,0	-	48,0	48,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: si ampliano i dubbi su tassi e inflazione

**Lo scenario si fa più incerto: la resilienza dell'inflazione e l'incertezza sulle future scelte delle banche centrali aumentano la volatilità.** Con una crescita globale in rallentamento e un'inflazione persistente (ma che non sembra poter riaccelerare), le politiche monetarie si sono strettamente agganciate ai dati macroeconomici, rendendo così meno prevedibili le future scelte delle banche centrali e alimentando, di conseguenza, la volatilità degli asset finanziari: un quadro che, in generale, sta sostenendo la domanda di beni rifugio e i prezzi dei Metalli preziosi. Se sono chiari i fattori che hanno spinto, negli ultimi mesi, a un rafforzamento di tutte le quotazioni dei Preziosi, risulta invece meno immediato prevedere se gli alti livelli raggiunti (e poi persi nelle ultime settimane) possano essere una base di partenza per un nuovo rialzo, qualora i rischi di recessione o la dinamica inflazionistica dovessero tornare a premere sulle quotazioni. Gli aumenti dei tassi decisi da BCE, BoE e da tutta una serie di altri istituti centrali rendono ancora più solitaria la pausa annunciata dalla Fed che, nella riunione di giugno, ha lasciato i tassi stabili al 5,25% ma ha anche segnalato che ci saranno altri rialzi (probabilmente a luglio e settembre) prima di un possibile e prolungato stop. Se si concretizzasse questo sentiero di inasprimento del costo del denaro, i prezzi dei Metalli preziosi potrebbero rimanere alti, spinti dalla domanda di investimenti difensivi e dai rischi di recessione. Di contro, i Preziosi potrebbero tornare ad indebolirsi nei prossimi due anni se, concluso il lavoro di contrasto all'inflazione (e con le economie in difficoltà), le politiche monetarie tornassero ad essere più accomodanti al fine di stimolare il ciclo. La probabilità espressa dal mercato di un altro aumento di 25pb da parte della Fed è molto bassa ma lo scenario incerto sta comunque impedendo al dollaro di svalutarsi. Invariata la previsione per i Metalli preziosi con utilizzi industriali: le prospettive di recupero delle quotazioni restano robuste anche se si ampliano i timori di forte rallentamento della crescita economica.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore	Perf. (%)	Var. %	Var. %
	26.06.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.243,5	-7,2	26,3	16,4
GSCI Met. preziosi	2.172,0	4,5	5,2	44,4
Oro (\$)	1.923,8	5,3	8,0	53,3
Argento (\$)	22,8	-5,0	-12,6	41,0
Platino (\$)	926,8	-13,7	-16,6	7,9
Palladio (\$)	1.308,6	-27,0	-50,4	37,6

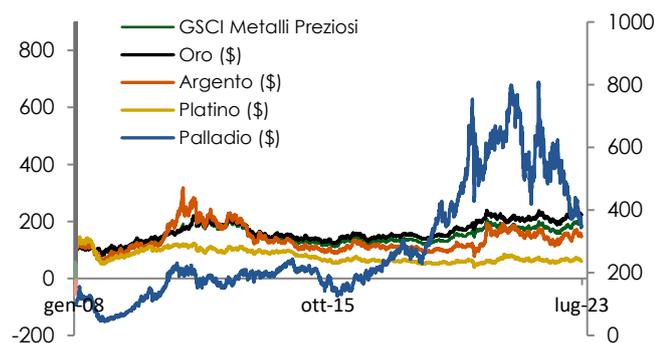
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cresce l'incertezza, complicando lo scenario sui Preziosi nel 2° semestre del 2023.** I principali driver delle quotazioni di oro e argento restano le future scelte di politica monetaria delle principali banche centrali, le cui strategie appaiono ora molto incerte. La decisione di far dipendere l'andamento dei tassi di interesse delle principali economie dai dati in uscita rende lo scenario decisamente meno intelligibile. La volatilità dei titoli di stato statunitensi e la mancanza di direzione nella dinamica del dollaro, il cui andamento è apparso di difficile interpretazione, ne sono un esempio chiaro.

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) mostrano che la domanda di **oro** (escluso il settore OTC) nei primi tre mesi dell'anno è diminuita del 13% a/a, a causa dei flussi in uscita dagli ETF: questi strumenti, in sostanza, hanno contribuito negativamente al consumo d'oro per il quarto trimestre consecutivo. Al contrario, gli acquisti netti da parte delle banche centrali sono cresciuti per il decimo trimestre consecutivo: +176% a/a, nuovo record storico con 228 tonnellate metallo aureo acquistato. Le tensioni geopolitiche, l'inflazione (che mostra solo deboli segni di rallentamento) e il blando indebolimento del dollaro sono gli elementi che hanno guidato questa dinamica. I maggiori acquirenti sono stati la Banca Centrale di Singapore (MAS) con +69 tonnellate, la People's Bank of China (PBoC) con +58 tonnellate (nuovo record di riserve totali) e

la Banca Centrale di Turchia (TCMB) con +30 tonnellate, anch'essa al nuovo record di riserve aurifere totali, spinta dai noti problemi legati alla svalutazione della lira turca e alla impressionante inflazione interna. Come sempre accade, gran parte degli acquisti non sono pubblicamente dichiarati, anche come conseguenza del blocco al commercio dell'oro russo che deriverebbe dalle sanzioni. Fino a quando la guerra Russia-Ucraina e le relative tensioni geopolitiche continueranno, è probabile che la domanda proveniente da questo settore prosegua, mantenendo gli acquisti delle banche centrali su livelli alti anche nel prosieguo del 2023. La domanda di oro per la fabbricazione di gioielli (e per la ricostituzione delle scorte del settore) è diminuita di circa l'1% nel 1° trimestre, dopo la forte crescita post-Covid. Deludente la richiesta proveniente dal settore industriale: -14% a/a (solo 70 tonnellate), uno dei trimestri più deboli mai rilevati, a causa dell'elevata inflazione che ha influenzato negativamente la spesa dei consumatori. Il settore dell'elettronica è stato il più colpito, riducendo domanda e scorte di oro. Prevediamo comunque che la domanda industriale possa riprendersi nel 2° semestre del 2023 grazie al lancio di nuovi prodotti, in vista degli acquisti ricorrenti a fine anno. Le nostre previsioni indicano che il recupero della domanda globale di oro potrebbe ancora verificarsi, anche se i rischi che gravano sullo scenario potrebbero ridurre il rialzo delle quotazioni a causa dell'incertezza sulla politica monetaria statunitense: l'ipotesi di tassi troppo alti e per troppo tempo implicherebbe il ritorno di un dollaro forte, un elemento che deprime il prezzo dell'oro. Lo scenario per l'**argento** resta del tutto dipendente da quello dell'oro, con l'unica variante, più di lungo termine, legata al possibile aumento della domanda fisica del metallo dettata dal fabbisogno industriale: quest'ultima dovrebbe rimanere sostenuta dalle aspettative sulla transizione ecologica, confermando il potenziale rialzista di medio-lungo periodo. Il deterioramento del quadro macroeconomico pesa sulle prospettive di **platino** e **palladio**. Ci aspettiamo ora solo una modesta domanda di entrambi i metalli nella seconda parte dell'anno, visto che le vendite del settore automobilistico saranno probabilmente più deboli di quanto previsto in precedenza. L'incertezza sul futuro del settore potrebbe spingere le case produttrici ad erodere ulteriormente le scorte di metalli (allungando i tempi di consegna), attendendo di capire l'evoluzione delle vendite ed evitando di immobilizzare capitale o comprare a costi troppo alti. Questo ha portato ad un ribasso delle nostre previsioni per il palladio (per la sua maggiore esposizione al comparto Auto) e a confermare quelle per il platino. Nel lungo termine, il platino dovrebbe sovraperformare il palladio, come risultato dei differenti usi nei filtri antiparticolato delle automobili, in seguito al mutamento in atto nel settore dei trasporti dovuto alle norme anti-inquinamento.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	26.06.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.172,0	-1,5	4,7	5,7	4,5
Oro (\$)	1.923,8	-1,6	6,1	5,4	5,3
Argento (\$)	22,8	-0,8	-5,0	7,3	-5,0
Platino (\$)	926,8	-5,1	-9,7	2,0	-13,7
Palladio (\$)	1.308,6	-7,3	-28,5	-30,3	-27,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook ancora Neutrale: le incertezze che gravano sul sistema economico e finanziario mantengono alta la domanda di asset difensivi.** La tensione sui prezzi dell'oro resta costante seppur di modesta intensità, mantenendo il metallo giallo comunque su livelli alti. Si sono ampliate le incertezze sullo scenario: l'inflazione rallenta ma non quanto ci si aspettava; la forza dell'economia in Cina sta deludendo; la recessione minaccia tutte le grandi economie; le politiche monetarie appaiono ora meno prevedibili e più dipendenti dai dati in uscita. Un quadro che, in generale, sta sostenendo la domanda di beni rifugio e i prezzi dei Metalli preziosi. Se

