

Focus

Materie prime: un cambio di mentalità

Rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti.

Petrolio: un'estate calda

Nel nostro scenario di base i fondamentali del petrolio resteranno tesi durante l'estate, poiché il deficit di mercato sarà probabilmente alimentato da forte domanda, offerta limitata e bassi livelli delle scorte di petrolio e prodotti petroliferi, sia negli Stati Uniti che a livello mondiale. In tale contesto, i prezzi dovrebbero rimanere ben sostenuti, mentre backwardation e volatilità dovrebbero persistere per un periodo prolungato.

Mercati energetici: gas naturale come arma

Malgrado i persistenti rischi geopolitici e l'utilizzo dei flussi di gas come arma, i mercati fisici del gas in Europa sono ora meglio forniti, con scorte vicine alla media a 5 anni grazie a volumi record di importazioni di LNG e generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

Metalli preziosi: colpiti dalla stretta della Fed

Restrittive condizioni monetarie e forte dollaro americano costituiscono due grandi ostacoli per il complesso dei metalli preziosi. Tuttavia, nei prossimi mesi la quotazione dell'oro potrebbe recuperare parte del terreno perso, poiché ci attendiamo un moderato aumento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da alti prezzi dell'energia e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, una ripresa della domanda nel settore della gioielleria in Cina e India e maggiori acquisti di oro effettuati dalle banche centrali nel tentativo di diversificare le riserve ufficiali.

Metalli industriali: aspettando la Cina

Dopo una temporanea debolezza nei mesi estivi, dovuta al calo della domanda in Cina, al rafforzamento del dollaro americano e alla scarsa liquidità, i metalli industriali potrebbero recuperare il terreno perso se la domanda cinese tornasse a crescere e l'economia mondiale riuscisse a evitare una recessione. Infatti, i fondamentali tesi sarebbero coerenti con la ripresa del trend rialzista di lungo periodo dei prezzi dei metalli, data una domanda strutturalmente in crescita a fronte di una limitata offerta globale e inadeguati livelli di scorte.

Agricoli: il peggio non è passato

I prezzi delle merci agricole dovrebbero mantenersi elevati e volatili per molti trimestri, a causa di persistenti rischi di scarsità sui mercati fisici, incertezza sugli sviluppi del conflitto russo-ucraino e offerta anelastica, almeno a breve termine. Le crisi alimentare ed energetica e il conseguente peggioramento delle condizioni di vita in numerosi Paesi poveri potrebbero avere un impatto negativo sulla stabilità politica in molte regioni, causando manifestazioni di protesta e cambi di regime. Pertanto, i rischi geopolitici globali potrebbero intensificarsi nei prossimi trimestri.

Giugno 2022

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities
Research

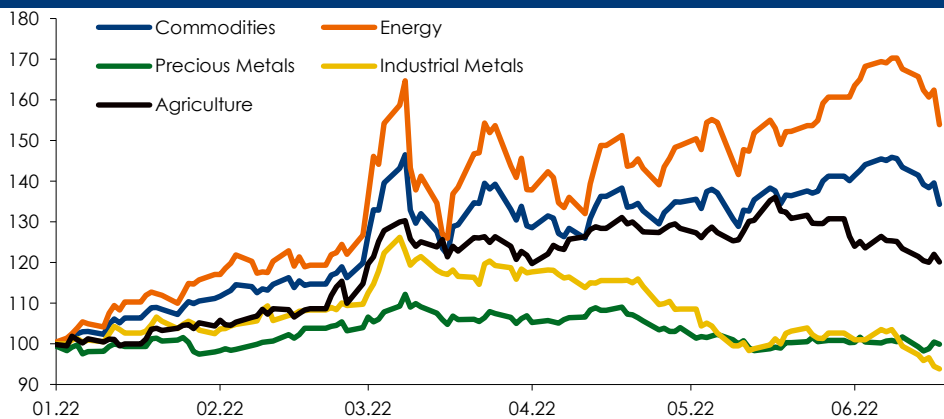
Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

Materie prime: un cambio di mentalità

Rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti.

Rendimenti da inizio anno dei principali comparti di materie prime (Dic. 2021 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dal 2020 i mercati delle materie prime sono sottoposti a pressioni senza precedenti dato che la crisi causata dal Covid ha avuto un forte impatto sui modelli di consumo globali, a fronte di limitazioni alla produzione e distorsioni dei flussi logistici. Eccezionali condizioni meteorologiche e politiche economiche espansive, che hanno spesso favorito un aumento della liquidità sui mercati finanziari, hanno amplificato gli squilibri sui mercati fisici.

Nel 2022 l'invasione russa dell'Ucraina ha rappresentato un'ulteriore spinta rialzista ai prezzi delle materie prime, alimentando i timori di una prolungata carenza di energia e di condizioni di mercato improvvisamente più tese per commodity energetiche, metalli, merci agricole, fertilizzanti e prodotti chimici, beni di cui la Russia era un importante produttore. A fronte di questo lungo periodo di prezzi elevati e in continuo aumento, le pressioni inflazionistiche sono diventate la principale preoccupazione macroeconomica e le banche centrali si sono affrettate ad attuare politiche monetarie più restrittive.

Nonostante questo difficile scenario, la maggior parte delle nostre previsioni su materie prime pubblicate nel precedente outlook trimestrale e relative al 2° trimestre 2022 si è rivelata eccessivamente pessimistica. Secondo le nostre stime, i prezzi di energia, oro e metalli industriali avrebbero potuto registrare aumenti maggiori nei primi mesi di guerra e i contratti del gas naturale europeo avrebbero potuto mantenersi vicini ai massimi.

Le nostre stime si sono rivelate errate perché l'andamento della pandemia ha causato una nuova imprevista crisi: la Cina è stata colpita dalla peggiore ondata di contagi dal 2020. Le Autorità hanno adottato una rigorosa strategia "zero Covid", determinando così una diminuzione della domanda di materie prime nel 2° trimestre e sollevando dubbi sulla solidità della ripresa cinese nella restante parte dell'anno. Nonostante il grande impegno di governo e banca centrale per sostenere l'economia, fintanto che le misure di contenimento resteranno in vigore e la produzione industriale resterà debole è improbabile che la domanda di materie prime

del Paese possa acquisire nuovo slancio e che, di conseguenza, i prezzi della maggior parte delle materie prime legate alla Cina possano rirendere il trend fortemente rialzista.

Il principale beneficiario della crisi causata dal Covid in Cina è l'Europa: grazie all'indebolimento della domanda di gas e gas naturale liquefatto (LNG) in Cina, i prezzi del gas europeo hanno scambiato a livelli nettamente inferiori al picco registrato nelle prime settimane di guerra, poiché il differenziale tra i prezzi del LNG europeo e quello nord-asiatico è stato sufficientemente ampio per attirare le forniture verso il Vecchio Continente. Pertanto, attualmente l'Europa è meglio posizionata per affrontare sia la crisi energetica in atto sia la persistente minaccia di un'improvvisa interruzione delle forniture russe: a inizio giugno le scorte di gas europeo erano vicine alla media a 5 anni, le spedizioni di LNG avevano registrato nuovi massimi, governi e società energetiche stavano diversificando le fonti di approvvigionamento e, sino ad allora, le condizioni meteorologiche erano state complessivamente favorevoli, nonostante le scarse precipitazioni in Italia e Spagna, contribuendo al raggiungimento di livelli record nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili nei Paesi mediterranei e alla diminuzione della domanda complessiva di gas ed energia elettrica. Inoltre, è importante sottolineare che quasi un anno di elevati, spesso insostenibili, prezzi di gas ed energia elettrica ha causato una distruzione della domanda: laddove possibile, i consumi sono stati tagliati e durante l'estate ci attendiamo ulteriori sforzi per ottimizzare la domanda finale.

Scenario di base per l'universo delle materie prime: cosa ci attendiamo per il 2° semestre 2022?

Significativi rischi geopolitici e macroeconomici continuano a pesare sul contesto macroeconomico. Nel nostro scenario di base prevediamo una graduale, ma costante riapertura dell'economia in Cina, dove produzione industriale e consumi di materie prime dovrebbero registrare un'accelerazione nella restante parte del 2022.

Non ci attendiamo una svolta nella guerra in Ucraina fino a tardo autunno. A nostro avviso, gli attuali equilibri potrebbero cambiare dopo le elezioni mid-term statunitensi e il 20° Congresso Nazionale del Partito Comunista cinese. In particolare, se la Cina riuscirà a contenere le ondate di Covid la crescita economica aumenterà e, se il Presidente Xi fosse confermato per il terzo mandato, la Cina potrebbe spostare l'attenzione dalle questioni di politica interna a quelle di politica estera. A nostro parere, il gigante asiatico favorirebbe i colloqui diplomatici per promuovere la pace tra Russia e Ucraina al fine di tutelare i suoi investimenti lungo le nuove vie della seta ed evitare il rischio di una recessione in Europa, uno dei principali mercati di sbocco delle esportazioni cinesi.

Ci attendiamo che la stretta monetaria globale procederà con decisione, in linea con quanto sinora segnalato dalle principali banche centrali. I dati macroeconomici saranno fondamentali per modulare i rialzi dei tassi di interesse, ma le banche centrali dovrebbero riuscire a bilanciare con successo le contrastanti esigenze di ridurre le pressioni inflazionistiche e sostenere la crescita economica.

Un simile scenario, caratterizzato da una stretta monetaria aggressiva, ma necessaria, una ripresa della crescita cinese e la possibilità di una de-escalation delle tensioni geopolitiche nel 2023 grazie a rinnovati sforzi diplomatici, potrebbe rivelarsi positivo per i mercati delle materie prime mondiali.

Inoltre, a nostro avviso, rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari, spesso il primo obiettivo delle sanzioni statunitensi, sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, necessari per perseguire la transizione verde e i piani di investimento di lungo periodo,

ma anche utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti. A nostro avviso, gli sforzi di de-dollarizzazione compiuti dai giganti asiatici sono inoltre coerenti con una strategia a lungo termine volta a garantire forniture affidabili di beni strategici. Di conseguenza, riteniamo che le materie prime resteranno sotto i riflettori per diversi anni, anche quando l'attuale crisi energetica sarà stata auspicabilmente superata e le tensioni geopolitiche si saranno allentate, poiché un nuovo processo di strutturale ricostituzione delle scorte dovrebbe rafforzare i mercati delle materie prime.

I mercati petroliferi ed energetici dovrebbero rimanere tesi. Nel 2° semestre 2022 i prezzi dell'energia potrebbero essere ancora ben sostenuti e vicini alla media registrata dopo il 24 febbraio, data dell'invasione russa dell'Ucraina. La possibile diminuzione del premio al rischio geopolitico potrebbe essere compensata da mercati petroliferi in deficit per la forte domanda stagionale e da una domanda di gas più elevata della media a causa della necessità di ricostituire le scorte in anticipazione della stagione invernale 2022/23.

I metalli industriali e preziosi potrebbero parzialmente recuperare le recenti perdite, riconducibili soprattutto al calo della domanda in Cina e al rafforzamento del dollaro americano. Dopo una temporanea debolezza nei mesi estivi, i metalli di base potrebbero infine riprendere il trend rialzista di lungo periodo, sulla scia di una domanda strutturalmente in crescita grazie alla transizione verde a fronte di una limitata offerta globale e a inadeguati livelli di scorte.

Le merci agricole dovrebbero rimanere sotto i riflettori, poiché la crisi energetica e le tensioni geopolitiche, unitamente alle politiche protezionistiche adottate da importanti Paesi produttori, stanno alimentando una preoccupante scarsità di questi beni a livello mondiale: l'inflazione alimentare e la minaccia di inadeguati raccolti dovuti a siccità ed eccezionali condizioni meteorologiche restano le preoccupazioni più urgenti.

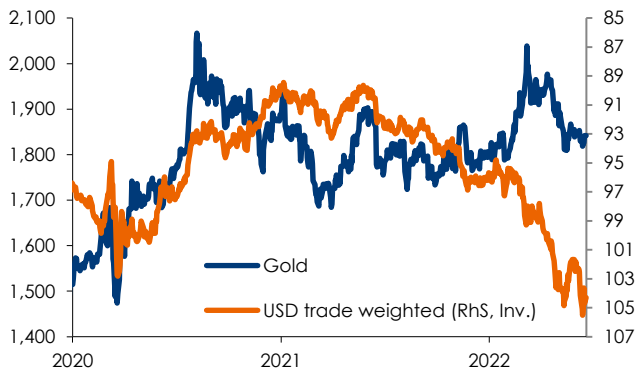
Rischi di coda: cos'altro può andare storto?

Dopo oltre due anni di eventi imprevisti e drammatici viene spontaneo chiedersi cos'altro potrebbe andare storto. Ovviamente, molte cose. La restante parte del 2022 potrebbe rivelarsi cruciale per plasmare un nuovo ordine mondiale:

- L'esito della guerra in Ucraina avrà un impatto profondo sul futuro assetto geopolitico e sul mercato energetico globale. Un conflitto prolungato potrebbe esporre l'Europa alla minaccia di una carenza di forniture di energia e altre materie prime legate alla Russia, e avere un impatto negativo sulle prospettive macroeconomiche del Continente tramite un'inflazione più alta del previsto e una crescita inferiore alle attese. Se questo rischio di coda dovesse concretizzarsi, i prezzi dell'energia potrebbero toccare nuovi massimi, amplificando i rischi inflattivi e recessivi per il 2023 e 2024;
- La capacità della Cina di gestire la peggiore ondata di Covid dal 2020 potrebbe avere conseguenze importanti sui prezzi delle materie prime e sulla crescita economica a livello mondiale, ma anche sulla futura traiettoria di politica interna e sull'orientamento della politica estera del Paese. Una Cina debole, bloccata da periodici lockdown che rallentano le attività economiche e produttive, potrebbe causare una diminuzione della crescita mondiale e alimentare persistenti alterazioni delle filiere globali, complici il rallentamento del traffico marittimo e tariffe di trasporto persistentemente elevate. I prezzi dei metalli dovrebbero diminuire, a causa della continua revisione al ribasso della crescita della domanda mondiale;
- L'efficacia della stretta monetaria delle banche centrali e la loro capacità di modulare le necessarie misure di controllo delle pressioni inflazionistiche e al contempo sostenere la

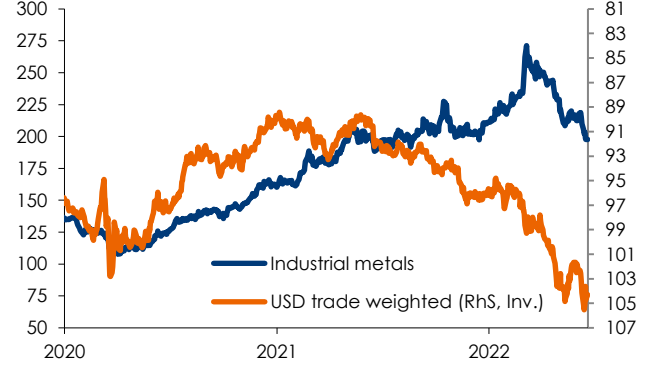
crescita economica influenzeranno i rischi macroeconomici, inclusa la minaccia di una recessione globale. Ovviamente, una stretta più aggressiva del necessario potrebbe causare un atterraggio duro dell'economia statunitense, con un conseguente forte rallentamento della crescita mondiale. Anche un rafforzamento del dollaro maggiore delle attese potrebbe causare crisi di liquidità nei mercati emergenti e prezzi delle materie prime inferiori alle previsioni.