umentasse l'ottimismo circa il calo dell'inflazione e i limitati effetti negativi che il rincaro del costo del denaro esercita sull'economia, si ridurrebbe la richiesta sia di dollari che di oro, diminuirebbe la volatilità sui mercati e la propensione al rischio tornerebbe ad alzarsi. Qualora invece si aggravassero ulteriormente le prospettive per la crescita economica e le banche centrali, in primis la Fed, dovessero rivedere in senso espansivo la propria politica monetaria, questo finirebbe per alimentare (e non debellare) l'inflazione, favorendo ancora una volta l'investimento in oro. Il quadro resta quindi molto complicato e incerto; pertanto, riconfermiamo l'outlook Neutrale per il comparto.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.923,8	1.950,0	2.000,0	2.002,5	1.950,0	2.015,0
Argento (\$)	22,8	23,3	23,8	24,2	23,4	24,8
Platino (\$)	926,8	1.025,0	1.075,0	1.090,0	1.032,5	1.147,0
Palladio (\$)	1.308,6	1.500,0	1.450,0	1.470,0	1.500,0	1.513,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.923,8	1.975	1.970	-	1.955	1.970
Argento (\$)	22,8	24,8	25,0	-	24,1	25,3
Platino (\$)	926,8	1.040	1.075	-	1.035	1.100
Palladio (\$)	1.308,6	1.300	1.350	-	1.420	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: candidati al recupero a causa delle basse riserve

**I timori di rallentamento economico continuano a gravare nell'immediato, mentre si rafforza lo scenario di probabile recupero nel medio-lungo periodo.** Non cambia lo scenario sui Metalli ma anzi si amplia la divergenza di prospettive tra breve e medio-lungo termine. Nell'immediato i timori di un rallentamento del ciclo economico globale più forte di quanto preventivato restano l'elemento alla base del ribasso del comparto che dura da inizio anno. Questa prima metà del 2023 è stata caratterizzata da forti aspettative sulla domanda di metalli in arrivo dall'India (come fornitore siderurgico sostitutivo della Russia) ma, soprattutto, sulla richiesta cinese di metalli dopo le riaperture nel post-Covid. Un'attesa che nel corso di questi mesi si è invece tramutata in delusione: i dati economici comunicati dalle due economie, pur in un quadro comunque positivo, sono risultati decisamente al di sotto delle attese del mercato, che aveva puntato tutto sul determinante contributo di Cina e India nel mantenere alto il ciclo economico mondiale. Resta valida, anche se con un livello di fiducia inferiore rispetto a qualche mese fa, la previsione che gli effetti delle riaperture cinesi possano premere sulla domanda di metalli nella seconda parte del 2023, a patto che il ciclo globale non freni più di quanto atteso. Ribadiamo inoltre il nostro scenario di moderato ottimismo nel medio-lungo termine, legato al probabile squilibrio che si manifesterà fra domanda e offerta di metalli.

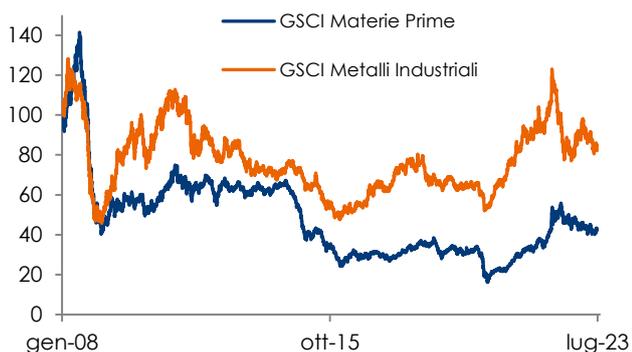
### **Il mercato fisico dei Metalli, nei prossimi anni, rischia di subire uno shock, ad oggi sottovalutato.**

Il sentiment negativo sulla crescita economica globale ha penalizzato tutti gli asset ciclici, contribuendo alla debolezza della domanda di metalli nei mercati fisici. Questa situazione perdura ormai da molti trimestri, rafforzandosi quanto più il livello di incertezza sui tassi di interesse e i rischi di rallentamento aumentano. Due sono gli effetti negativi generati dagli eccezionali rialzi dei tassi di interesse attuati dalle principali banche centrali: 1) i costi di finanziamento sono cresciuti rapidamente; 2) hanno alimentato i rischi di recessione. Di conseguenza, sui mercati fisici le scorte di metalli non solo si sono erose in maniera straordinaria, ma sono anche percepite come troppo costose (capitale immobilizzato in uno scenario di alti tassi di interesse) oltre che rischiose, data l'incertezza sulla domanda finale. Per tale ragione, gli operatori stanno riducendo le scorte per tagliare i costi; non intendono quindi rifornirsi sul mercato facendosi guidare solo dall'incertezza sulla tenuta della domanda finale di breve termine, senza alcuna programmazione. Tale situazione è ancor più esacerbata dai frequenti episodi di interruzione dell'offerta registrati nel corso dell'anno dovuti, spesso, ai persistenti rischi politici e geopolitici. Una miopia di lungo termine che sta pericolosamente riducendo la capacità produttiva di base, a causa di anni di tagli e mancata ricerca, unita a scarsissimi investimenti minerari. Questo contesto subisce anche le maggiori difficoltà nell'ottenere le autorizzazioni per lo sviluppo di nuovi progetti minerari, soprattutto nei paesi emergenti, in un comparto che però, per paradosso, esprime fortissime aspettative di un aumento strutturale della domanda di metalli nel lungo termine, che originerà dalla decarbonizzazione e dalla transizione energetica. In conclusione, se nel breve termine bassa capacità, scorte ai minimi e scarsi investimenti sono la conseguenza del rallentamento economico, nel medio lungo termine questi elementi rischiano di porre un'incredibile pressione sul comparto, del tutto sottovalutata. Lo stato attuale del mercato fisico dei metalli e la sua struttura produttiva appaiono del tutto impreparati alla prospettiva di una prossima ripresa globale; non c'è traccia dei significativi investimenti necessari per attuare la transizione energetica o volti a creare catene di approvvigionamento più robuste, in vista della straordinaria richiesta che rischia di manifestarsi. La sottovalutazione di questo scenario può rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale, quando questo insieme di elementi premerà inevitabilmente sui prezzi dei metalli, soprattutto quando la richiesta di forniture sarà più urgente.