Prezzo dell'oro in dollari per oncia e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



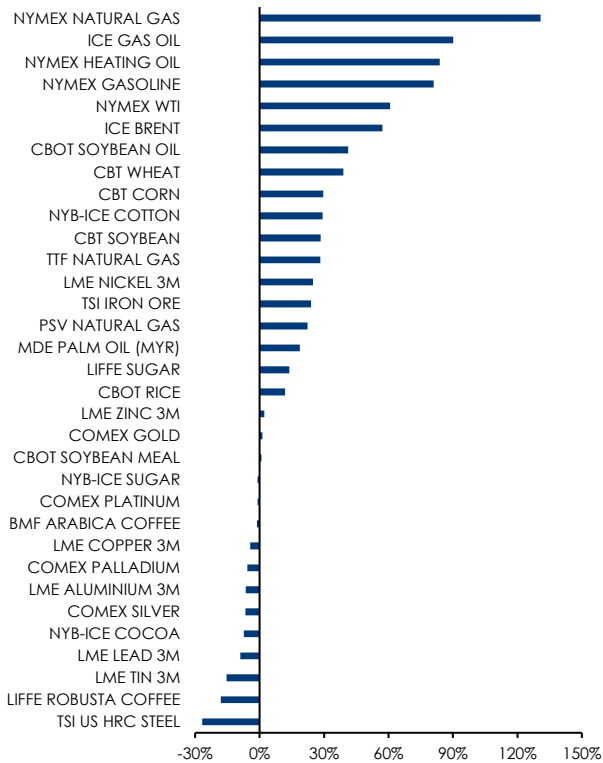
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



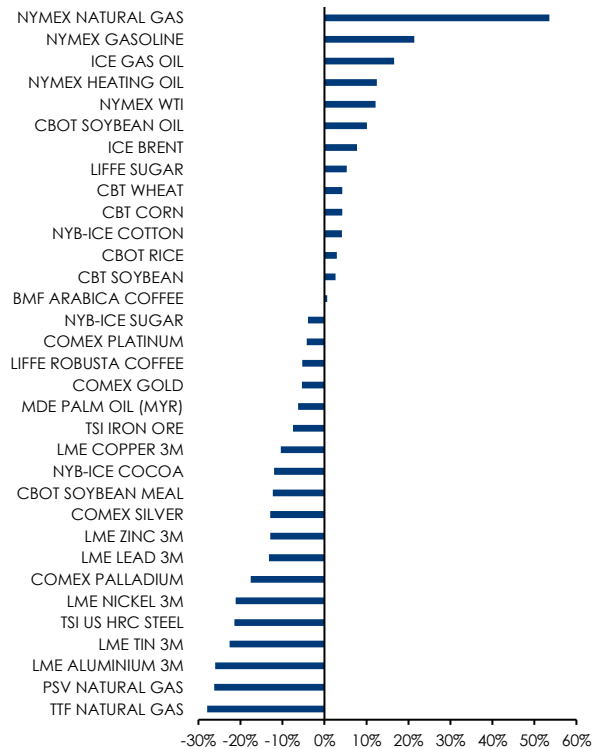
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti da inizio anno al 13.06.2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti da inizio trimestre al 13.06.2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su materie prime, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	115.0	104.0	100.0	108.0	95.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	115.0	104.0	99.0	107.2	93.8	85.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	8.5	8.5	7.5	7.4	5.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	29.0	32.0	29.0	29.2	26.8	23.0	19.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.0	110.0	95.0	103.6	75.0	55.0	37.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.5	110.5	95.5	104.2	75.5	55.2	37.0
PUN (EUR/MWh)	250.0	260.0	230.0	248.6	183.8	185.0	160.0
EEX Power (EUR/MWh)	210.0	220.0	190.0	211.4	150.0	160.0	140.0
EUA (EUR/ton)	82.0	84.0	85.0	81.3	86.5	91.0	95.0
LME GOLD (USD/oz)	1,900	1,925	1,950	1,895	1,950	1,925	1,900
LME SILVER (USD/oz)	22.0	22.5	23.0	22.9	23.0	22.6	22.4
LME PLATINUM (USD/oz)	1,020	1,040	1,050	1,022	1,065	1,100	1,150
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,120	2,145	2,140	2,270	2,380
LME COPPER 3M (USD/ton)	9,700	9,800	10,000	9,790	10,200	10,700	11,000
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,780	3,000	3,200	3,000	3,400	3,700	3,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	29,000	28,500	28,000	28,760	28,000	28,500	29,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,865	4,000	4,150	3,855	4,225	4,300	4,400
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,169	2,240	2,250	2,240	2,325	2,400	2,500
LME TIN 3M (USD/ton)	36,000	38,000	38,500	38,477	39,250	40,500	41,750
SGX IRON ORE (USD/ton)	144	140	137	141	134	128	125
TSI U.S. HRC STEEL (USD/ton)	1,180	1,200	1,260	1,217	1,300	1,360	1,370
CME HRC NWE (EUR/ton)	920	940	960	978	990	1,040	1,060
LME HRC FOB China (USD/ton)	740	750	750	770	750	765	775
LME REBAR (USD/ton)	740	800	800	782	800	810	825
LME SCRAP (USD/ton)	440	490	490	493	490	495	500
CBOT CORN (USc/bu)	790	770	760	755	740	670	620
CBOT WHEAT (USc/bu)	1,200	1,200	1,200	1,100	1,170	1,100	1,000
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,700	1,650	1,600	1,650	1,525	1,400	1,360
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	140	130	125	133	120	115	110
ICE SUGAR (USD/ton)	545	540	530	535	515	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	19.9	19.8	19.5	19.6	19.0	18.0	17.0
MDE PALM OIL (MYR/ton)	6,500	6,300	6,100	6,455	5,900	5,500	5,300
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	215	210	200	220	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,000	1,950	1,910	2,070	1,850	1,700	1,600
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,450	2,450	2,450	2,500	2,450	2,400	2,350
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,720	1,700	1,690	1,724	1,680	1,650	1,620
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	430	490	460	453	460	440	420
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	81.0	80.0	78.0	77.8	75.0	70.0	65.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: un'estate calda

Nel nostro scenario di base i fondamentali del petrolio resteranno tesi durante l'estate, poiché il deficit di mercato sarà probabilmente alimentato da forte domanda, offerta limitata e bassi livelli delle scorte di petrolio e prodotti petroliferi, sia negli Stati Uniti che a livello mondiale. In tale contesto, i prezzi dovrebbero rimanere ben sostenuti, mentre backwardation e volatilità dovrebbero persistere per un periodo prolungato.

Prezzi di petrolio Brent e WTI in dollari al barile

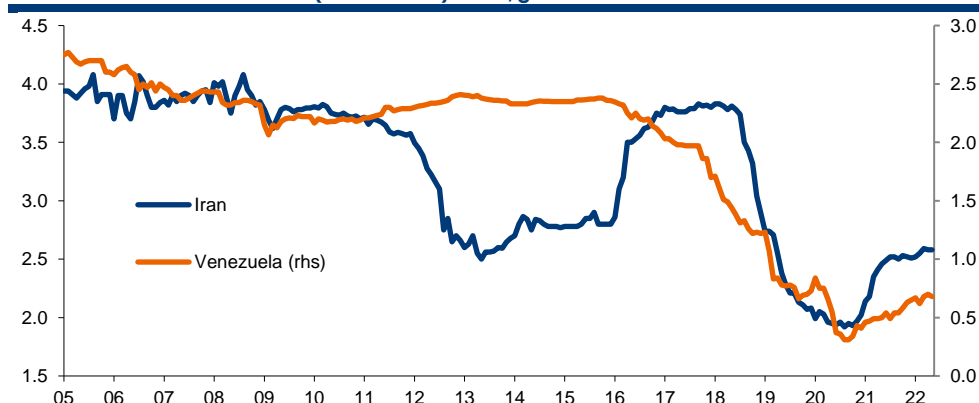


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I mercati petroliferi hanno registrato un deficit più ampio del previsto da inizio anno, a causa di minori forniture provenienti dalla Russia, colpita dalle sanzioni occidentali, e di una robusta domanda globale, Cina esclusa. Le previsioni ufficiali pubblicate dall'International Energy Agency (IEA) e dall'U.S. Energy Information Administration (EIA) indicano mercati di petrolio e prodotti petroliferi meglio forniti, con un mercato in surplus già nel 2° trimestre 2022 e un aumento delle scorte globali.

Noi siamo meno ottimisti: a nostro avviso, i prezzi del petrolio sono esposti a rischi al rialzo, poiché probabilmente il mercato resterà in deficit durante l'estate e all'inizio dell'autunno, anche se la produzione dovrebbe aumentare negli Stati Uniti, in Arabia Saudita e negli Emirati Arabi Uniti, e gli Stati Uniti potrebbero allentare le sanzioni nei confronti del Venezuela, consentendo così un aumento dei flussi di esportazione da questo Paese.

Produzione in Iran e Venezuela (scala destra) in mb/g



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Secondo le nostre stime, i fondamentali dovrebbero rimanere tesi nei prossimi mesi, poiché probabilmente il deficit di mercato sarà alimentato dai seguenti fattori:

- Robusta domanda, grazie all'aumento stagionale legato alla driving season negli Stati Uniti, ma anche alla riapertura della Cina e alla ripresa post-pandemia in atto nel settore dell'aviazione. Inoltre, margini di raffinazione a livelli record stanno sostenendo gli acquisti delle raffinerie;
- Offerta limitata, a causa dell'embargo europeo sul petrolio russo e delle difficoltà dell'OPEC+ nell'aumentare l'offerta complessiva in linea con gli obiettivi di produzione mensili. Probabilmente, l'attuale spare capacity dell'OPEC+ è inferiore rispetto a quanto tradizionalmente ipotizzato, e quindi ulteriori impreviste interruzioni delle forniture potrebbero avere un impatto rialzista sui prezzi del petrolio, a causa della prevista accelerazione della domanda. Ai rischi geopolitici si aggiungono i rischi meteorologici, che rappresentano una potenziale minaccia poiché attualmente le previsioni meteorologiche indicano una stagione degli uragani nel Golfo del Messico particolarmente attiva;
- Bassi livelli delle scorte di petrolio e prodotti petroliferi, sia negli Stati Uniti che a livello mondiale. Negli Stati Uniti, a inizio giugno le scorte di benzina hanno raggiunto i minimi dal 2008 per questo periodo dell'anno. In termini di volumi, livelli così depressi sono più comuni alla fine della *driving season*, mentre risultano criticamente bassi per la tarda primavera. A causa dell'attuale scarsità di prodotti petroliferi, causata da una solida domanda finale e da riduzioni delle forniture russe, i margini di raffinazione rimangono vicini a livelli record e, a nostro avviso, potrebbero aumentare ulteriormente in estate e successivamente diminuire lentamente dopo il picco stagionale di domanda.

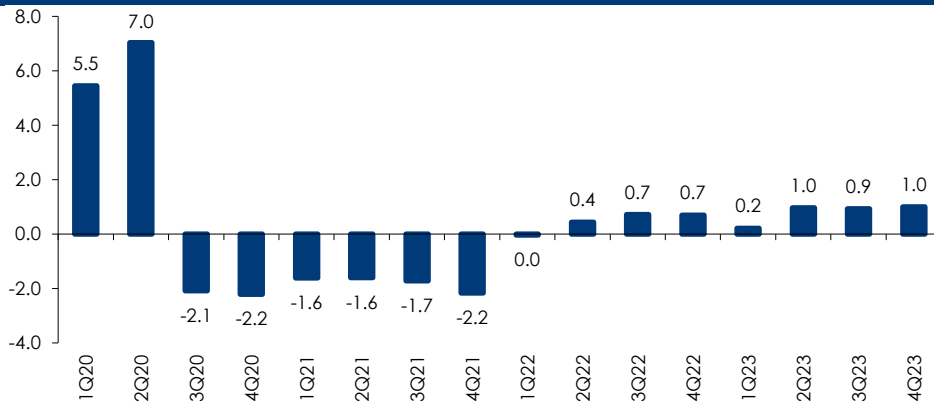
A fronte di questo scenario, i prezzi di petrolio e prodotti petroliferi dovrebbero rimanere ben sostenuti, grazie a mercati fisici tesi e rischi geopolitici. Backwardation e volatilità dovrebbero persistere per un periodo prolungato.

Le nostre stime, che indicano un mercato persistentemente in deficit nei prossimi sei mesi, differiscono da quelle pubblicate dall'EIA nel suo Short-Term Energy Outlook (STEO) di giugno. Infatti, secondo l'agenzia, dopo un deficit di 1,8 mb/g nel 2021, il mercato mondiale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,5 mb/g nel 2022 (dato rivisto al rialzo rispetto al surplus di 0,3 mb/g stimato a maggio) e un surplus di 0,8 mb/g nel 2023 (dato rivisto al rialzo rispetto al surplus di 0,1 mb/g stimato il mese scorso).

Stime di domanda e offerta pubblicate nello Short-Term Energy Outlook dalla U.S. Energy Information Administration

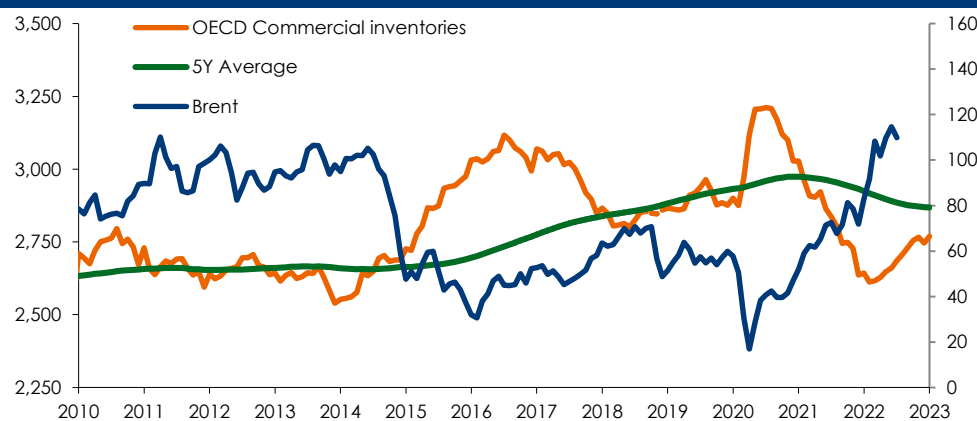
Giugno 2022 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione U.S.A.	Offerta OPEC di LNG	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2021	97.4	63.9	11.2	5.4	26.3	28.1	-1.8
2022	99.6	65.8	11.9	5.5	28.8	28.4	0.5
Var. a/a	2.3	1.9	0.7	0.1	2.5	0.3	
2023	101.3	67.2	13.0	5.5	29.5	28.7	0.8
Var. a/a	1.7	1.4	1.1	0.0	0.6	0.3	

Note: * "Call on OPEC crude = Domanda mondiale – Offerta Non-OPEC – Offerta OPEC di LNG"; ** "Bilancio di mercato = Offerta OPEC di petrolio – Call on OPEC crude" Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

Bilancio del mercato petrolifero in mb/g, secondo le stime della U.S. EIA

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

Un surplus di mercato nel 2022 e nel 2023 comporterebbe un nuovo aumento delle scorte di petrolio e derivati nei Paesi OCSE.

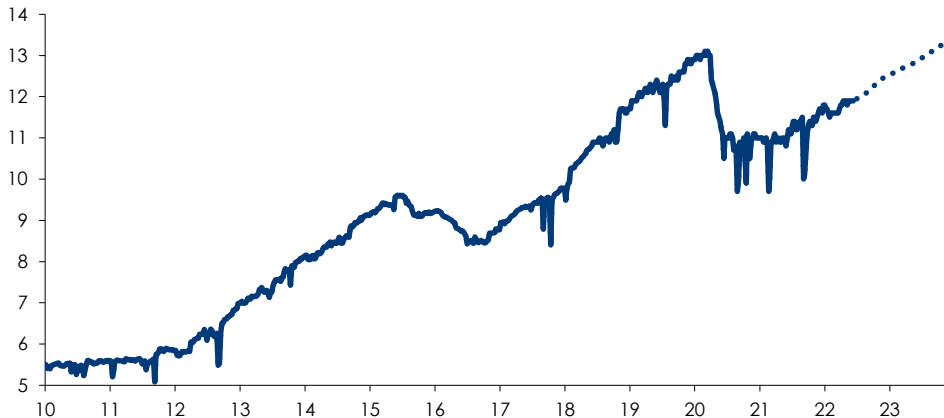
Scorte commerciali OCSE in mb rispetto alla media a 5 anni, prezzo del Brent (scala destra)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'attuale STEO si prevede un aumento del consumo di petrolio a livello globale da 97,4 mb/g nel 2021 (dato invariato rispetto al mese scorso) a 99,6 mb/g nel 2022 (+2,3 mb/g a/a, dato invariato) e a 101,3 mb/g nel 2023 (+1,7 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto ai 101,6 mb/g stimati il mese scorso).