**Cina: timori per la crescita della seconda economia mondiale.** Nonostante il PIL del 1° trimestre abbia sorpreso positivamente le attese (al 2,2% rispetto al 2% previsto, grazie all'effetto dell'allentamento del regime zero-Covid), i nuovi dati pubblicati a giugno hanno rivelato che lo stato attuale dell'economia del Paese è ben distante dalla piena salute. A maggio, le

**esportazioni** sono diminuite del 7,5% su base annua (in dollari), dopo essere aumentate dell'8,5% ad aprile. La **bilancia commerciale** è stata di 452,3 miliardi di CNY in attivo (63,18 miliardi di dollari), in peggioramento rispetto al surplus di 88,19 miliardi di dollari del mese precedente. Il **settore immobiliare**, che rappresenta circa il 30% della produzione economica cinese, risulta in forte flessione (con gli investimenti immobiliari in calo a un ritmo del -7,2% su base annua, rispetto al -6,2% di aprile, e gli investimenti in immobilizzazioni urbane in forte rallentamento, dal 4,7% al 4,0%). **Vendite al dettaglio e produzione industriale** hanno deluso le aspettative, assestandosi rispettivamente a +12,7% e +3,5% su base annua a maggio, in calo rispetto al +18,4% e al +5,6% di aprile. Di fronte alle preoccupazioni per la ripresa del Paese, la **People's Bank of China** ha ridotto il tasso sui prestiti a un anno (LPR) di 10pb, portandolo al 3,55%, e il tasso a cinque anni al 4,2% (dal 4,3% precedente). Previamente, l'Autorità sinora aveva deciso di tagliare il tasso ufficiale di prestito a medio termine (per la prima volta in 10 mesi) dal 2,75% al 2,65%, ed effettuato un'iniziale riduzione di 10pb sui prestiti bancari a breve termine, al fine di iniettare liquidità in un settore finanziario in forte difficoltà. I dati sulla **crescita del credito** di maggio sono, infatti, risultati nettamente al di sotto delle aspettative, con nuovi prestiti bancari erogati per un valore complessivo di 1,36 trilioni di CNY contro previsioni di circa 1,6 trilioni. L'**indice nazionale dei prezzi al consumo** a maggio è aumentato dello 0,2% su base annua, con i prezzi dei prodotti alimentari e dei servizi aumentati rispettivamente dell'1,0% e dello 0,9% e i prezzi dei beni di consumo diminuiti, invece, dello 0,3%. Da gennaio a maggio, in media, i prezzi al consumo sono aumentati dello 0,8% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Il mercato del lavoro ha visto la **disoccupazione giovanile** toccare il suo picco dal 2018 (20,8%) e confermarsi, dunque, un problema strutturale, mentre il tasso sull'intera forza lavoro è rimasto invariato rispetto ad aprile, al 5,2%. Nonostante gli annunci del Governo sulla volontà di predisporre diverse misure per ridurre i costi per le aziende (tra cui agevolazioni fiscali, aiuti mirati per i settori più in sofferenza e facilitazione dell'accesso ai prestiti per le piccole e medie imprese), i dossier diffusi dal Consiglio di Stato, presieduto dal premier cinese Li Qiang, sono stati poco dettagliati sia in termini di potenziali misure che di tempistiche. Vista l'incertezza sulla ripresa economica del Paese, le principali banche di investimento hanno tagliato le previsioni di crescita del PIL per il 2023, riportandole in area 5,5% rispetto al 6% precedente (il target dello stesso Governo è fissato per quest'anno al 5%).

#### GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 26.06.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.243,5	-7,2	26,3	16,4
GSCI Industriali	1.534,9	-8,4	-7,8	11,0
Rame (\$)	8.391,0	0,2	-10,9	25,4
Alluminio (\$)	2.148,5	-9,7	-13,6	-1,3
Zinco (\$)	2.318,3	-22,8	-19,8	-19,7
Nickel (\$)	20.305,0	-32,4	9,6	36,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: aumentano le previsioni di forte deficit per il mercato fisico.** Se nell'immediato i timori sulla tenuta del ciclo mondiale e le sfumate aspettative di una grossa richiesta cinese di rame hanno parzialmente frenato le quotazioni, si rafforza lo scenario che vede il mercato fisico in strutturale deficit di offerta. La transizione energetica globale verso tecnologie a basse emissioni dovrebbe avere un impatto positivo sul consumo di rame nei prossimi anni, ma l'offerta risulterà decisamente sottodimensionata rispetto alla domanda. Secondo le stime di mercato, il consumo globale di rame dovrebbe crescere a un tasso medio annuo del 2,5% per i prossimi 5 anni, superando le 30 milioni di tonnellate nel 2028. Le infrastrutture di ricarica dei veicoli elettrici

(attualmente pressoché inesistenti), le batterie e la generazione di energia rinnovabile assorbiranno oltre il 10% del consumo di rame raffinato entro il 2030. Di contro, la produzione globale di rame estratto dovrebbe crescere in media solo del 2,0% nel quinquennio 2023-2028, per un ammontare stimato di 24 milioni di tonnellate entro il 2028, solo grazie agli aumenti di Cile e Perù. Appare quindi evidente che, se le stime venissero confermate anche solo parzialmente, il rischio di un gap molto ampio fra consumo e offerta si aggirerebbe intorno ai 5-6 milioni di tonnellate di rame, nell'intervallo preso in esame. Più nel breve termine, partendo dagli attuali livelli di scorte, investimenti e domanda, si prevede che la domanda supererà l'offerta già a partire dal 2026, con conseguenti deficit di mercato e pressioni al rialzo sui prezzi. Costi di produzione più elevati, riserve ai minimi, costi di finanziamento più elevati e norme ecologiche più stringenti, che ostacolano le esplorazioni minerarie nei paesi emergenti, sono tutti elementi che rischiano di aumentare la pressione al rialzo sui prezzi.

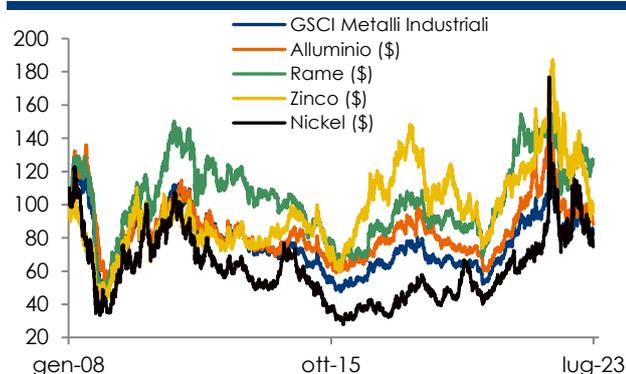
**Alluminio: i costi dell'elettricità restano un elemento negativo mentre sale la quota di metallo riciclato.** Anche per l'alluminio, come per il rame, aumentando i timori per la domanda, in seguito all'inasprirsi del rallentamento economico mondiale, alimentato dalla delusione sulla richiesta cinese nel post-Covid, le quotazioni sono rimaste su livelli bassi. La situazione di breve, però, rischia di rappresentare lo scenario iniziale di un grosso deficit sul mercato fisico. Il basso livello delle scorte è il primo elemento che riteniamo possa consentire un recupero dei prezzi nel medio periodo. L'estrazione e la trasformazione della bauxite in alluminio sono fra le lavorazioni a più alto tasso di inquinamento ed alto assorbimento di energia elettrica; questo ha spinto molti trasformatori di alluminio ad aggirare il problema producendo e vendendo alluminio secondario (cioè alluminio prodotto dalla rifusione dei rottami), evitando di rimpinguare le scorte (una costosa immobilizzazione di capitali) e di finanziare nuovi impianti o esplorazioni minerarie (alti tassi di finanziamento). A questo si somma l'interruzione della filiera di approvvigionamento dalla Russia a causa delle sanzioni, spesso aggirate, ma che ha reso il mercato fisico e commerciale decisamente meno fluido. Un insieme di elementi che si scontrerà con la rivoluzione attesa nel settore dei trasporti. Il passaggio ai veicoli elettrici stimolerà ulteriormente la domanda di questo metallo, che viene utilizzato non solo nei blocchi batteria – per mantenere le auto elettriche leggere – ma anche nei nuovi telai, sempre con lo scopo di ridurre le masse in movimento diminuendo il consumo. La produzione di alluminio in Europa resta limitata dagli alti costi dell'elettricità (nonostante il calo del gas che però inizia ad essere marginale nella generazione di elettricità), in Russia da dazi ed embargo e in Cina dalle norme ecologiche imposte dal Governo sulla capacità siderurgica. Un quadro che sosterrà un consolidamento nel breve termine su livelli alti e un rialzo dei prezzi nel medio-lungo periodo.