L'offerta non-OPEC dovrebbe crescere da 63,9 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 65,8 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo da 65,4 mb/g) e a 67,2 mb/g nel 2023 (+1,4 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo rispetto ai 66,6 mb/g stimati il mese scorso). La produzione statunitense dovrebbe crescere da 11,2 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 11,9 mb/g nel 2022 (+0,7 mb/g a/a, dato invariato) e a 13,0 mb/g nel 2023 (+0,9 mb/g a/a, in aumento rispetto alla precedente previsione di 12,9 mb/g) toccando un picco di 13,3 mb/g nel 4° trimestre 2023.

Produzione di petrolio negli Stati Uniti in mb/g, dati storici e stime della U.S. EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2021 gli Stati Uniti sono stati mediamente esportatori netti, con una media di appena 0,2 mb/g di esportazioni nette, e probabilmente aumenteranno le esportazioni a 0,9 mb/g nel 2022 e a 1,1 mb/g nel 2023. Le esportazioni statunitensi potrebbero raggiungere uno straordinario 1,7 mb/g nel 4° trimestre 2023.

La produzione OPEC di greggio dovrebbe crescere da una media di 26,3 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 28,8 mb/g nel 2022 (+2,5 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso dai 29,0 mb/g del mese scorso) e a 29,5 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, dato invariato).

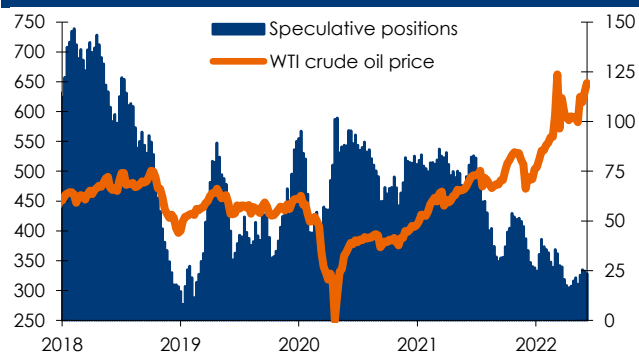
Tenuto conto dei previsti aumenti di produzione, l'eccesso di capacità produttiva dell'OPEC (*spare capacity*) dovrebbe diminuire da una media di 5,4 mb/g nel 2021 a una media di 3,1 mb/g nel 2022 (-2,3 mb/g a/a) e a 2,9 mb/g nel 2023 (-0,1 mb/g a/a).

In base al modello dell'EIA, le quotazioni del Brent potrebbero raggiungere un livello medio di 107,4 dollari al barile nel 2022 (rispetto a 103,4 dollari un mese prima) e di 97,2 dollari nel 2023 (dato invariato). Lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a una media di 4,9 dollari nel 2022 e di 4,0 dollari nel 2023.

Rispetto al modello dell'EIA, ci attendiamo uno scenario di prezzi più rialzista per il WTI, a fronte del basso livello delle scorte a Cushing, ma siamo in linea con le previsioni dell'EIA per il Brent. Infatti, nel nostro scenario di base, le quotazioni del Brent potrebbero mantenersi vicine a un livello medio di 115 dollari al barile nel 3° trimestre 2022, per poi scendere verso una media di 104 dollari nel 4° trimestre 2022 e successivamente a 95 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuire spesso ad amplificare i movimenti intra-day. Riteniamo appropriato per il Brent un intervallo di prezzo compreso tra 95 e 135 dollari nel 3° trimestre 2022, un intervallo inferiore compreso tra 86 e 120 dollari nel 4° trimestre 2022 e un intervallo compreso tra 75 e 106 dollari nel 2023. La backwardation dovrebbe rimanere ampia fintanto che il premio al rischio geopolitico sarà incorporato nelle quotazioni di mercato, complice la corsa alle forniture guidata dall'incertezza sulla futura disponibilità di petrolio.

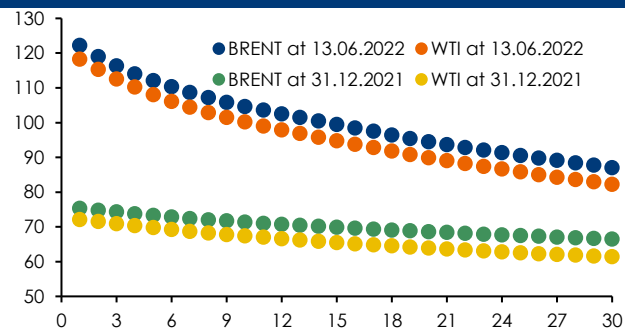
Finora, i dati pubblicati dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) evidenziano un limitato accumulo di posizioni nette lunghe (o posizioni speculative) sul greggio WTI da parte di money manager e hedge fund, nonostante il forte aumento dei prezzi e la vulnerabilità del mercato mondiale al conflitto tra Russia e Ucraina. Se gli investitori dovessero incrementare la loro esposizione alle materie prime come copertura contro il rischio di inflazione o i rischi geopolitici, potremmo assistere a un più ampio accumulo di posizioni speculative, che contribuirebbe a un ulteriore rialzo delle quotazioni di petrolio WTI e Brent.

Posizioni speculative e prezzo del petrolio WTI (scala destra)



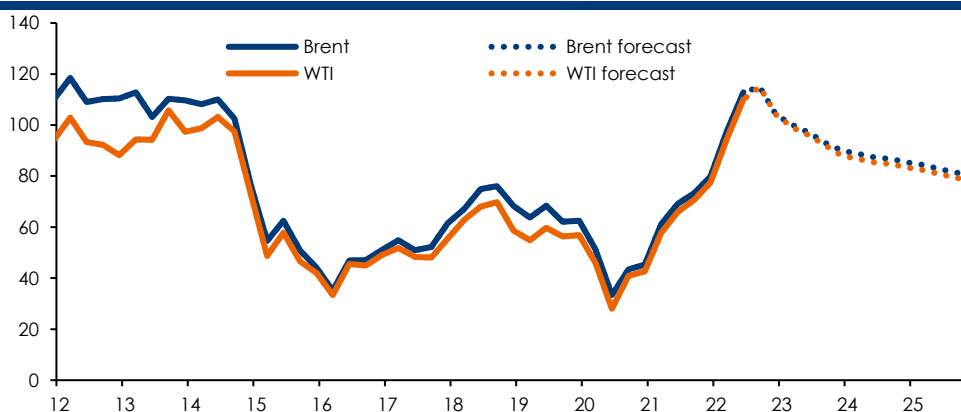
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent e WTI, curva forward



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent e WTI: prezzi storici (linea continua) e stime (linea tratteggiata) in USD/barile



Fonte: Stime Intesa Sanpaolo. Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su petrolio, in valuta di quotazione, scenario di base

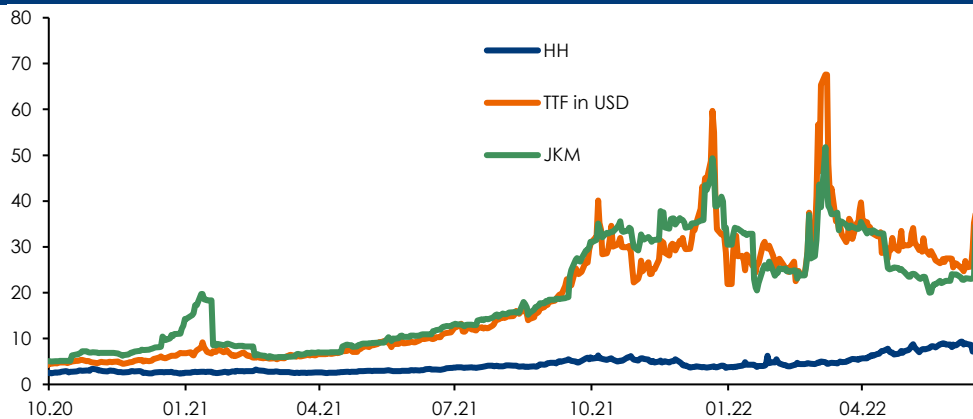
Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	115.0	104.0	100.0	108.0	95.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	115.0	104.0	99.0	107.2	93.8	85.0	80.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Mercati energetici: gas naturale come arma

Malgrado i persistenti rischi geopolitici e l'utilizzo dei flussi di gas come arma, i mercati fisici del gas in Europa sono ora meglio forniti, con scorte vicine alla media a 5 anni grazie a volumi record di importazioni di LNG e generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Il mercato del gas europeo resta teso ed è estremamente vulnerabile ad ulteriori interruzioni dei flussi provenienti dalla Russia, sebbene negli ultimi due mesi le prospettive siano migliorate: le scorte sono cresciute rapidamente, quasi colmando il divario con la media a cinque anni. In effetti, secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe, il 19 marzo, quando le scorte europee hanno raggiunto i minimi di quest'anno, i livelli di riempimento si attestavano ad appena il 25,5% della capacità, contro una media a cinque anni del 35% per quel periodo dell'anno. Grazie alla rapidità degli interventi degli importatori europei, volti a garantire la diversificazione e la sicurezza delle forniture di gas, e grazie a condizioni meteorologiche favorevoli, al 12 giugno gli stoccaggi europei avevano raggiunto addirittura il 52,6% di riempimento, un livello superiore al 2017, 2018 e 2021 e vicino alla media a cinque anni (54,4%) per lo stesso giorno dell'anno.

Questo rapido incremento dei livelli di scorte europee è riconducibile a tre fattori principali:

- Limitata concorrenza con l'Asia sui mercati del LNG globali a causa della nuova crisi Covid in Cina: lo spread TTF-JKL si è ampliato nonostante la diminuzione registrata dai prezzi europei. Di conseguenza, il Vecchio Continente è riuscito ad attirare adeguati volumi di LNG, beneficiando allo stesso tempo di prezzi di LNG inferiori alle attese;
- Importazioni record di LNG; livelli record di generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili nei Paesi mediterranei, ed efficiente diversificazione delle fonti di approvvigionamento;
- Ottimizzazione della domanda e tagli ai consumi, dopo quasi un anno di prezzi su livelli insostenibili; finora, condizioni meteorologiche particolarmente favorevoli hanno contribuito a limitare la domanda di gas.

La fase di ricostituzione delle scorte è stata particolarmente ammirevole, considerando che le forniture russe hanno subito una sensibile diminuzione dopo il picco registrato i primi di marzo. In effetti, nella seconda metà del mese di maggio, le esportazioni medie dalla Russia verso l'Europa si sono attestate ai minimi da inizio gennaio 2022, quindi avvicinandosi ai minimi dal 2015.

Gazprom sottolinea spesso che i suoi flussi di gas dipendono dalle richieste dei clienti europei e negli ultimi mesi la propensione dell'Europa ad acquistare gas russo è stata sensibilmente erosa dalla volontà politica di ridurre la dipendenza dal combustibile russo come ritorsione contro l'invasione dell'Ucraina, dalla disputa sui pagamenti del gas in rubli e dalla decisione dell'Ucraina di sospendere il transito del gas attraverso i territori controllati dall'esercito russo.

Entrando in maggior dettaglio, nella seconda metà di marzo il Presidente russo Vladimir Putin ha chiesto alle nazioni "ostili" di pagare il gas russo in rubli. I clienti occidentali sono stati costretti ad aprire due conti presso Gazprombank JSC, uno in euro o dollari americani per pagare le forniture di gas e uno in rubli per consentire a Gazprombank di convertire immediatamente le valute straniere nella valuta russa. Questa mossa dovrebbe servire a raggiungere due obiettivi. Primo, questo è probabilmente un metodo efficace per tutelare Gazprombank da future sanzioni e proteggere i ricavi generati dal gas russo, poiché prevede la tempestiva conversione in rubli dei flussi in valuta forte, difendendo così il valore della principale fonte di reddito del governo dalle sanzioni internazionali. Secondo, un flusso stabile di valuta forte consente alla banca centrale di continuare a effettuare i pagamenti relativi alle obbligazioni in valuta estera. I clienti che si sono rifiutati di aprire un conto in rubli hanno subito il blocco immediato delle forniture da Gazprom. A fine maggio, la Russia aveva già sospeso le forniture di gas ad alcune società energetiche e a cinque Paesi europei che si sono opposti all'adozione del nuovo sistema di pagamento: Olanda, Danimarca, Polonia, Bulgaria e Finlandia. Tali tagli delle forniture russe all'Europa corrispondono a circa 23 miliardi di metri cubi, approssimativamente pari al 15% del totale delle forniture russe all'Unione Europea. Buona parte dei flussi mancanti è stata sostanzialmente compensata da altri fornitori e, in alcuni casi, i governi hanno semplicemente anticipato uno stop già previsto. Tuttavia, la maggior parte dei clienti europei ha soddisfatto le richieste di Gazprom, in assenza di dichiarazioni più chiare da parte delle Autorità europee che indichino se il nuovo metodo di pagamento rappresenta o meno una violazione delle sanzioni internazionali.

Pertanto, i flussi delle esportazioni erano attesi proseguire e restare in linea con le richieste dei clienti sino ad un nuovo sviluppo inatteso: a partire dal 14 giugno, Gazprom ha implementato tagli progressivi ai suoi flussi di gas verso l'Europa, particolarmente ampi verso l'Italia (-50%) e la Germania (-60%). Gazprom ha significativamente ridotto la capacità dei gasdotti e accusato le sanzioni occidentali di impedire le riparazioni delle turbine prodotte da Siemens. In aggiunta, Nord Stream dovrebbe sospendere l'operatività nel periodo 11-21 luglio per manutenzione stagionale.

Prima, l'imposizione dei pagamenti in rubli e poi questi ampi tagli alle forniture rappresentano dei punti di svolta nelle relazioni internazionali: la Russia non è più interessata a essere percepita come partner affidabile, poiché adesso utilizza l'energia come arma.

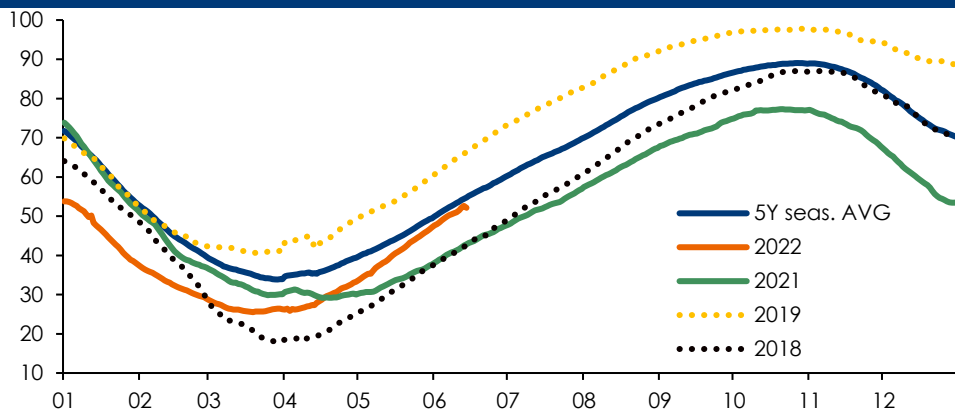
Anche l'Ucraina utilizza il commercio di gas come arma. Infatti, l'11 maggio il gestore di rete ucraino ha annunciato l'improvvisa interruzione del transito del gas russo attraverso il punto di ingresso di Sokhranivka, adducendo come motivazione l'impossibilità di garantire la sicurezza del transito attraverso un territorio non più controllato dal governo di Kiev. Nei giorni successivi, i flussi attraverso Sokhranivka sono rimasti a zero, mentre i volumi in transito attraverso il punto di ingresso di Sudzha sono stati moderatamente incrementati. Prima dello stop, il 27% dei flussi provenienti dalla Russia transitava attraverso Sokhranivka, il resto attraverso Sudzha.