**Zinco: la volatilità di breve, generata da alcuni eventi inattesi, non modifica lo scenario di recupero nel medio termine.** I prezzi dello zinco hanno registrato fortissimi movimenti nelle ultime settimane a seguito della decisione del gruppo minerario svedese Boliden di sospendere l'estrazione dalla più grande miniera di zinco d'Europa, in Irlanda (Tara Mines), entro il mese di luglio, come conseguenza del drastico calo delle percentuali di minerale estratto che stanno notevolmente erodendo la redditività del sito. Ad aggravare la situazione si è sommata l'interruzione dell'attività anche nella più grande unità produttiva del gruppo, la fonderia di Ronnskar in Svezia, dopo un incendio che ha distrutto parte della struttura e ha costretto a sospendere le lavorazioni, per motivi di sicurezza, nelle altre aree danneggiate dal rogo. Questa vicenda aggrava, dal punto di vista industriale, la già allarmante situazione europea dove, nonostante il calo del costo del metano e una marginale riduzione della bolletta elettrica, continua a ridursi la produzione di zinco. Permane la delusione per la reale domanda di zinco dalla Cina: il principale consumatore mondiale di questo metallo raffinato continua ad essere accreditato di una eccedenza produttiva che sfiorerà le 245.000 tonnellate quest'anno. Nel medio-lungo termine, tuttavia, anche lo zinco (anche se solo marginalmente) sarà investito dalla domanda derivante dalla transizione green e per questo motivo è probabile che possa beneficiarne recuperando, ma senza registrare le performance di altri metalli più direttamente coinvolti in questo processo.

### Nickel: la pressione sui prezzi resta alta fra prospettiva di forte richiesta, dovuta alla transizione energetica, e stretta attualità giudiziaria.

Nel breve prosegue la volatilità sui prezzi del nickel, mentre, nel lungo periodo, permangono i dubbi sulla futura domanda che verrà generata dalla transizione ecologica. L'LME e tutto il mercato del nickel sono scossi dai recenti fatti di cronaca giudiziaria che rischiano di minare, ulteriormente, la fiducia verso il più grande mercato di scambio sui contratti metalliferi (insieme alla borsa di Shanghai). Il London Metal Exchange è infatti accusato, da alcuni operatori, di aver forzato la decisione di annullare migliaia di contratti, regolarmente conclusi sul nickel, l'anno scorso. Il processo, presso la Royal Court of Justice di Londra, intende determinare se l'LME abbia agito legittimamente quando ha cancellato miliardi di dollari di scambi, l'8 marzo del 2022, motivando la decisione con l'innescarsi della richiesta di margini di garanzia giornalieri per la cifra record di circa 7 miliardi di dollari in un solo giorno (il 7 marzo), come conseguenza dell'incredibile rialzo dei prezzi: +270% in soli tre giorni di negoziazione. La richiesta di ulteriori garanzie scatta quando le posizioni degli operatori sono enormemente superiori alla loro presunta solvibilità; si tratta di un meccanismo automatico in uso in tutte le principali borse mondiali. Lo scopo di questa procedura è proprio quello di salvaguardare la tenuta del mercato stesso, garantire che i contratti stipulati vengano onorati e che i soggetti che vi operano siano solidi finanziariamente. La sensazione è che presumibilmente l'azione dell'LME verrà ritenuta legittima, salvaguardando così la credibilità di Londra e al contempo quella di tutte le borse che applicano quel tipo di meccanismo. Probabilmente non verrà stabilito se le perdite o i risarcimenti chiesti siano a carico dell'LME, lasciando alla giustizia ordinaria questa decisione. Nel lungo periodo resta immutata la nostra previsione di rialzo dei prezzi dovuto all'elevata domanda di metallo nel settore delle batterie, ai rischi geopolitici, all'innalzamento delle politiche protezionistiche e alle stringenti norme ecologiche per la concessione di licenze minerarie in tutto il Sud-Est asiatico.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	26.06.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.534,9	-8,3	-8,2	-5,9	-8,4
Rame (\$)	8.391,0	-6,4	0,5	-0,3	0,2
Alluminio (\$)	2.148,5	-9,1	-10,1	-13,9	-9,7
Zinco (\$)	2.318,3	-20,7	-22,4	-33,5	-22,8
Nickel (\$)	20.305,0	-14,8	-31,3	-11,3	-32,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Non cambia il nostro outlook Neutrale di breve e Moderatamente Positivo nel lungo termine.

Immutata la nostra diversificazione di previsione sui Metalli. Nell'immediato è probabile che ulteriori pressioni al ribasso e volatilità investano la maggior parte dei metalli, almeno fino a quando la domanda cinese di metalli industriali resterà sotto la media a causa dei bassi consumi interni, delle modeste esportazioni, e di misure di stimolo definite troppo morbide dal Governo, a cui si è sommato il blando taglio dei tassi operato dalla People's Bank of China. A fine anno, quando le aspettative di ripresa economica nel 2024 saranno alimentate dai primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, potremmo iniziare a vedere le prime pressioni al rialzo sulle quotazioni dei metalli. Infine, nel lungo termine, la domanda di Metalli industriali dovrebbe crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta rischiano di palesarsi rapidamente, a causa dei ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, premendo al rialzo sulle quotazioni e rappresentando anche un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali**

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.391,0	8.500	8.500	8.750	8.677	9.000
Alluminio (\$)	2.148,5	2.375	2.450	2.500	2.400	2.600
Zinco (\$)	2.318,3	2.631	2.658	2.675	2.708	2.775
Nickel (\$)	20.305,0	22.000	21.750	21.800	23.400	22.350

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali**

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.391,0	8.500	8.700	-	8.650	9.300
Alluminio (\$)	2.148,5	2.400	2.460	-	2.400	2.600
Zinco (\$)	2.318,3	2.580	2.600	-	2.700	2.750
Nickel (\$)	20.305,0	22.400	23.000	-	23.500	24.000

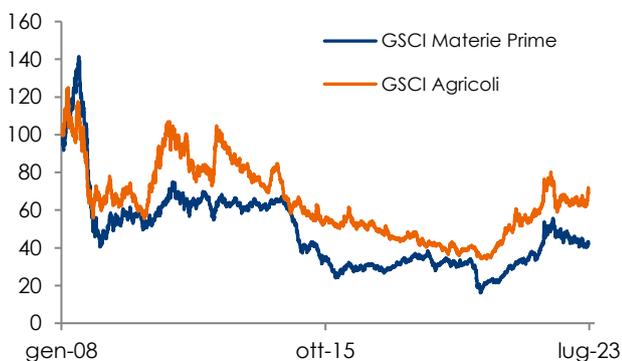
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: aumentano i rischi di eventi climatici dannosi

### Proseguo delle forniture di cereali dal Mar Nero (nel breve) e rischi di eventi climatici deleteri (nel medio-lungo periodo) restano i due elementi chiave per gli Agricoli.