Nel nostro scenario di base, se i flussi russi e i flussi di LNG non subiranno ulteriori diminuzioni impreviste, le temperature resteranno vicine alla media storica, e continuerà il processo di ottimizzazione dei consumi, le scorte europee potrebbero ancora raggiungere un obiettivo di riempimento degli stoccaggi pari al 90% della capacità prima dell'inizio del prossimo anno gas.

Sottolineiamo che il miglioramento delle prospettive di riempimento delle scorte europee si basa sull'ipotesi di un adeguato livello di esportazioni statunitensi di LNG nel corso dell'estate. L'8 giugno, l'impianto di liquefazione ed esportazione di LNG di Freeport, in Texas, ha improvvisamente sospeso le attività a causa di un incendio. In base a stime preliminari, il terminal di esportazione, da cui il mese scorso è partito quasi un quinto di tutte le forniture statunitensi di LNG dirette all'estero, rimarrà completamente chiuso sino a settembre e riavvierà parzialmente l'operatività entro fine anno. Secondo i dati forniti da Bloomberg, gli Stati Uniti hanno inviato quasi tre quarti del loro LNG in Europa nei primi quattro mesi dell'anno, e attualmente la regione riceve quasi il 50% delle forniture di gas dagli Stati Uniti. Questo evento imprevisto complica gli sforzi dell'Europa per riempire gli stoccaggi prima dell'inverno: per questo motivo ci attendiamo che il TTF subirà pressioni al rialzo al fine di attirare maggiori forniture di LNG da altri fornitori. Per contro, il bilancio sul mercato del gas statunitense dovrebbe migliorare, poiché meno LNG sarà

esportato in estate e le scorte potrebbero quindi riempirsi più velocemente del previsto, allentando le pressioni rialziste che a inizio giugno avevano spinto le quotazioni del gas americano ai massimi da 14 anni.

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



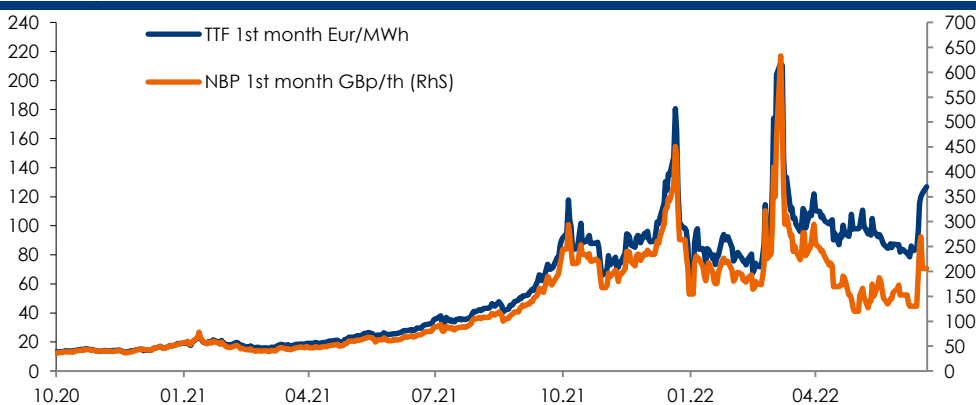
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In aggiunta, permangono significativi rischi geopolitici, che si riflettono in un'ampia backwardation e in un'elevata volatilità. Sfortunatamente, un mercato meglio fornito non si tradurrà ancora in una significativa riduzione dei prezzi, poiché lo spread TTF-LNG deve restare ampio se l'Europa vuole attirare una quantità di gas sufficiente a ricostituire le sue scorte, affrontare il prossimo inverno con un adeguato cuscinetto di forniture e ridurre la dipendenza dal gas russo. Questi obiettivi implicano che il prezzo del gas TTF dovrebbe mantenersi per la maggior parte del tempo al di sopra degli 80 EUR/MWh fino alla fine del 1° trimestre 2023.

Secondo le nostre attuali previsioni, il contratto sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe passare da una media di 100 EUR/MWh nel 1° semestre 2022 a una media di 105 EUR/MWh nel 3° trimestre 2022 e a una media di 110 EUR/MWh nel 4° trimestre 2022. Successivamente, potrebbe scendere verso una media di 75 EUR/MWh nel 2023.

Continuiamo a ritenere appropriato un intervallo di prezzo compreso tra 60 e 100 EUR/MWh nel medio termine. Più a lungo termine, riteniamo appropriato un intervallo di prezzo compreso tra 25 e 45 EUR/MWh.

Prezzi del gas naturale in Europa, contratti future sul primo mese

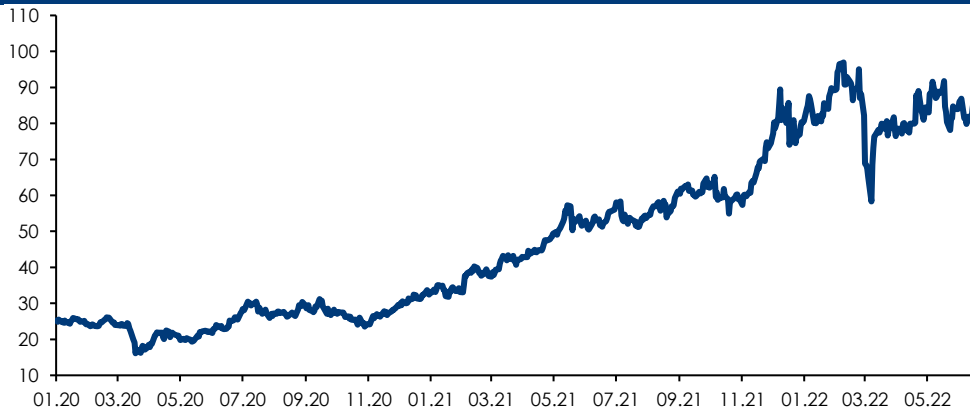


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A fronte dell'attuale scenario politico, dovremmo attenderci che le quotazioni per i diritti di emissione di anidride carbonica (futures EUA) restino elevate per un periodo prolungato. Tuttavia, rispetto al nostro precedente outlook trimestrale, abbiamo rivisto moderatamente al ribasso le

nostre previsioni, poiché attualmente riteniamo che i prezzi delle quote di anidride carbonica presentino un minore potenziale di rialzo dato che le nuove regole europee recentemente introdotte dovrebbero portare a mercati meglio forniti nel medio termine.

Prezzi EUA in EUR/ton

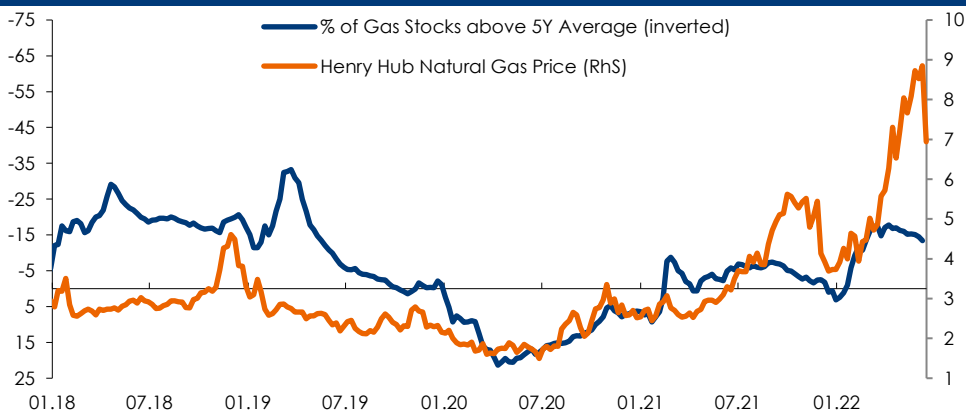


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le esportazioni di gas statunitense sono cresciute, avvicinandosi a livelli record, grazie alla forte domanda europea. Negli Stati Uniti il principale timore è che mercati del gas e dell'energia più tesi del normale durante l'estate possano determinare inadeguate iniezioni negli stoccaggi nei prossimi mesi. Inoltre, i rischi climatici, incluse temperature superiori alla media e intense stagioni degli incendi e degli uragani, creerebbero ulteriore stress per il sistema energetico statunitense. Tali criticità sposterebbero la crisi energetica dall'Europa agli Stati Uniti. Per questo motivo, secondo le nostre previsioni il future sul gas naturale Henry Hub potrebbe avvicinarsi a una media di 8,5 USD/MMBtu nel 2° semestre 2022 per poi scendere verso una media di 5,9 USD/MMBtu nel 2023.

Infine, sottolineiamo che l'indisponibilità di adeguate forniture di LNG sta spingendo vari Paesi, fra cui l'India, a ridurre la propria dipendenza dalle importazioni di gas naturale ed aumentare il proprio consumo di carbone prodotto domesticamente. Questo cambiamento avrà gravi e durature conseguenze negative sul cambiamento climatico, poiché compromette anni di sforzi diplomatici volti a ridurre le emissioni di gas clima-alteranti.

Variatione percentuale di riempimento delle scorte USA di gas rispetto alla media a 5 anni, vs. prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su materie prime energetiche, in valuta di quotazione, scenario di base

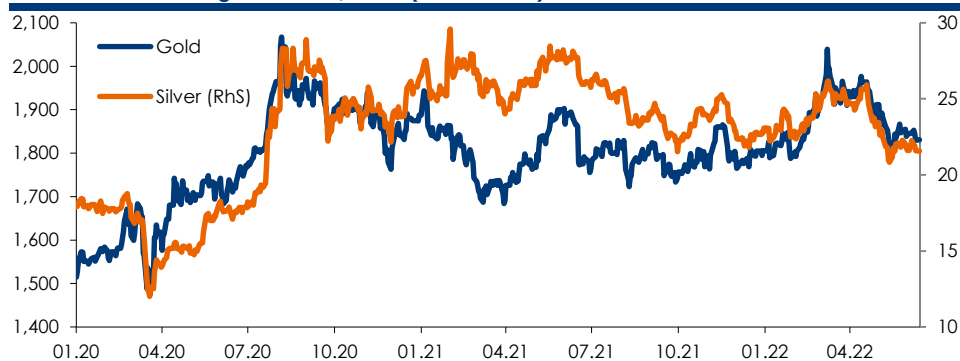
Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	115.0	104.0	100.0	108.0	95.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	115.0	104.0	99.0	107.2	93.8	85.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	8.5	8.5	7.5	7.4	5.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	29.0	32.0	29.0	29.2	26.8	23.0	19.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.0	110.0	95.0	103.6	75.0	55.0	37.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.5	110.5	95.5	104.2	75.5	55.2	37.0
PUN (EUR/MWh)	250.0	260.0	230.0	248.6	183.8	185.0	160.0
EEX Power (EUR/MWh)	210.0	220.0	190.0	211.4	150.0	160.0	140.0
EUA (EUR/ton)	82.0	84.0	85.0	81.3	86.5	91.0	95.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: colpiti dalla stretta della Fed

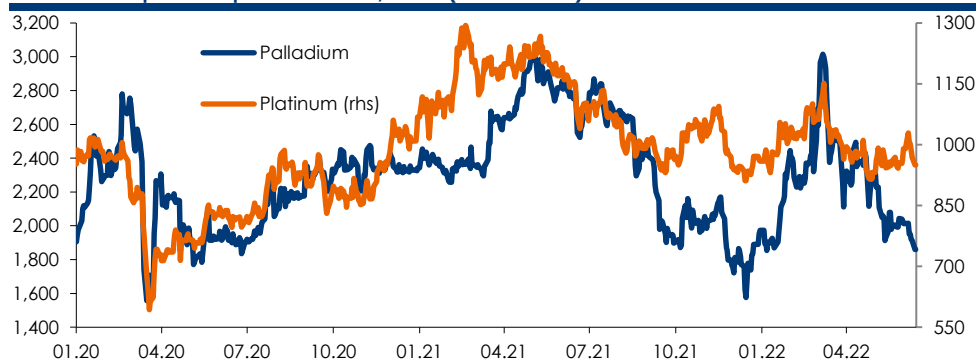
Restrittive condizioni monetarie e forte dollaro americano costituiscono due grandi ostacoli per il complesso dei metalli preziosi. Tuttavia, nei prossimi mesi la quotazione dell'oro potrebbe recuperare parte del terreno perso, poiché ci attendiamo un moderato aumento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da alti prezzi dell'energia e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, una ripresa della domanda nel settore della gioielleria in Cina e India e maggiori acquisti di oro effettuati dalle banche centrali nel tentativo di diversificare le riserve ufficiali.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dopo i picchi registrati nelle prime settimane di guerra, guidati dal rischio di possibili interruzioni delle forniture di palladio dalla Russia e dalla domanda di beni rifugio quali oro, argento e platino, i prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione.

Da un lato, le tensioni geopolitiche non hanno subito un'escalation e la domanda di beni rifugio si è lentamente attenuata, mentre il focus degli investitori si è spostato sulle aspettative di una stretta monetaria aggressiva, con un conseguente rafforzamento del dollaro americano, un aumento dei rendimenti dei Treasury e un rialzo dei tassi nominali e reali. Infatti, a maggio la Federal Reserve ha annunciato un rialzo di 50 punti base, il più alto dal 2000, e a giugno ha annunciato un rialzo di 75 punti base, il più alto dal 1994. Dato lo spostamento del focus dei mercati finanziari dai rischi geopolitici verso la politica monetaria, si è rafforzata la correlazione, tradizionalmente negativa, tra dollaro americano e oro.

Dall'altro lato, i flussi di metalli provenienti dalla Russia non sono stati interrotti e la Cina è stata colpita dalla peggiore ondata di Covid dal 2020, costringendo le Autorità a imporre misure restrittive estremamente severe, che hanno causato una forte diminuzione della domanda di

materie prime sia a livello domestico che a livello mondiale. L'ondata di contagi in Cina si è sommata a preesistenti ritardi nella produzione mondiale di autoveicoli, data la scarsità di semiconduttori, ed ha contribuito ad erodere ulteriormente la domanda di palladio e platino. Di conseguenza, i mercati di entrambi i metalli si sono rivelati meglio forniti di quanto inizialmente temuto.

A nostro avviso, le pressioni al ribasso sui metalli preziosi permarranno ancora per alcuni mesi. In primo luogo, persistentemente elevate pressioni inflazionistiche dovrebbero indurre le banche centrali ad alzare nuovamente i tassi di interesse e mantenere politiche monetarie più restrittive. Pertanto, il dollaro americano dovrebbe rimanere forte e la correlazione negativa con l'oro dovrebbe restare significativa, compromettendo il potenziale di rialzo della maggior parte dei metalli preziosi.

In secondo luogo, nonostante l'ondata di Covid che ha colpito la Cina si stia apparentemente attenuando, le misure restrittive continueranno probabilmente a esercitare un impatto negativo sui consumi di materie prime a livello mondiale, determinando una domanda di platino e palladio inferiore alle attese nel settore automobilistico e una domanda di oro e argento più debole del previsto nel settore gioielleria.

Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 1° trimestre 2022 la domanda di oro è cresciuta ulteriormente e ha recuperato interamente le perdite subite nel 2020 a causa del Covid, superando ampiamente i livelli di consumo registrati nel 1° trimestre 2018 e nel 1° trimestre 2019. Tuttavia, i guadagni sono stati trainati principalmente dagli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, invertendo la dinamica registrata nel 2021, quando la domanda di oro proveniente da strumenti finanziari era inferiore a quella di oro registrata in settori tradizionali, quali gioielleria, tecnologia, e acquisti di lingotti e monete da parte di investitori retail. Le tensioni geopolitiche, culminate nell'invasione russa dell'Ucraina, sono state il principale motore del forte aumento della domanda di oro proveniente dagli ETF, poiché gli investitori si sono affrettati ad acquistare beni rifugio prima e dopo l'inizio della guerra. Di conseguenza, l'8 marzo il metallo giallo ha raggiunto un picco di 2.070 USD/oncia.