Le stime di mercato (in primis la FAO e l'USDA, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense) indicano che la maggior parte dei beni agricoli sono destinati a registrare ampie eccedenze, in questa stagione. Di contro, i rischi geopolitici e meteorologici potrebbero aumentare la volatilità del comparto e modificare un quadro che dovrebbe invece essere caratterizzato da adeguate forniture e scarsa pressione rialzista sui prezzi, complice anche una probabile minor domanda, dovuta al rallentamento economico globale. Nel breve termine, aver prorogato l'accordo sul trasporto dei cereali fra Ucraina e Russia ha solo temporaneamente tolto un elemento di rischio dal quadro: si tratta infatti di un fattore pronto a ripresentarsi puntualmente a metà luglio, quando riprenderà l'ennesima discussione per il suo rinnovo. Restano invece i timori per gli effetti del cambiamento climatico sulle produzioni agricole a dominare lo scenario di medio-lungo termine. Il fenomeno meteorologico de El Niño è ufficialmente confermato: l'avviso pubblicato l'8 giugno dal Climate Prediction Center della National Oceanic and Atmospheric Administration degli Stati Uniti ne ha sancito la formazione. E' probabile che ciò produrrà condizioni meteorologiche estreme entro la fine dell'anno 2023: dai cicloni tropicali nel Pacifico alle forti piogge in Sud America e alla probabile siccità in Australia. Questo è l'elemento che maggiormente preoccupa e che potrebbe incidere in maniera robusta sulle stime di raccolto nelle aree agricole interessate dal fenomeno. La FAO ha rilanciato, anche questo mese, l'allarme sui fattori meteorologici e sulle crisi alimentari che questi potrebbero provocare. Infine, non cala la tensione sui fattori produttivi, che appaiono ancora gravati da forti rincari. Carburanti, fertilizzanti e pesticidi hanno espresso solo modeste riduzioni di prezzo, continuando a incidere sui costi di produzione, mentre l'indebolimento del prezzo del petrolio rende antieconomico l'impiego di prodotti agricoli nella produzione di biocarburanti, favorendone il naturale utilizzo come derrata alimentare.

#### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 26.06.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.243,5	-7,2	26,3	16,4
GSCI Agricoli	586,0	4,8	33,1	60,2
Mais (\$ cent)	637,3	-6,1	0,1	80,8
Frumento (\$ cent.)	724,3	-8,6	13,7	51,0
Soia (\$ cent)	1.521,0	0,1	14,4	75,3
Cotone (\$ cent)	77,1	-7,6	-10,8	-9,4
Cacao	3.206,0	23,3	36,4	37,1
Zucchero	23,7	18,4	40,4	102,4
Caffè (arabica)	168,0	0,4	6,8	46,9
Caffè (robusta)	2.900,0	55,2	70,7	67,3

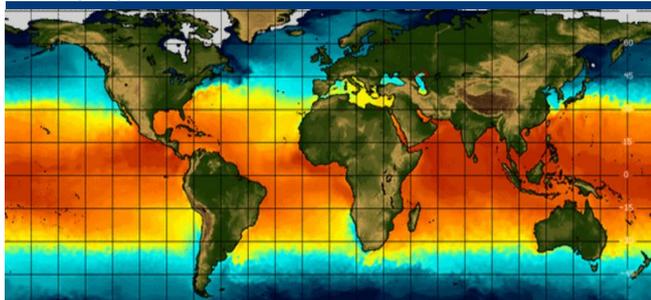
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Preoccupano la formazione (ufficialmente confermata) de El Niño, le conseguenze che potrà avere nelle principali aree agricole e il rincaro dei prezzi che potrebbe generare.

Dopo tre anni di persistenza del modello climatico de La Niña, che statisticamente abbassa leggermente le temperature globali, l'avvio ufficiale de El Niño amplifica l'allarme legato al surriscaldamento globale. L'ultima volta che si è verificato, nel 2016, il mondo ha registrato il suo anno più caldo di sempre. Insieme al riscaldamento dovuto ai cambiamenti climatici strutturali, nel 2023 o 2024 (l'anno di maggior impatto è il 1° in cui l'evento si forma, seguito dal 2°) si potrebbero raggiungere nuovi picchi di caldo, senza dimenticare che, in Europa, il 2022 è stato recentemente classificato come il 2° anno più caldo della storia moderna. Nel 2022 la temperatura media in Europa è stata di 2,3 gradi sopra i livelli preindustriali (1850 - 1900). Il continente dal 1980 si è riscaldato il doppio della media globale, come si evince dal rapporto "Stato del Clima in Europa 2022", preparato congiuntamente dall'Organizzazione Meteorologica

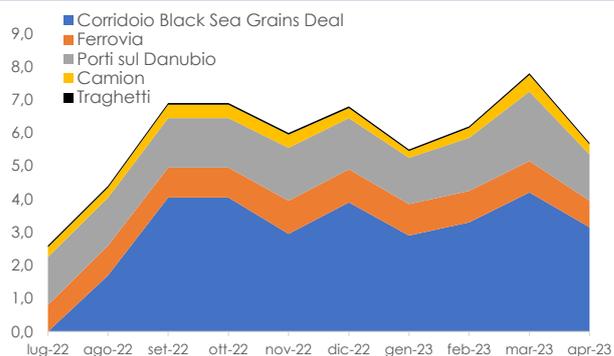
Mondiale (WMO) e dal servizio UE di osservazione della Terra (Copernicus). Valutare in maniera oggettiva gli effetti di questo evento sulle produzioni agricole non è semplice e molto dipende da quale condizione climatica ha preceduto la formazione de El Niño. Storicamente, gli anni in cui il fenomeno si forma influenzano negativamente i raccolti con una probabilità intorno al 25% e positivamente con probabilità fra il 30 e il 35%. Quindi, statisticamente, per gli agricoltori il fenomeno è negativo o positivo una volta su tre e pressoché indifferente in poco meno della metà dei casi. L'arrivo de El Niño durante il raccolto estivo dell'emisfero settentrionale dovrebbe consentire ai prezzi delle soft commodity di restare sui livelli attuali, essendo queste colture localizzate soprattutto in paesi sotto la linea dell'equatore. Tuttavia, El Niño è portatore di un clima più caldo e secco, che va a sommarsi alla situazione di forte siccità in atto da almeno due anni: questo potrebbe aggravare una situazione già critica in entrambi gli emisferi del mondo, mantenendo alta la pressione sui prezzi di tutte le commodity agricole. Venendo al quado economico, l'inflazione appare estremamente tenace in tutti i cicli economici del mondo, nonostante l'azione di contrasto delle banche centrali e il deciso rincaro del costo del denaro: azione che inizia ad incidere anche sui piani di investimento e sviluppo di molti comparti delle commodity (agricoltura, attività mineraria, esplorazione, efficientamento dei cicli di lavorazione, approvvigionamento di materiali). In alcune aree in particolare - come Europa e Gran Bretagna ma anche Giappone - la sensazione è che non tutti gli effetti del rincaro delle derrate alimentari degli scorsi trimestri si siano effettivamente scaricati a valle, sui prezzi al dettaglio. E' noto, a livello pratico e teorico, che i consumatori si abituano a regolari aumenti dei prezzi dei beni di prima necessità, esprimendo una resilienza maggiore rispetto ai rincari di altri prodotti definiti maggiormente voluttuari e agevolando così il ritocco dei listini da parte di produttori e distributori. Storicamente, El Niño ha come conseguenza il rialzo dell'inflazione globale. Le stime di mercato, derivanti da modelli previsivi diversi, indicano una spinta verso l'alto del 3-4% per i prezzi delle materie prime non energetiche e un range fra il 2,5 e il 3,5% per il petrolio (volendo semplificare). Partendo dai presupposti descritti, inserire questa eventualità in uno scenario in cui le condizioni meteorologiche sono già su livelli sopra la media, con temperature più calde dovute all'accelerazione del cambiamento climatico, rischia di far diventare il fenomeno che sta per manifestarsi (El Niño) il più costoso della storia, in termini di conseguenze strettamente economiche, da quando i meteorologi ne monitorano gli effetti. In conclusione, il rischio che possa verificarsi uno scenario di stagflazione, ovvero una situazione che vedrebbe l'inflazione rimanere su livelli alti anche quando l'economia si contrae, inizia ad essere un'ipotesi da non sottovalutare: un primo segnale potrebbe arrivare proprio dall'osservazione dell'andamento dei prezzi degli alimenti.