Entrando in maggior dettaglio, negli ultimi due anni i flussi degli ETF sono passati dal fornire un contributo netto positivo al consumo di oro, assorbendo 874 tonnellate nel 2020 (pari al 24% della domanda annuale) a rappresentare un contributo netto negativo, rilasciando 173 tonnellate di oro nel 2021 (pari al 4% della domanda annuale). Per contro, i flussi degli ETF sono tornati a fornire un contributo netto positivo al consumo di oro nel 1° trimestre 2022, assorbendo 269 tonnellate (pari al 22% della domanda). La maggior parte delle altre componenti di domanda si è rivelata più debole rispetto a un anno prima.

Nel 1° trimestre 2022 l'utilizzo di oro per la realizzazione di gioielli, che tiene conto sia del consumo effettivo che dell'accumulo di scorte nel settore, è diminuito a 518 tonnellate, pari a un calo del 4% a/a. Il consumo nel settore gioielleria è diminuito del 7% a 474 tonnellate, mentre le scorte sono cresciute del 49% a/a a 44 tonnellate. L'utilizzo di oro per lingotti e monete è diminuito del 20% a/a a 282 tonnellate. Gli acquisti ufficiali da parte delle banche centrali sono diminuiti del 29% a/a a 84 tonnellate. Il consumo nel settore tecnologia è rimasto sostanzialmente invariato a 82 tonnellate, appena +1% a/a.

Stime del World Gold Council per il 1° trimestre 2021 e per il 1° trimestre 2022, in tonnellate

	1Q21	%	1T22	%	y/y
	on the total		on the total		growth
Total gold demand, in tons	919		1,234		34%
Jewellery consumption	509	55%	474	38%	-7%
Jewellery inventory	29	3%	44	4%	49%
Bars and coin	352	38%	282	23%	-20%
ETFs	-170	-18%	269	22%	---
Central banks	118	13%	84	7%	-29%
Technology	81	9%	82	7%	1%
Total gold supply, in tons	1,109		1,157		4%
Mine production	835	75%	857	74%	3%
Net producer hedging	5	0%	-10	-1%	---
Recycled gold	269	24%	311	27%	15%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del World Gold Council

A fronte delle forti variazioni registrate dalla domanda di oro proveniente dagli ETF, le quotazioni dell'oro hanno seguito le oscillazioni di questi flussi provenienti dagli investitori finanziari. Quando i rischi geopolitici rappresentavano la principale preoccupazione, trainando la domanda di beni rifugio e gli investimenti in ETF, il prezzo dell'oro ha toccato i massimi. Successivamente, quando i timori geopolitici si sono stabilizzati, poiché un intervento militare diretto da parte di soggetti terzi è stato finora scongiurato e le forze sul territorio hanno raggiunto un precario equilibrio, le politiche monetarie sono tornate il principale focus degli investitori in oro.

L'aggressivo tightening della Federal Reserve ha determinato un rafforzamento del dollaro, un aumento dei rendimenti dei Treasury e un rialzo dei tassi nominali e reali. Questi fattori hanno scoraggiato gli investimenti in oro e le posizioni detenute da ETF sono diminuite insieme alle quotazioni dell'oro, che il 16 maggio hanno toccato un minimo di 1.787 USD/oncia.

Riteniamo che i flussi degli ETF rimarranno il principale driver delle quotazioni dell'oro anche nel prossimo futuro, complice la positiva correlazione registrata sinora. Anche se le politiche monetarie restano sfavorevoli per i metalli preziosi, continuiamo a prevedere un possibile aumento del prezzo dell'oro nei prossimi mesi, trainato da un moderato incremento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da prezzi dell'energia elevati e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, nonché da una ripresa della domanda nel settore gioielleria in Cina e India.

Inoltre, le pressioni inflazionistiche potrebbero sostenere anche la domanda di lingotti e monete, mentre gli acquisti di oro da parte delle banche centrali dovrebbero acquisire nuovo slancio, grazie agli sforzi per diversificare le riserve ufficiali. In particolare, le banche centrali dei paesi emergenti potrebbero voler ridurre il peso degli asset in dollari americani presenti nelle loro riserve ufficiali per limitare la possibile minaccia di sanzioni occidentali all'economia.

Di conseguenza, nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di circa 1.900 dollari per il 3° trimestre 2022 e di 1.950 dollari per il 2023. Riteniamo appropriato un intervallo di prezzo di 1.780 - 1.980 dollari per l'oro nei prossimi trimestri, ma le nostre previsioni sono probabilmente esposte a rischi al ribasso. Infatti, le principali minacce per le nostre stime sono legate a un possibile rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese, a una stretta monetaria estremamente aggressiva da parte della Fed e a una domanda inferiore alle attese nel settore gioielleria in Cina, qualora le Autorità non dovessero riuscire a contenere la pandemia.

Argento

Nel nostro modello di base, prevediamo un prezzo medio per l'argento vicino a 22 dollari l'oncia per il 3° trimestre 2022 e una quotazione all'interno di un intervallo compreso tra 18 e 26 dollari per i trimestri successivi. Ipotizziamo un possibile aumento nel 2023, verso una media di 23 dollari.

Rispetto all'oro, l'argento dovrebbe evidenziare una maggiore volatilità, ma i due metalli probabilmente manterranno una forte correlazione positiva, fintantoché la domanda di argento fisico non subirà un aumento guidato dalla transizione verde. Infatti, il consumo di argento dovrebbe trarre vantaggio da promettenti applicazioni nei settori fotovoltaico e dell'idrogeno.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Platino e palladio

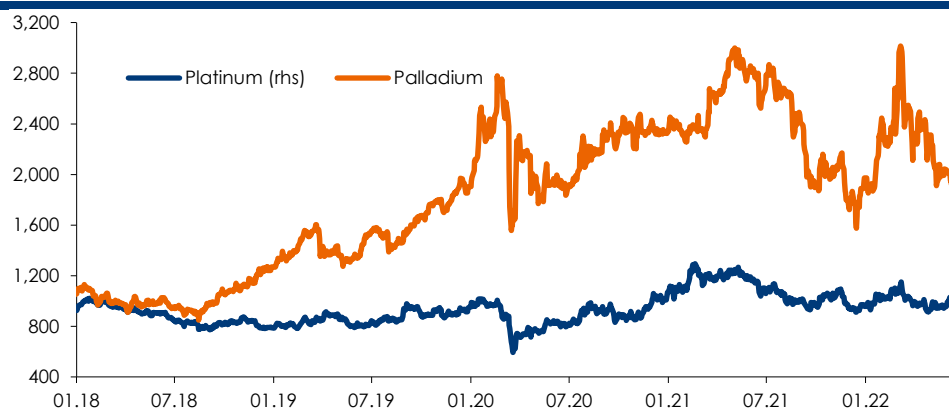
Le nostre previsioni sui metalli del gruppo del platino (PGM) sono strettamente connesse alle aspettative sulla produzione globale di veicoli nel settore automobilistico. Infatti, secondo le stime di Johnson Matthey, l'85% circa del consumo di palladio è destinato a marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori a benzina, mentre oltre il 30% del consumo di platino è destinato a marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori diesel.

Sfortunatamente, i principali timori nel comparto dei PGM si sono spostati da carenza di offerta a distruzione di domanda, poiché l'attesa ripresa della produzione di veicoli leggeri è stata ulteriormente posticipata a causa delle rigorose misure restrittive adottate in Cina per contenere l'epidemia e dell'impatto negativo della guerra in Ucraina. Di conseguenza, nonostante la permanente minaccia di un'interruzione delle forniture provenienti dalla Russia e i tagli alla produzione mineraria in Sudafrica, i mercati di platino e palladio potrebbero registrare un moderato surplus nel 2022.

A fronte del peggioramento dei fondamentali, i prezzi di entrambi i metalli hanno subito una diminuzione dopo i picchi registrati nelle prime settimane di guerra. Le nostre previsioni sui prezzi per i PGM presuppongono una domanda proveniente dal settore automobilistico ancora debole fino a quando gli sforzi della Cina per allentare le restrizioni e sostenere l'economia non si tradurranno in un evidente aumento della domanda finale. Per questo motivo, attualmente riteniamo che le quotazioni di entrambi i metalli potrebbero mantenersi vicine all'attuale intervallo per un periodo prolungato. Nel nostro scenario di base, per il 3° trimestre 2022 ipotizziamo un prezzo medio per il platino e il palladio rispettivamente di 1.020 dollari l'oncia e di 2.050 dollari l'oncia. Secondo le nostre previsioni, nel 2023 le quotazioni potrebbero crescere a un livello medio vicino a 1.065 dollari per il platino e 2.140 dollari per il palladio.

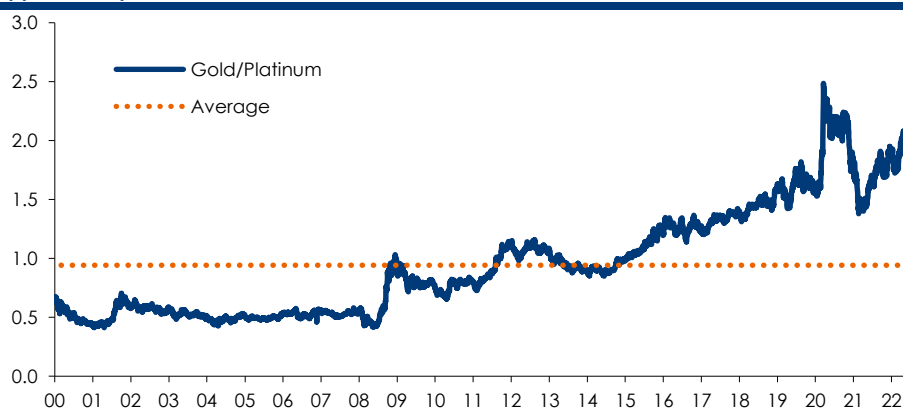
Più a lungo termine, il platino potrebbe sovraperformare il palladio, poiché la domanda potrebbe crescere più rapidamente grazie alle promettenti applicazioni nell'ambito della transizione verde in generale e nel settore dell'idrogeno in particolare. Per contro, la domanda di palladio sarà probabilmente limitata da sostituzione ed elettrificazione nel settore dei veicoli leggeri.

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/platino



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto platino/palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su metalli preziosi, in valuta di quotazione, scenario di base

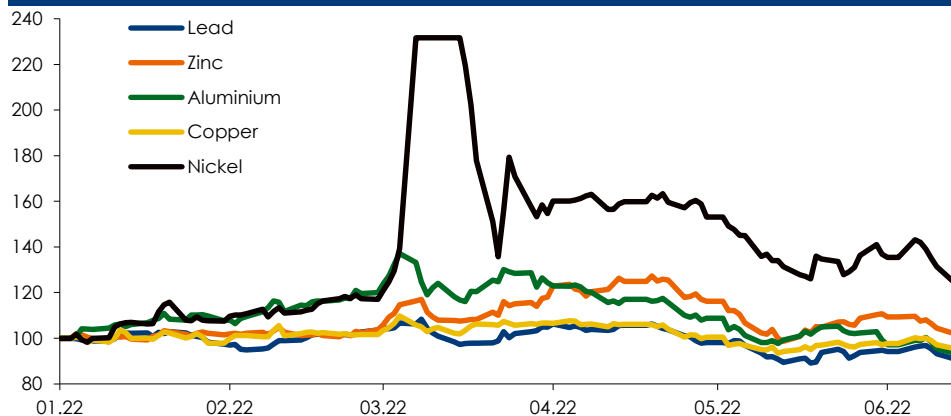
Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
LME GOLD (USD/oz)	1,900	1,925	1,950	1,895	1,950	1,925	1,900
LME SILVER (USD/oz)	22.0	22.5	23.0	22.9	23.0	22.6	22.4
LME PLATINUM (USD/oz)	1,020	1,040	1,050	1,022	1,065	1,100	1,150
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	CME	2,145	2,140	2,270	2,380

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: aspettando la Cina

Dopo una temporanea debolezza nei mesi estivi, dovuta al calo della domanda in Cina, al rafforzamento del dollaro americano e alla scarsa liquidità, i metalli industriali potrebbero recuperare il terreno perso se la domanda cinese tornasse a crescere e l'economia mondiale riuscisse a evitare una recessione. Infatti, i fondamentali tesi sarebbero coerenti con la ripresa del trend rialzista di lungo periodo dei prezzi dei metalli, data una domanda strutturalmente in crescita a fronte di una limitata offerta globale e inadeguati livelli di scorte.

Rendimenti da inizio anno dei principali metalli industriali (future LME a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A inizio 2022, il conflitto tra Russia e Ucraina ha rischiato di stravolgere i mercati dei metalli industriali e i flussi logistici, a fronte di una limitata offerta globale, estremamente bassi livelli delle scorte e ottime prospettive di consumi futuri.

Successivamente, i fondamentali dei metalli si sono indeboliti a seguito della più grave ondata di Covid che abbia colpito la Cina dal 2020 e dell'avvio del ciclo di rialzi da parte della Fed: le rigide misure di contenimento adottate dal governo cinese hanno eroso la domanda mondiale di materie prime, mentre il rafforzamento del dollaro americano ha contribuito a deprimere le quotazioni dei metalli.

Continuiamo a ritenere che, dopo una probabile correzione nei mesi estivi, i metalli industriali potrebbero riprendere il trend rialzista di lungo periodo se la domanda globale dovesse riacquisire slancio. Tuttavia, aumentano i rischi al ribasso: in Cina la ripresa economica potrebbe rivelarsi più debole e difficile del previsto; l'economia mondiale potrebbe entrare in recessione l'anno prossimo, a causa di una stretta monetaria eccessivamente aggressiva e dell'impatto negativo della guerra in Ucraina, e la transizione verde potrebbe stentare a decollare.

A fronte di queste prospettive incerte, fortemente dipendenti da fattori imprevedibili, come gli sviluppi della guerra in Ucraina e l'andamento della pandemia di Covid (in questo momento l'attenzione è rivolta a Cina e India, ma nuove ondate potrebbero interessare i Paesi occidentali, soprattutto a fine estate e in autunno), la volatilità resterà una caratteristica predominante sui mercati dei metalli industriali.

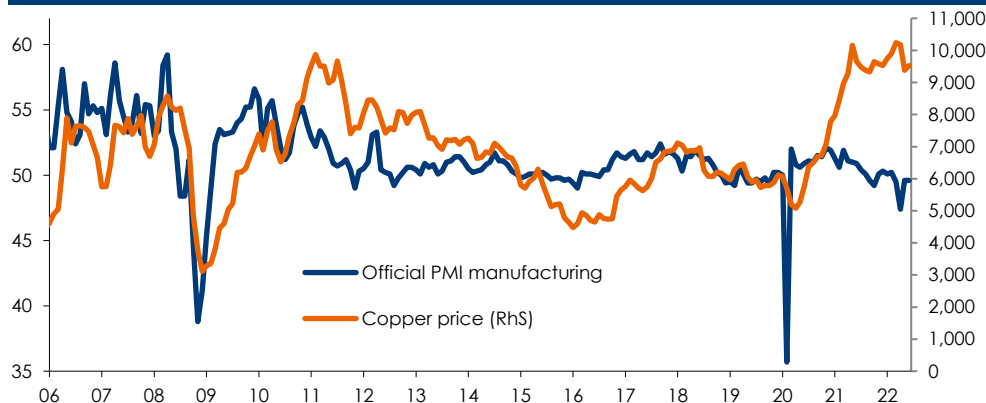
Per le previsioni e i target di prezzo, consideriamo come benchmark i contratti future a 3 mesi quotati sul LME per rame, alluminio, nickel, zinco e piombo.

Rame

Il livello delle scorte mondiali è molto basso e le frequenti interruzioni delle forniture destano timori sui futuri aumenti di produzione. Sfortunatamente, fino a quando la Cina resterà bloccata in una lunga serie di lockdown mirati, ma imprevedibili, difficilmente la domanda mondiale di rame potrà rivelarsi sufficientemente solida per spingere i prezzi al rialzo. Nel nostro scenario di base,

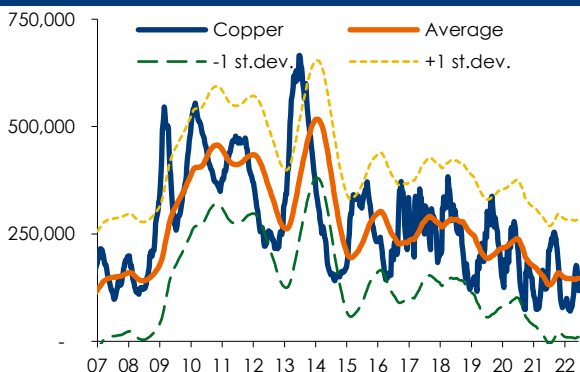
nonostante un probabile calo in estate, prevediamo prezzi del rame (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 9.700 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e un possibile ulteriore rialzo nei trimestri successivi, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 10.200 dollari nel 2023. Sottolineiamo che lo scenario peggiore, caratterizzato da una crescita cinese persistentemente debole e da un aumento dei rischi di recessione globale, implicherebbe una revisione al ribasso delle nostre previsioni e il rame scivolerebbe verso un supporto di 8.000 dollari.

Prezzo del rame, LME 3m (scala destra) e indice PMI manifatturiero cinese



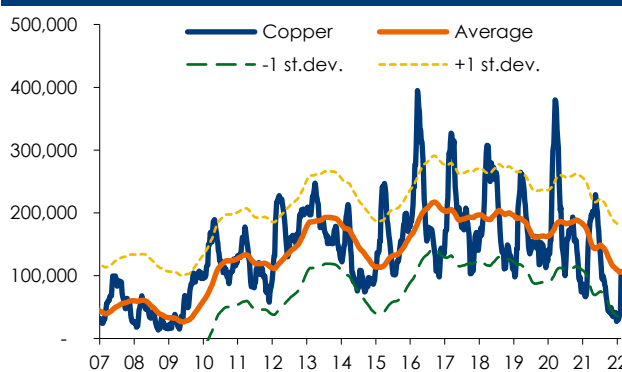
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



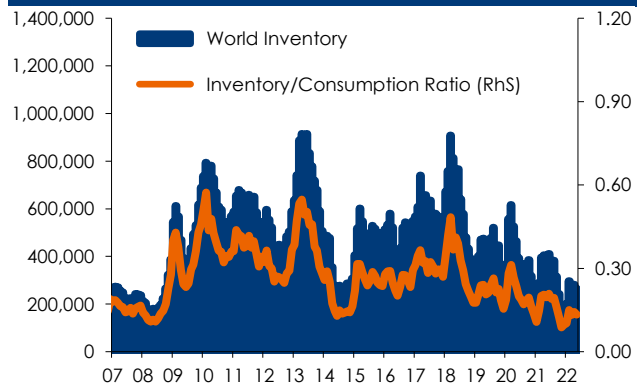
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

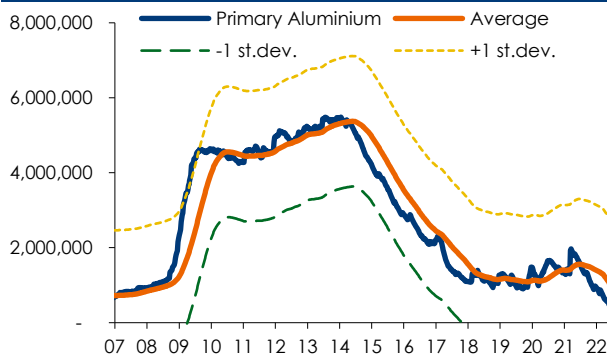


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio

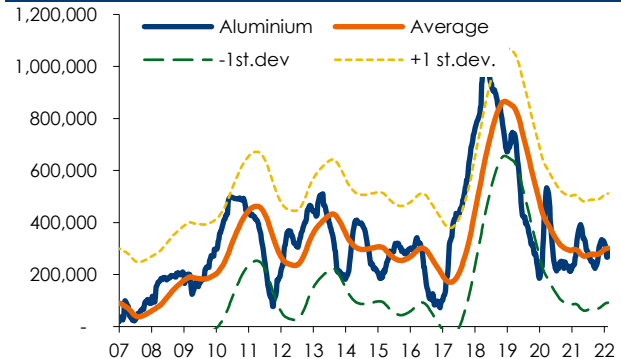
Nel nostro scenario di base, prevediamo prezzi dell'alluminio (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a una media di 2.780 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022. Il metallo potrebbe registrare un ulteriore aumento nei trimestri successivi, raggiungendo una media di 3.400 dollari nel 2023. Infatti, anche se l'attuale correzione di mercato potrebbe durare ancora alcune settimane e testare i supporti di 2.400 e 2.280 dollari, i prezzi dell'alluminio dovrebbero in parte recuperare il terreno perso grazie a costi di produzione elevati e offerta anelastica.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



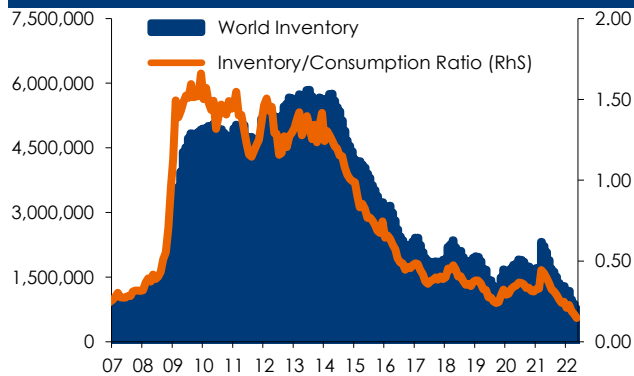
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

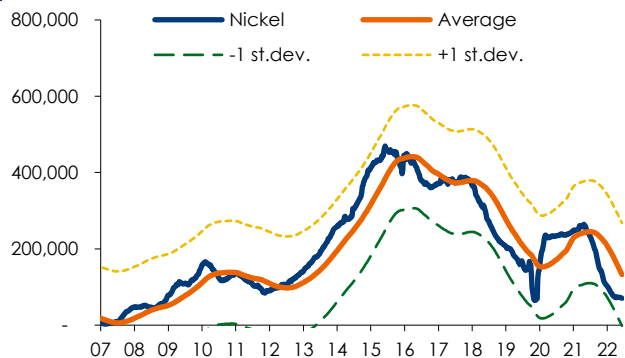


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nickel

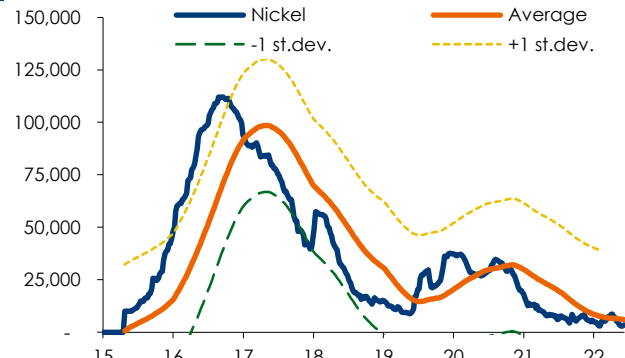
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del nickel intorno a un livello medio di 29.000 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e una discesa a 28.000 dollari nel 2023. Il mercato mondiale sta ancora attraversando un processo di adeguamento dopo lo short squeeze registrato a inizio marzo. Anche se i fondamentali sono favorevoli a lungo termine, i prezzi sono vulnerabili a ulteriori diminuzioni nel breve termine, a causa di uno scenario macroeconomico sfavorevole, caratterizzato dalla stretta monetaria globale e dalle chiusure in Cina.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



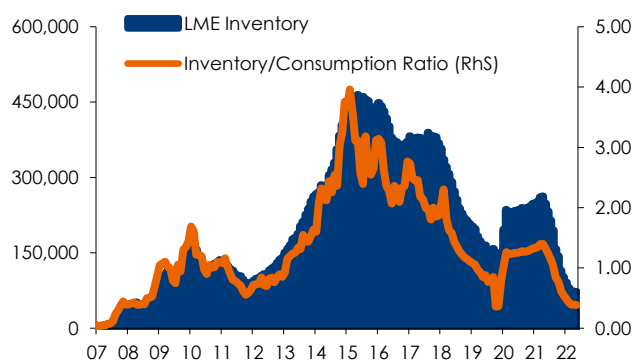
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

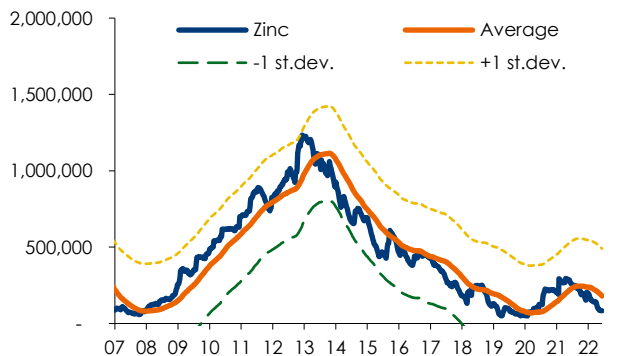


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco

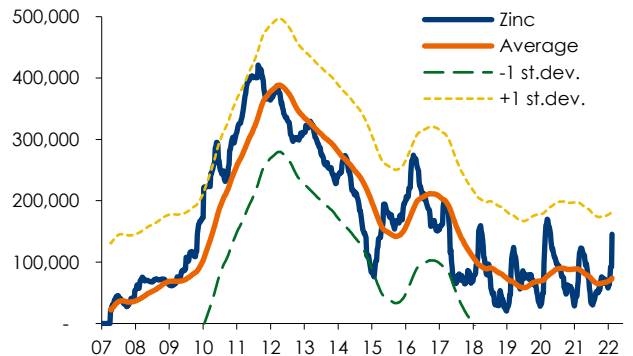
Nel nostro scenario di base, prevediamo prezzi dello zinco (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a una media di 3.865 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022. Ipotizziamo un possibile aumento nel 2023, verso una media di 4.225 dollari. Come l'alluminio, dopo la correzione estiva, le quotazioni dello zinco dovrebbero in parte recuperare il terreno perso, grazie a elevati costi di produzione e offerta limitata, dopo le riduzioni di capacità registrate nei trimestri scorsi.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



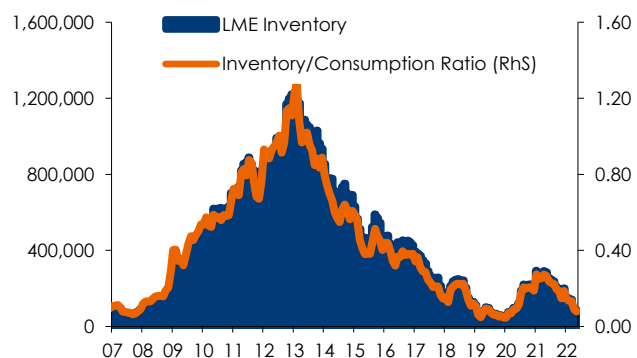
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

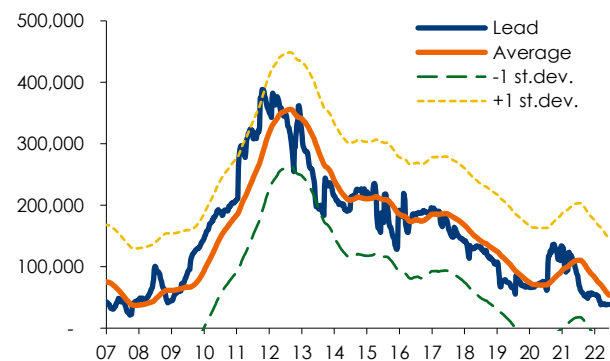


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo

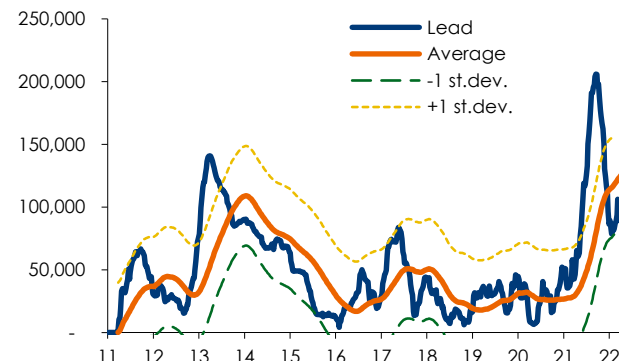
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del piombo (contratto a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.169 dollari dalla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e un possibile aumento a un livello medio di 2.325 dollari nel 2023. Dopo una temporanea debolezza, legata soprattutto alla stretta monetaria e alle misure restrittive adottate in Cina, il piombo dovrebbe seguire al rialzo gli altri metalli industriali in caso di rafforzamento della domanda globale.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



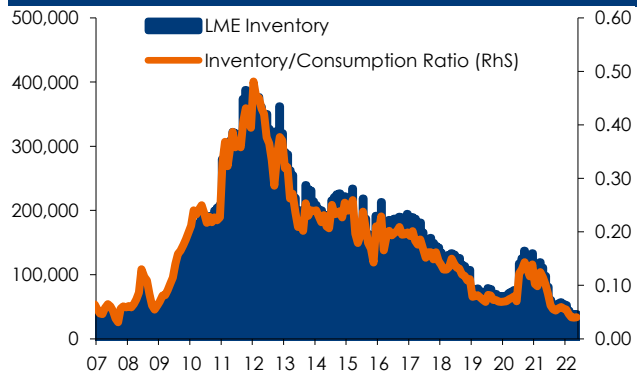
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Settore siderurgico

Rispetto ad altre materie prime, le quotazioni dell'acciaio sono meglio sostenute grazie a elevati costi dell'energia, rischi geopolitici che pesano su produzione russa e ucraina e rischi epidemiologici e politici che influiscono su produzione e domanda cinesi. Le misure protezionistiche continuano a distorcere i mercati regionali, gonfiando artificialmente la scarsità di alcuni prodotti.

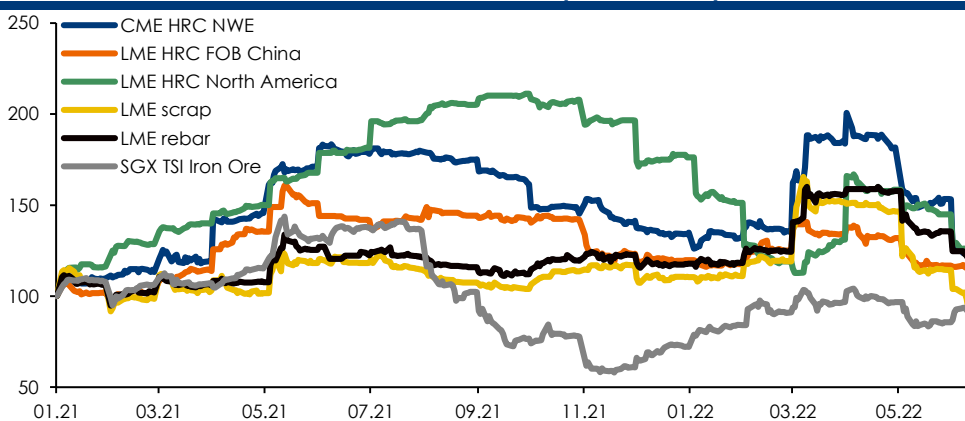
Pertanto, dopo un temporaneo calo nei mesi estivi, nel 4° trimestre 2022 e nel 2023 i prezzi dell'acciaio potrebbero ritornare su livelli in linea con la media del 1° semestre 2022. Il ferro potrebbe mantenersi oltre la media registrata da inizio anno a causa di mercati ancora tesi in Asia.