#### Fascia geografica di incidenza del fenomeno de El Niño



Fonte: BBC, US Climate Prediction Center of National Oceanic and Atmospheric Administration e WMO (World Meteorological Organization)

#### Export di granaglie Ucraina (milioni di tonnellate metriche)

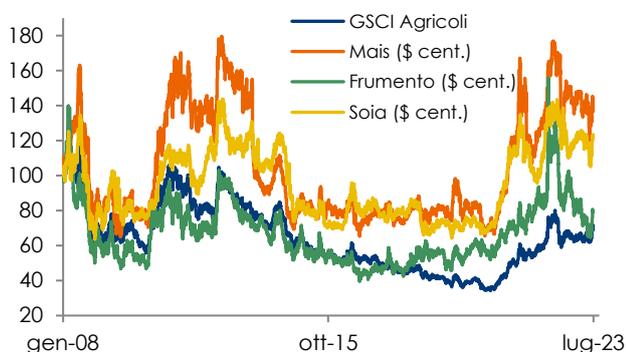


Fonte: UKR Agri Consult, elaborazioni Intesa Sanpaolo (aprile 2023)

**Inizia a salire la tensione in vista della scadenza del 17 luglio dell'accordo sull'export dei cereali ucraini (e russi) dal Mar Nero.** Come prevedibile, avvicinandosi la scadenza del recente (e brevissimo) rinnovo degli accordi, torna a salire la tensione con la Russia sull'export di cereali, nel

pieno del raccolto estivo nell'emisfero settentrionale. Con estrema difficoltà e riluttanza, Mosca ha accettato di estendere l'intesa Black Sea Grain Initiative fino al 17 luglio, a patto che si rinnovasse la volontà di agevolare le sue esportazioni di cereali, pesticidi e fertilizzanti. Una condizione che, ancora una volta, non si è totalmente verificata, vista la scarsa disponibilità dell'Occidente a commercializzare quei prodotti, nonostante essi non rientrino nelle sanzioni comminate alla Russia come conseguenza dell'invasione dell'Ucraina. Questa situazione ha nuovamente innalzato la tensione, portando Mosca a dichiarare che è in valutazione la possibilità di ritirarsi dall'accordo. Come evidente dai numeri, a partire dall'apertura del corridoio navale nel Mar Nero sono stati esportati quasi 40 milioni di tonnellate di cereali: forniture alimentari che in parte hanno raggiunto i paesi maggiormente vulnerabili, scongiurando l'eventualità di una crisi alimentare. La situazione dovrà essere risolta nelle prossime settimane, altrimenti Mosca potrebbe nuovamente decidere di bloccare il trasporto navale nel Mar Nero.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	26.06.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	586,0	7,7	5,8	3,0	4,8
Mais (\$ cent.)	637,3	-1,7	-5,6	-14,4	-6,1
Frumento (\$ cent.)	724,3	3,8	-6,5	-19,9	-8,6
Soia (\$ cent.)	1.521,0	5,5	2,6	-6,7	0,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: in calo a maggio l'indice dei prezzi dei prodotti alimentari.** Dopo la risalita di aprile (la prima nel corso dell'anno), torna a calare l'indice aggregato di riferimento dei prezzi internazionali dei generi alimentari. Il calo dipende sostanzialmente dai forti ribassi dei prezzi di cereali, oli vegetali e prodotti lattiero-caseari. L'indice FAO ha registrato un valore medio di 124,3 punti lo scorso mese di maggio (127,2 punti ad aprile 2023), in flessione del 2,6% rispetto ad aprile ma del -22,1% se paragonato al valore record osservato nel marzo 2022. In rapporto al mese precedente, i prezzi dei cereali sono scesi del 4,8%, depressi dal deciso calo del 9,8% delle quotazioni mondiali del mais (a causa di prospettive di produzione più favorevoli, a cui si somma un ristagno della domanda). A ripiegare verso il basso sono anche i prezzi mondiali del grano (-3,5%), per effetto dell'ampia disponibilità di forniture ed in scia alla prosecuzione dell'accordo sui cereali del Mar Nero. Per contro, prosegue (come osservato anche il mese scorso) la dinamica di aumento dei prezzi internazionali del riso, sostenuti dagli acquisti dei consumatori asiatici e da strozzature nelle forniture registrate in alcuni paesi esportatori, come Vietnam e Pakistan. Si conferma in fase di accelerazione per il quarto mese consecutivo anche l'indice dei prezzi dello zucchero, con un rialzo del 5,5% rispetto ad aprile (+31% rispetto allo scorso anno). Analoga situazione anche per l'indice dei prezzi della carne, che segna a maggio un rincaro dell'1%, spinto dall'alta domanda di pollame dai paesi asiatici e dalla stretta sulle forniture di carne bovina negli Stati Uniti. In forte riduzione i prezzi degli oli vegetali: -8,7% a maggio e -48,2% rispetto al livello rilevato lo scorso anno. Sul calo ha inciso, in modo particolare, la netta inversione dei prezzi dell'olio di palma di aprile, dovuta ad una bassa domanda globale, che è venuta a coincidere con un incremento dell'offerta nei principali paesi produttori. In flessione, per il sesto mese consecutivo, anche i prezzi mondiali dell'olio di soia a causa del record sul raccolto in Brasile e di una disponibilità di forniture più elevata (rispetto alle attese) negli Stati Uniti. Calo anche per gli oli di colza e di semi di girasole, a seguito dell'eccedenza di forniture a livello mondiale. Infine, in contrazione i prodotti lattiero-caseari (-3,2% rispetto ad aprile), complice il crollo dei prezzi internazionali dei formaggi, legato

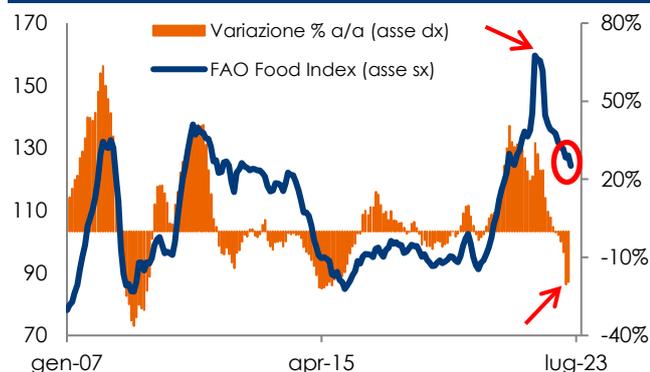
alla larga disponibilità di prodotti ed all'elevata produzione stagionale di latte nell'emisfero settentrionale. In controtendenza le quotazioni internazionali di latte in polvere e burro.

**FAO: segnali di ripresa per la produzione mondiale di cereali, con riserve a livelli record.**

Nell'ultimo rapporto sulla domanda e l'offerta di cereali di giugno, la FAO ha previsto un incremento dell'1% nel 2023 per la produzione mondiale, che così raggiungerebbe un volume di 2.813 milioni di tonnellate. Per quanto concerne una prima previsione sull'utilizzo di cereali nel periodo 2023/2024, quest'ultimo risulterebbe in crescita dello 0,9% rispetto ai livelli del 2022/2023, arrivando a toccare un volume complessivo pari a 2.803 milioni di tonnellate. La ragione di questo scenario risiede nell'aumento dell'utilizzo dei cereali sia per il foraggio (prevalentemente mais) che per il consumo alimentare (grano e riso). Alla luce di queste stime iniziali, le scorte cerealicole mondiali sono previste in crescita dell'1,7% nel 2023/2024 (rispetto ai livelli di inizio anno) e potrebbero raggiungere un volume record, pari a 873 milioni di tonnellate. Al contrario, il rapporto mondiale tra riserve ed utilizzo di cereali è visto in marginale arretramento al 30,4%. Le proiezioni per gli scambi commerciali di cereali nella stagione 2023/2024 risultano in linea col livello del 2022/2023, mantenendosi stabili rispetto ai dati del mese precedente: 472 milioni di tonnellate, circa il 2,2% al di sotto del livello record della scorsa stagione. Il consolidamento dei volumi di scambio di cereali secondari e riso è, infatti, previsto controbilanciare l'attesa diminuzione del commercio internazionale di grano.