Infatti, considerando come riferimento per il ferro il contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato da The Steel Index, prevediamo una quotazione media vicina a 144 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e una possibile diminuzione nei trimestri successivi verso una media di 134 dollari nel 2023.

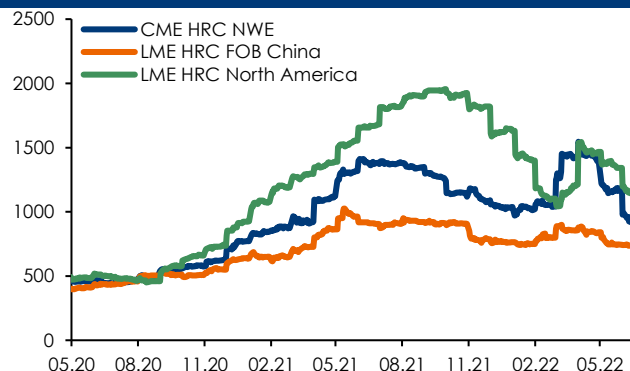
Considerando come riferimento per l'acciaio statunitense l'indice pubblicato da The Steel Index, calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano, prevediamo una quotazione media di 1.180 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e un possibile aumento verso una media di 1.300 dollari nel 2023.

Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i contratti quotati sul CME, basati sull'indice Argus per l'acciaio HRC in Europa nord-occidentale, e i contratti quotati sul LME per rottami (scrap) e tondini (rebar). Prevediamo una quotazione dell'acciaio HRC in Europa nord-occidentale intorno a un livello medio di 920 euro alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e un aumento verso una media di 990 euro nel 2023. I contratti LME per i tondini dovrebbero scambiare a un livello medio di 740 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e avvicinarsi a una media di 800 dollari nel 2023, mentre le quotazioni dei contratti LME per i rottami dovrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 440 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e potrebbero salire a una media di 490 dollari alla tonnellata nel 2023.

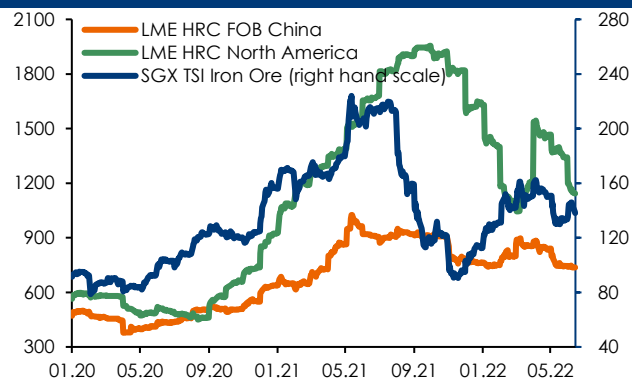
Rendimenti di selezionati contratti future su acciaio e ferro (Dic. 2020 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC in the U.S.A., in Cina ed Europa Nord Occidentale in USD/mt

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

HRC in the U.S.A., in Cina vs. prezzo del ferro in USD/mt

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su metalli industriali, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
LME COPPER 3M (USD/ton)	9,700	9,800	10,000	9,790	10,200	10,700	11,000
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,780	3,000	3,200	3,000	3,400	3,700	3,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	29,000	28,500	28,000	28,760	28,000	28,500	29,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,865	4,000	4,150	3,855	4,225	4,300	4,400
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,169	2,240	2,250	2,240	2,325	2,400	2,500
LME TIN 3M (USD/ton)	36,000	38,000	38,500	38,477	39,250	40,500	41,750
SGX IRON ORE (USD/ton)	144	140	137	141	134	128	125
TSI U.S. HRC STEEL (USD/ton)	1,180	1,200	1,260	1,217	1,300	1,360	1,370
CME HRC NWE (EUR/ton)	920	940	960	978	990	1,040	1,060
LME HRC FOB China (USD/ton)	740	750	750	770	750	765	775
LME REBAR (USD/ton)	740	800	800	782	800	810	825
LME SCRAP (USD/ton)	440	490	490	493	490	495	500

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Agricoli: il peggio non è passato

I prezzi delle merci agricole dovrebbero mantenersi elevati e volatili per molti trimestri, a causa di persistenti rischi di scarsità sui mercati fisici, incertezza sugli sviluppi del conflitto russo-ucraino e offerta anelastica, almeno a breve termine. Le crisi alimentare ed energetica e il conseguente peggioramento delle condizioni di vita in numerosi Paesi poveri potrebbero avere un impatto negativo sulla stabilità politica in molte regioni, causando manifestazioni di protesta e cambi di regime. Pertanto, i rischi geopolitici globali potrebbero intensificarsi nei prossimi trimestri.

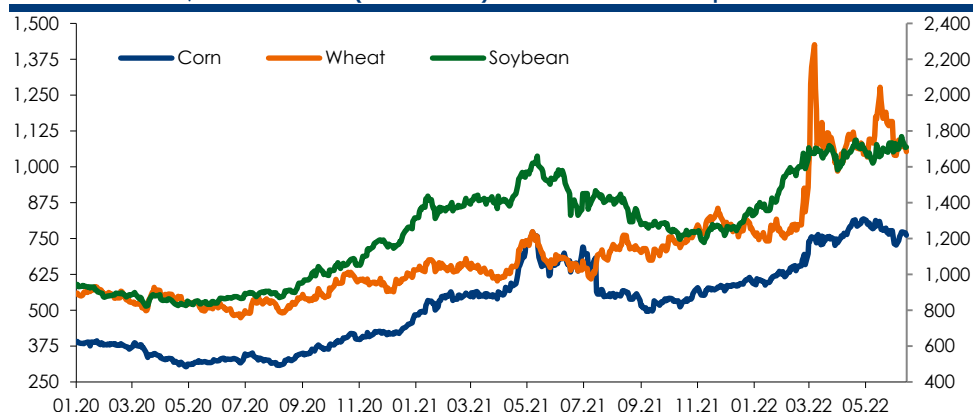
Le quotazioni di mercato di diverse materie prime agricole sono state trainate al rialzo dal rafforzamento dei fondamentali e da rischi geopolitici. Fra i vari fattori che hanno contribuito ad alimentare una preoccupante carenza di cereali e oli vegetali, sottolineiamo: una forte ripresa post-Covid della domanda mondiale e una deludente crescita dell'offerta; avverse condizioni meteorologiche e il fenomeno de La Niña che ha influito sull'andamento delle precipitazioni nel Pacifico; l'aumento dei prezzi di produzione, inclusi carburanti, fertilizzanti, prodotti chimici e costi di trasporto dovuti ai colli di bottiglia nel settore logistico; il conflitto in Ucraina, che ha provocato la chiusura dei porti del Paese. Inoltre, le misure protezionistiche adottate da alcuni Paesi esportatori per contenere l'inflazione domestica hanno innescato un circolo vizioso di elevati prezzi internazionali e ulteriori limitazioni alle esportazioni di merci agricole.

Secondo le nostre analisi, i prezzi delle materie prime agricole resteranno elevati per molti trimestri, a causa di persistenti rischi di scarsità sui mercati fisici, incertezza sugli sviluppi del conflitto russo-ucraino e offerta anelastica, almeno a breve termine.

Le conseguenze di prezzi di generi alimentari (ed energia) persistentemente elevati sono gravi: sarebbe più difficile per le banche centrali tenere sotto controllo l'inflazione e, di conseguenza, i tassi di interesse potrebbero aumentare più di quanto inizialmente previsto, mentre i rischi geopolitici potrebbero intensificarsi, poiché periodi prolungati di inflazione da materie prime sono spesso seguiti da instabilità politica, soprattutto nei Paesi importatori.

Infatti, a nostro avviso, la doppia crisi alimentare ed energetica e il conseguente peggioramento delle condizioni di vita in numerosi paesi Poveri potrebbero avere un impatto negativo sulla stabilità politica in molte regioni, causando manifestazioni di protesta e cambi di regime. Pertanto, nei prossimi trimestri i rischi geopolitici potrebbero intensificarsi, poiché i maggiori costi delle materie prime e la scarsità di beni alimentari ed energetici colpiscono più duramente le popolazioni dei mercati emergenti.

Consideriamo come riferimento i contratti future quotati sul Chicago Board of Trade per mais (CBOT Corn), frumento (CBOT Wheat) e soia (CBOT Soybean). Consideriamo come riferimento per il caffè i futures sul caffè Arabica quotati sul NYB-ICE Exchange e i futures sul caffè Robusta quotati sull'ICE Exchange. Consideriamo come riferimento per lo zucchero i futures Sugar n. 11 quotati sul NYB-ICE Exchange e White Sugar quotato sull'ICE Exchange. Consideriamo come riferimento per il cacao il future Cocoa quotato sull'ICE Exchange.

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Chicago Board of Trade

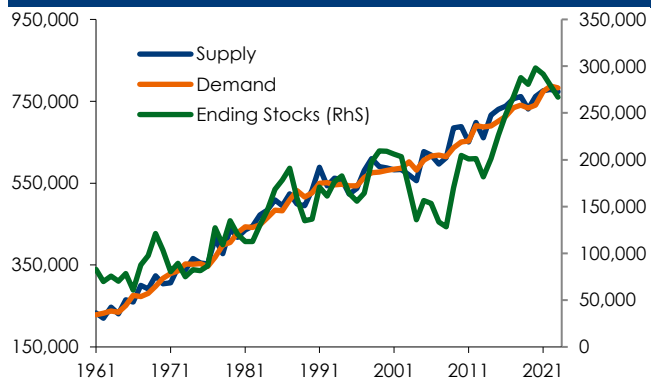
Frumento

Tra i principali cereali, i fondamentali del frumento hanno registrato il rafforzamento più rilevante negli scorsi trimestri, a seguito delle significative riduzioni delle forniture in importanti Paesi produttori: i raccolti di frumento in Russia e Ucraina non possono essere trasportati via mare a causa della chiusura dei porti ucraini e sono stati danneggiati dal conflitto e dalla mancanza di fertilizzanti; la produzione in Canada, Stati Uniti e Australia è stata colpita da una eccezionale siccità, in linea con lo sviluppo del fenomeno meteorologico de La Niña. A nostro avviso, il mercato è destinato a permanere teso anche nel 2023, poiché potrebbero servire fino a sei mesi per raggiungere un eventuale accordo sulla riapertura dei porti ucraini e difficilmente le esportazioni da questa fondamentale regione produttiva potranno tornare in tempi brevi ai livelli medi pre-conflitto.

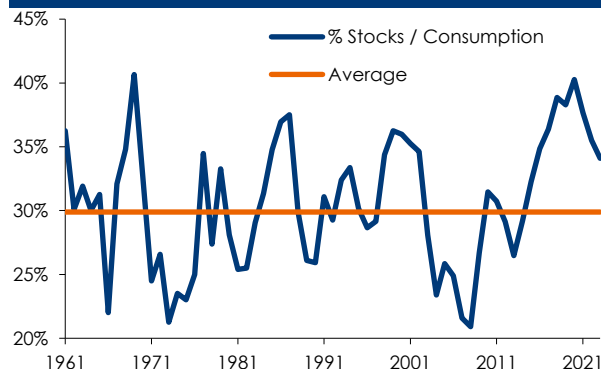
La nostra view è avvalorata da previsioni ufficiali. Il 10 giugno, lo U.S. Department of Agriculture (USDA) ha pubblicato il report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) contenente le stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato dei cereali e le prime stime sulla stagione 2022/23.

Secondo le stime contenute nel report WASDE di giugno, nella stagione 2022/23 la produzione e il consumo di frumento a livello mondiale potrebbero entrambi diminuire dello 0,7% a/a, attestandosi rispettivamente a 773,4 milioni di tonnellate e a 786,0 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 4,5% a/a, attestandosi a 266,9 milioni di tonnellate. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 34,0% nel 2022/23 dal 35,3% della stagione 2021/22.

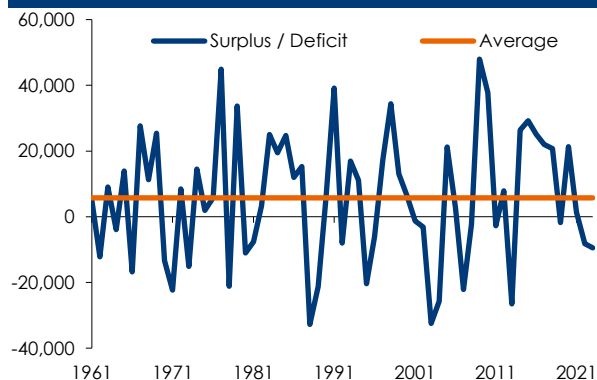
Nel nostro scenario di base, prevediamo una diminuzione senza precedenti delle forniture ucraine e russe e stimiamo un prezzo medio di 1.200 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2022. Le quotazioni del frumento dovrebbero diminuire soltanto nel 2° trimestre 2023 e l'anno prossimo potrebbero attestarsi in media a 1.170 centesimi di dollaro.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

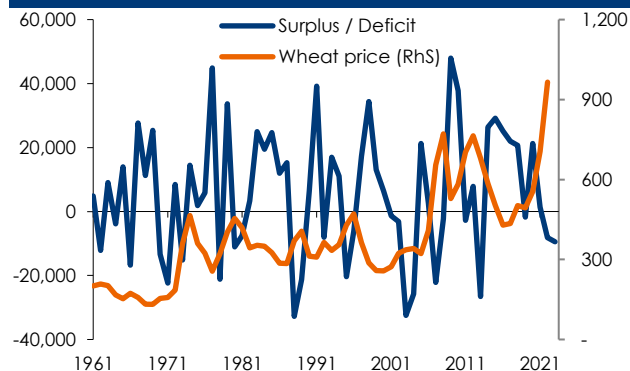
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

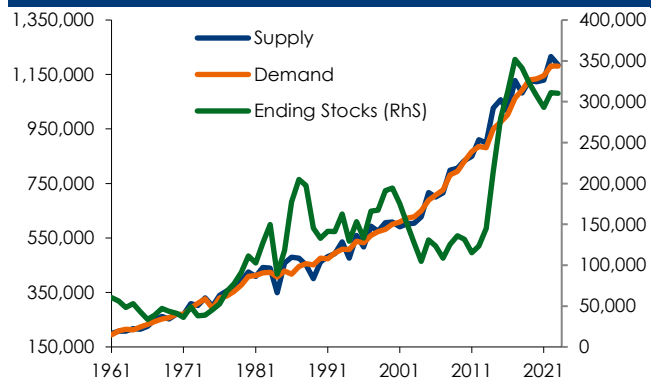
Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

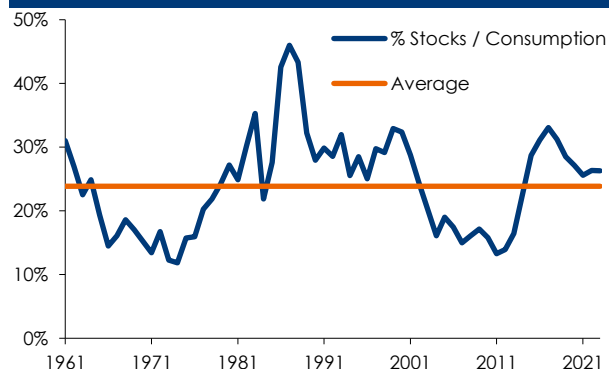
Mais

Secondo le previsioni contenute nel report WASDE di giugno, il mercato mondiale del mais resterà in surplus per il secondo anno consecutivo nella stagione 2022/23, ma l'eccesso di offerta dovrebbe ridursi rispetto alla stagione 2021/22. Infatti, la produzione mondiale di mais dovrebbe diminuire del 2,5% a/a nel 2022/23 a 1.185,8 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale dovrebbe diminuire dell'1,0% a/a, attestandosi a 1.186,3 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire dello 0,2% a/a, attestandosi a 310,5 milioni di tonnellate, mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 26,2% dal 25,9% nella stagione precedente.