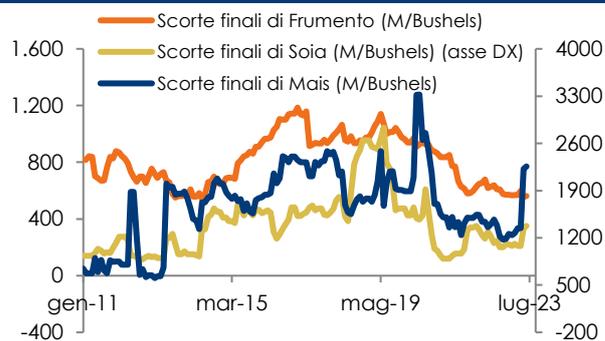
**WASDE: mais ancora debole, in ripresa soia e frumento.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisitato le stime di maggio per il raccolto di quest'anno nell'emisfero settentrionale, confermando una prospettiva debole per il mais ma in ripresa per soia e frumento. Secondo le stime dell'USDA, nella stagione 2023/24 il mercato del **mais**, dopo un surplus del 3,3% nel 2021/2022, dovrebbe registrare un deficit dello 0,9% nel periodo 2022/2023, per poi tornare a segnare un avanzo nel 2023/2024 (+2,3%). La produzione mondiale è prevista in aumento del 6% a/a, a quota 1.222,8 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale è atteso aumentare del 3,7% a/a (a 1.206 milioni di tonnellate). Le scorte finali sono stimate in aumento del 5,5% a/a (a 314 milioni di tonnellate) ed il rapporto scorte/consumo è previsto in salita al 26% (dal 25,6% della stagione precedente). Per il mercato della **soia**, l'USDA stima che, dopo un deficit di circa l'1,1% nella stagione 2021/2022, l'aspettativa sia quella di registrare un surplus, con eccedenze pari all'1,6% nel 2022/2023 ed al 6,4% nel 2023/2024. La produzione è, infatti, prevista in crescita significativa (+11,1% a/a), fino a raggiungere 410,7 milioni di tonnellate, nuovo record storico. Si attende un consumo globale in incremento (+6,1% a/a), a quota 386,1 milioni di tonnellate, anch'esso nuovo record storico. Conseguentemente, le scorte globali sono stimate in crescita (+21,7% a/a), ad un livello record di 123,3 milioni di tonnellate nel 2023/2024. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe salire al 31,9% rispetto al 27,8% della stagione precedente. Il WASDE ha, infine, aggiornato le stime sui fondamentali di tutti i cereali per i periodi 2022/2023 e 2023/2024. In particolare, il **frumento** potrebbe registrare un surplus dello 0,3% nel 2022/2023 e dello 0,9% nel 2023/2024 (nella stagione 2021/2022 aveva, invece, registrato un deficit dell'1,1%). Infatti, la produzione mondiale potrebbe innalzarsi dell'1,5% a/a nel 2023/2024 e raggiungere una soglia pari a 800,2 milioni di tonnellate (un nuovo record). Il consumo globale di frumento dovrebbe aumentare solo lievemente (+0,4% a/a), toccando quota 796,1 milioni di tonnellate. Le scorte finali sono previste in aumento dell'1,5% a/a (a 270,7 milioni di tonnellate) e, pertanto, il rapporto scorte/consumo dovrebbe aumentare al 34% nel 2023/2024 (dal 33,6% del 2022/2023).

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2023)

### Outlook ancora Neutrale: incombono tuttavia le tensioni derivanti nel breve dalla questione del Mar Nero e, nel medio-lungo termine, dal fattore climatico.

Per il momento non cambia lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico, le costanti tensioni geopolitiche (in vista della scadenza dell'accordo Black Sea Grain Initiative) e il rincaro dei costi produttivi restano gli elementi da monitorare e in grado di influenzare la dinamica dei prezzi nel 2023. Aumentano i rischi legati alle produzioni agricole, che potrebbero essere minacciate dagli effetti negativi sui raccolti dovuti al clima, durante il periodo estivo, nell'emisfero settentrionale. Le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari rischiano di restare alte e in costante consolidamento: allarme rinnovato anche dalla stessa FAO, nel suo recente rapporto mensile. Permane il problema della siccità globale, che si accentua nell'emisfero settentrionale minacciando i raccolti estivi in Europa, vista la conclamata formazione del modello climatico del El Niño. Le piogge primaverili, in particolare in Europa, sono risultate del tutto insufficienti a colmare il gap con la media delle precipitazioni stagionali, amplificando enormemente i timori per l'estate. Allo stato attuale, aumenta la probabilità che si ripropongano i medesimi effetti negativi sulle colture già registrati la scorsa annata, alimentando ulteriori pressioni rialziste sui prezzi, sia dei cereali che delle soft commodity, nonostante queste ultime, in teoria, dovrebbero essere quelle meno interessate dalla formazione di questo modello climatico. El Niño, infatti, abitualmente esercita i suoi maggiori effetti sopra l'Equatore, mentre molte commodity coloniali sono tipicamente presenti in paesi dell'emisfero meridionale.

### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	637,3	600,0	610,0	579,6	610,0	560,0
Frumento (\$ cent.)	724,3	645,0	675,0	660,0	663,0	692,5
Soia (\$ cent.)	1.521,0	1.362,5	1.374,7	1.236,5	1.365,0	1.200,0

Fonte: consenso Bloomberg

### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	637,3	570	550	-	600	550
Frumento (\$ cent.)	724,3	590	565	-	630	570
Soia (\$ cent.)	1.521,0	1.310	1.240	-	1.365	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

### Soft commodity

Pur ribadendo il nostro scenario di probabile consolidamento dei prezzi delle materie prime coloniali - basato sul fatto che la formazione del fenomeno de El Niño possa avere effetti più sfumati sulle soft commodity (localizzate nell'emisfero meridionale) rispetto a quelli provocati da La Niña (che le vede invece direttamente interessate) - aumentano i timori per le conseguenze negative del cambiamento climatico anche nelle aree di coltura di questi prodotti. I rischi di essere probabilmente investiti ancora una volta dagli anomali fenomeni meteorologici verificatisi nel 2022 alimentano lo scenario di possibili conseguenze negative per i raccolti del 2023. Le previsioni climatiche dei maggiori centri meteo non escludono, di nuovo, la possibilità di improvvisa alternanza di forti piogge e lunghe siccità in Brasile, India, Africa e Sud Est asiatico, ribadendo così una situazione di imprevedibilità su tutti i raccolti delle principali colture coloniali.

**Cotone: allerta sul cotone a seguito della conferma della formazione de El Niño, ma con conseguenze ed effetti difficili da delineare.** Statisticamente, se il fenomeno dovesse svilupparsi nella sua forma più violenta, dovrebbe comportare un surriscaldamento della superficie dell'Oceano Pacifico e causare gravi siccità nel Sud Est asiatico (in India e in Australia in particolare), mentre dovrebbe aumentare i fenomeni alluvionali nelle altre parti del mondo, come il Midwest degli Stati Uniti e il Brasile. La possibile siccità in India e piogge eccessive in alcune aree degli USA rischiano di coinvolgere proprio le piantagioni di cotone di quelle zone: le rilevazioni storiche dicono però che solo nel 2014 e nel 2015 le conseguenze della siccità in India (dovuta appunto a El Niño) si tradussero in ingenti danni ai raccolti di cotone degli agricoltori indiani. E' peraltro fondamentale, per il ciclo vegetativo del cotone, che le piantagioni ricevano la giusta quantità di pioggia attraverso il tipico fenomeno dei monsoni. Quest'anno, la formazione del ciclone Biparjoy nel Mar Arabico ha ritardato l'inizio del monsone estivo (giugno) e finora ne ha rallentato l'avanzata sul territorio indiano, incidendo sul volume delle precipitazioni. È probabile che il monsone acquisisca slancio nel corso delle prossime settimane e arrivi a coprire, con ritardo, le principali regioni di coltivazione di riso, soia, cotone e canna da zucchero degli stati meridionali e centrali dell'India, riducendo l'impatto della siccità sulle colture. Le previsioni meteo per i mesi che vanno da giugno a settembre segnalano una quantità media di precipitazioni in linea col passato, nonostante la formazione de El Nino. In sintesi, se i timori per gli effetti negativi del meteo sulla resa dei raccolti di cotone rischiano da un lato di contrarre l'offerta e alzare il costo dei filati naturali, resta d'altra parte in atto la dinamica che vede i consumatori a basso reddito preferire tessuti in nylon, i cui costi di produzione (e prezzi finali) risultano inferiori per via del ribasso del petrolio.

**Zucchero: la forte riduzione delle stime sul surplus di zucchero modifica gli equilibri di mercato.** Il ritorno de El Niño rischia di comportare condizioni meteorologiche imprevedibili in varie regioni, finendo per influenzare anche la produzione di zucchero. Statisticamente, al verificarsi del fenomeno, crescono i rischi di alluvioni in Brasile e di siccità in India, con implicazioni significative per la produzione di zucchero di entrambi i paesi. I prezzi dello zucchero sono già aumentati nelle ultime settimane, a causa delle scarse forniture in tutto il mondo. L'ipotesi di ulteriori danni ai raccolti estivi di canna e barbabietola da zucchero rischia di esacerbare un movimento già in atto. Secondo le ultime stime pubblicate a fine maggio dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2022/23 il mercato globale dello zucchero dovrebbe registrare un surplus di sole 850.000 tonnellate, in sostanza riducendo la stima dell'80% rispetto all'avanzo di produzione di circa 4,15 milioni di tonnellate precedentemente atteso. Una revisione corposa, che origina dal ribasso delle previsioni sulla produzione di India, Thailandia ed Europa e dal rialzo delle stime sul consumo globale. Infatti, la produzione dovrebbe crescere meno di quanto previsto in precedenza, raggiungendo i 177,4 milioni di tonnellate, mentre il consumo dovrebbe aumentare più del previsto, portandosi a 176,5 milioni di tonnellate. Uno scenario anche questo mese piuttosto complicato che però, senza dubbio, vede contrarsi decisamente il surplus di mercato, cambiando radicalmente gli equilibri fra domanda e offerta: ciò lascia ipotizzare una futura pressione sui prezzi, specie se i raccolti dovessero essere inferiori allo stimato a causa di eventi meteorologici imprevisti.

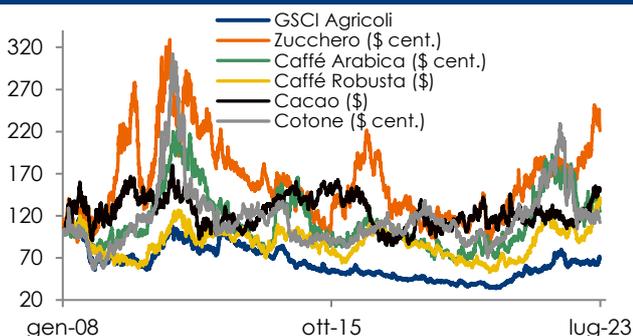
**Caffè: scenario diversificato, con El Niño che minaccia più la Robusta dell'Arabica.** Anche il caffè rischia di essere interessato dalle conseguenze de El Niño: in particolare, la varietà Robusta potrebbe essere maggiormente colpita, in un momento in cui i prezzi sono già saliti al livello più alto dal 2008, rendendo più costoso per i produttori ottenere una miscela economica per i consumatori. E' vero che El Niño ha maggiori conseguenze nell'emisfero settentrionale, ma i suoi effetti negativi sono particolarmente violenti per una fascia di circa 60 gradi a cavallo della linea dell'Equatore: un'area geografica che comprende gli Stati Uniti e la maggior parte dell'Eurasia, portando condizioni più calde e secche nelle principali regioni di coltivazione della miscela Robusta (tra cui il Vietnam e l'Indonesia) e minacciando le forniture. Il rincaro dei prezzi al dettaglio delle miscele di caffè ha spinto i consumatori e i torrefattori a preferire la varietà

Robusta rispetto all'Arabica, di maggior qualità ma anche più costosa. I prezzi della Robusta, che viene utilizzata nel caffè istantaneo e negli espressi, sono già saliti di oltre il 50% dall'inizio dell'anno, con le forniture che non sono riuscite a tenere il passo dell'aumento della domanda. I coltivatori stanno faticando a soddisfare le richieste di prodotto anche a causa della combinazione negativa rappresentata dai maggiori costi dei fattori produttivi (fertilizzanti, pesticidi e sementi) e dalla perdurante siccità, che ha ridotto i raccolti. Il Vietnam, il più grande coltivatore di Robusta al mondo, rischia di registrare il raccolto più basso degli ultimi quattro anni. Il raccolto in Brasile, secondo produttore, dovrebbe diminuire del 5-10%, mentre la produzione dell'Indonesia dovrebbe calare di circa il 20%, a causa del meteo avverso. Tutti elementi che rischiano di portare il mercato globale del caffè in deficit per la terza stagione consecutiva.

#### Cacao: mercato in possibile deficit e conseguenze climatiche tengono alta la tensione sui prezzi.

I timori di forti effetti negativi de El Niño minacciano anche il mercato del cacao, nonostante sia l'organizzazione dei produttori di cacao che gli stessi paesi non siano così sicuri delle conseguenze negative sulla produzione (ad esempio la Malesia, che si dice certa che il proprio raccolto non subirà danni), pur avvertendo il pericolo. Viceversa, sono i trasformatori della materia prima, ovvero i grandi produttori mondiali di cioccolato, a temere che rincari di alcuni elementi fondamentali per il ciclo produttivo (come cacao, zucchero, latte etc.) saranno generati proprio da questa situazione. Secondo le stime pubblicate a inizio giugno dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), nella stagione 2022/23 il mercato mondiale potrebbe registrare il secondo anno consecutivo di deficit, inferiore rispetto alla stagione precedente ma più ampio di quanto previsto a inizio anno. L'ICCO stima un deficit di circa 142.000 tonnellate, in rialzo rispetto alle 60.000 tonnellate indicate a febbraio. La produzione mondiale di cacao potrebbe crescere meno del previsto (+3,4% a/a a 4,98 milioni di tonnellate, contro il +4,1% a/a indicato a febbraio), mentre il prodotto macinato (miscela di cacao) potrebbe aumentare dell'1,5% a/a a 5,03 milioni di tonnellate (contro il calo dello 0,6% a/a stimato qualche mese fa). Le scorte sono viste in flessione dell'8,0% a/a (-3,5% a/a la stima di febbraio) a 1,63 milioni di tonnellate. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe scendere al 32,2% (rivisto al ribasso dal 32,9% atteso in precedenza), dal 35,5% della stagione precedente. Pertanto, coerentemente con questo scenario carico di rischi, potrebbe mantenersi alta la tensione sul cacao, senza generare rialzi delle quotazioni ma mantenendo i prezzi comunque su livelli elevati.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	26.06.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	586,0	7,7	5,8	3,0	4,8
Cotone	77,1	0,7	-9,6	-25,7	-7,6
Cacao	3.206,0	10,5	21,8	35,8	23,3
Zucchero	23,7	13,3	16,7	29,6	18,4
Caffè (arabica)	168,0	-5,1	0,6	-25,7	0,4
Caffè (robusta)	2.900,0	34,1	48,0	41,9	55,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	77,1	83,0	86,5	82,5	84,0	87,5
Cacao	3.206,0	2.875	2.788	3.000	2.780	2.475
Zucchero	23,7	22,3	20,4	20,2	22,1	19,5
Caffè (arabica)	168,0	177,1	169,4	173,0	180,0	180,5
Caffè (robusta)	2.900,0	2.400	2.200	2.125	2.290	2.200

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.06.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	77,1	84,0	85,0	-	84	85
Cacao	3.206,0	3.040,0	3.000,0	-	2.950	3.000
Zucchero	23,7	25,0	24,5	-	23,9	24,5
Caffè (arabica)	168,0	190	195	-	187	200
Caffè (robusta)	2.900,0	2.750	2.795	-	2.550	2.800

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 25.05.2023.

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 separatezza 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