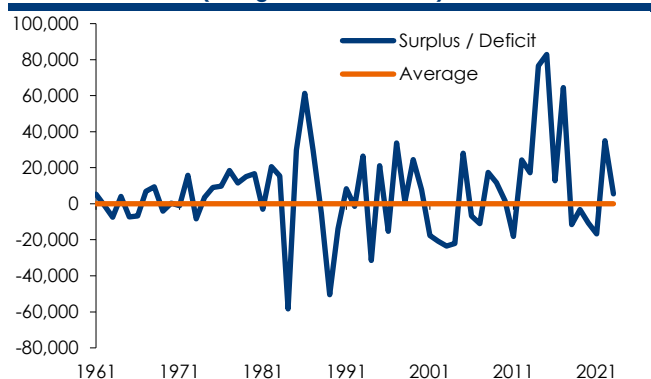
Stimiamo un prezzo medio di 790 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2022 e una media di 740 centesimi per il 2023. A nostro avviso, le quotazioni del mais sono ben supportate dalla carenza di offerta sui mercati del frumento e dagli elevati prezzi dei carburanti, poiché l'etanolo prodotto dal mais viene spesso considerato come conveniente sostituto quando il prezzo del petrolio si avvicina a livelli così elevati. Inoltre, da inizio anno le condizioni di coltivazione in Nord e Sud America si sono rivelate meno favorevoli del previsto. Di conseguenza, potremmo attenderci revisioni al ribasso delle stime di produzione mondiale di mais.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

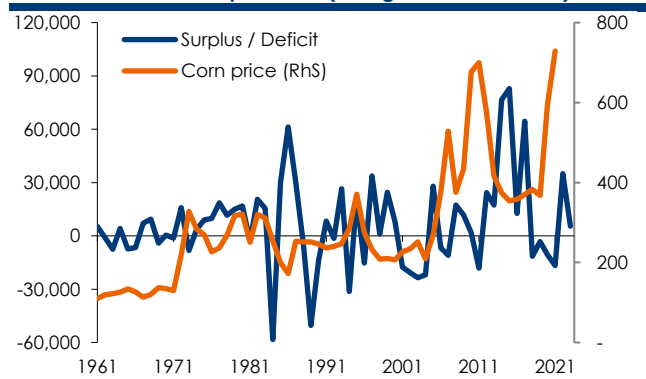
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

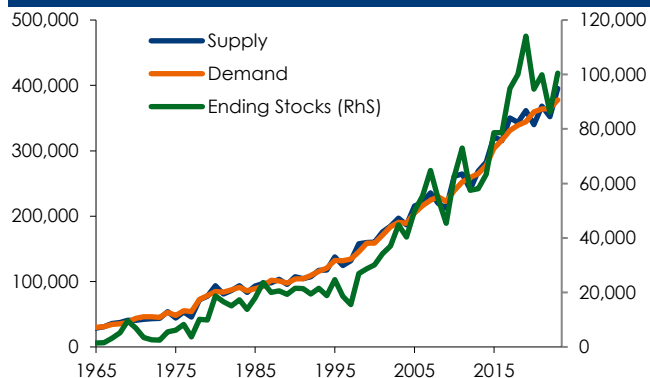
Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

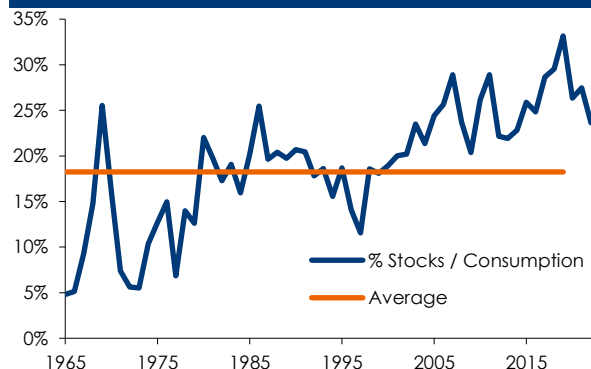
Semi di soia

Secondo le stime dell'USDA contenute nel report di giugno, il mercato della soia dovrebbe tornare a registrare un surplus nella stagione 2022/23, dopo il deficit della stagione 2021/22. La produzione mondiale potrebbe infatti aumentare del 12,3% a/a, attestandosi a 395,4 milioni di tonnellate, toccando un nuovo massimo storico. Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 3,6% a/a, raggiungendo 377,9 milioni di tonnellate, anche in questo caso un nuovo massimo storico. Di conseguenza, nella stagione 2022/23 le scorte mondiali dovrebbero aumentare del 16,6% a/a, attestandosi a 100,5 milioni di tonnellate, un nuovo massimo. Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe rimanere pressoché stabile al 24,7%.

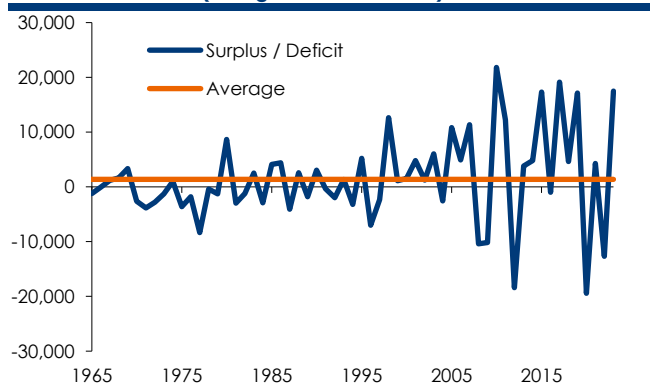
Tenendo conto dell'impatto negativo di condizioni meteorologiche, guerra in Ucraina, misure protezionistiche in alcuni paesi produttori e mercati degli oli vegetali estremamente tesi, che alimentano la domanda di soia per macinazione, stimiamo un prezzo medio per la soia di 1.700 centesimi di dollaro per bushel per il 3° trimestre 2022 e un prezzo medio di 1.525 centesimi di dollaro per il 2023.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

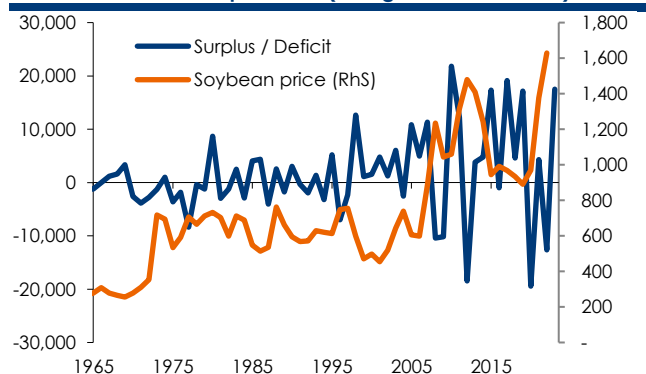
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Caffè

Secondo le stime contenute nel Coffee Market Report di maggio pubblicato dall'International Coffee Organization (ICO), il mercato mondiale del caffè registrerà un deficit di circa 3,1 milioni di sacchi nella stagione 2021/22, rispetto al surplus di quasi 6,0 milioni di sacchi nella stagione 2020/21, a causa di condizioni meteorologiche avverse e bassa produttività in Brasile. Infatti, la stagione 2021/22 è stata caratterizzata da scarsi raccolti per le piantagioni di Arabica in Brasile, poiché gli arbusti sono entrati nell'anno meno prolifico del ciclo biennale di produzione ("off-year"), causando quindi una sensibile diminuzione della produzione domestica di caffè rispetto alla stagione precedente.

Per il 2021/22 la produzione mondiale è stimata a 167,2 milioni di sacchi (-2,1% a/a). La produzione di Arabica è diminuita del 7,1% a/a a 94,0 milioni di sacchi, mentre la produzione di Robusta è aumentata del 5,1% a/a a 73,2 milioni di sacchi. La domanda globale dovrebbe attestarsi a 170,3 milioni di sacchi (+3,3% a/a) per la stagione 2021/22. Tutte le principali regioni consumatrici hanno incrementato il consumo, trainate da Nord America (+5,4% a/a) ed Europa (+4,3% a/a).

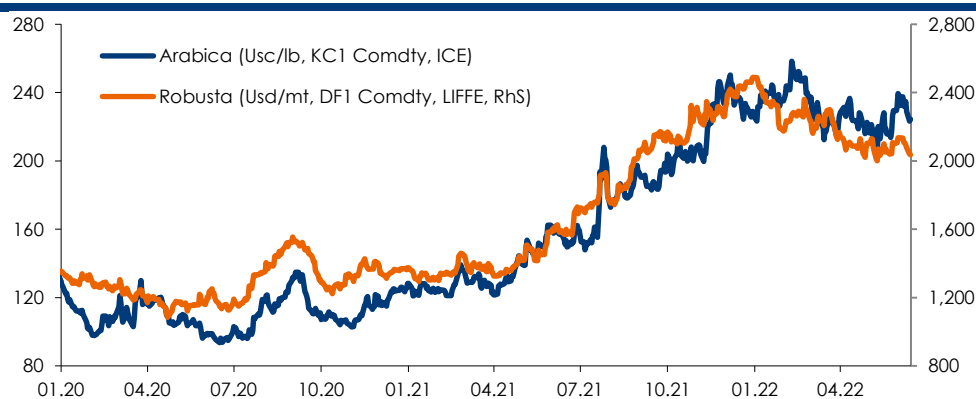
Nel periodo aprile 2021 - aprile 2022 le esportazioni totali sono aumentate dello 0,6% a/a a 78,0 milioni di sacchi, seppur con differenze significative tra Arabica e Robusta. Infatti, le esportazioni di Arabica sono diminuite del 4,0% a/a, a causa dell'offerta limitata nei principali Paesi esportatori, mentre quelle di Robusta sono aumentate del 9,2% a/a nello stesso periodo. Ad aprile 2022 le esportazioni totali sono diminuite del 2,8% a/a, con un calo del 7,3% a/a per l'Arabica e di un aumento del 5,7% a/a per la Robusta.

Non sono state ancora pubblicate stime ufficiali per la stagione 2022/23. Tuttavia, l'offerta globale dovrebbe registrare una ripresa, trainata dal Brasile, poiché la nuova stagione sarà caratterizzata da raccolti abbondanti ("on-year") per le piante di Arabica nel ciclo biennale di produzione in Brasile e, di conseguenza, la produzione domestica dovrebbe aumentare sensibilmente rispetto alla stagione precedente.

In particolare, a maggio la Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) ha aggiornato le stime ufficiali sul raccolto di caffè brasiliano e, secondo gli attuali dati, la produzione totale di caffè in Brasile potrebbe aumentare del 12,0% a/a a 53,4 milioni di sacchi nella stagione 2022/23, a fronte di una precedente stima di circa 55,7 milioni di sacchi pubblicata in gennaio. Secondo la CONAB, la produzione totale brasiliana di Arabica potrebbe aumentare del 13,7% a/a a 35,71 milioni di sacchi, a fronte di una precedente stima di 38,8 milioni di sacchi. La produzione totale di Robusta in Brasile potrebbe aumentare del +8,8% a/a a 17,7 milioni di sacchi, contro una precedente stima di 17,0 milioni di sacchi.

Di conseguenza, il deficit di mercato sarà probabilmente più contenuto rispetto alla stagione precedente; tuttavia, permangono rischi al ribasso sul raccolto dovuti a condizioni meteorologiche avverse, scarsità di fertilizzanti ed elevati prezzi dei carburanti. Per il 3° trimestre 2022 stimiamo un prezzo medio per l'Arabica vicino a 215 centesimi di dollaro e un prezzo medio per la Robusta di 2.000 centesimi di dollaro. Successivamente, l'anno prossimo le quotazioni dovrebbero diminuire a una media di 195 centesimi di dollaro per l'Arabica e di 1.850 centesimi di dollaro per la Robusta a fronte delle aspettative di raccolti migliori.

Prezzi del caffè



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

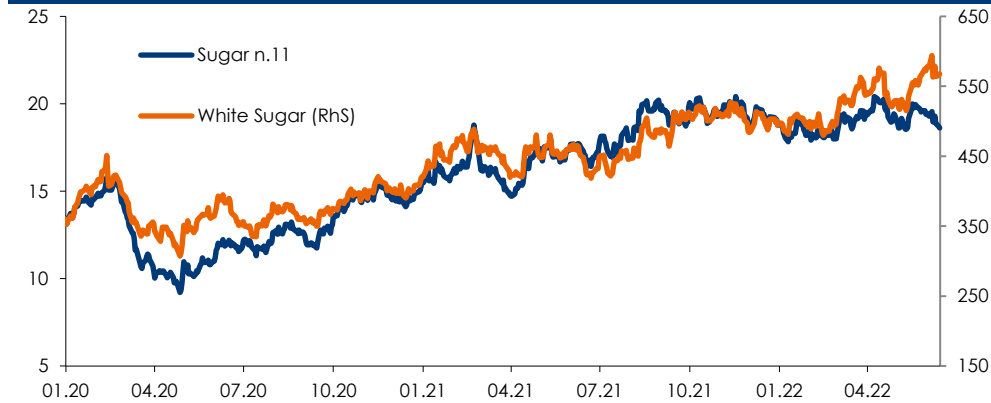
Zucchero

Secondo le ultime stime pubblicate a maggio dall'International Sugar Organization (ISO), nel 2021/22 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe tornare in moderato surplus, con un eccesso di offerta di circa 237 mila tonnellate. Tale dato rappresenta una significativa revisione delle stime ufficiali, poiché a febbraio l'ISO aveva previsto un ampio deficit di 1,9 milioni di tonnellate. Le stime di produzione globale sono state riviste al rialzo di 3,5 milioni di tonnellate a 174,0 milioni di tonnellate, mentre le previsioni di consumo globale sono state riviste al rialzo di soli 1,4 milioni di tonnellate a 173,8 milioni di tonnellate. Inoltre, nella prossima stagione il surplus di mercato è destinato ad ampliarsi. Infatti, secondo le stime dell'ISO, il surplus dovrebbe aumentare a 2,8 milioni di tonnellate nel 2022/23, con una produzione globale di circa 177,4 milioni di tonnellate e un consumo globale di 174,6 milioni di tonnellate.

Secondo le nostre attuali stime, nel 3° trimestre 2022 il prezzo dello zucchero dovrebbe attestarsi a un livello medio di circa 19,9 dollari per i future Sugar n. 11 e di 545 dollari per i future White

Sugar. Nel 2023 le quotazioni dello zucchero potrebbero diminuire verso una media di 19 dollari per i future Sugar n. 11 e di 515 dollari per i future White Sugar, una prospettiva negativa in linea con l'indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e l'attesa diminuzione dei prezzi del petrolio.

Prezzi dello zucchero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

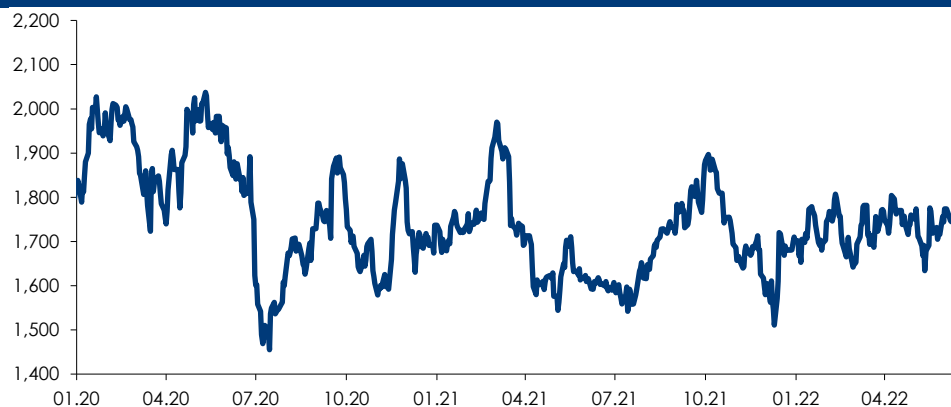
Cacao

Secondo le ultime stime pubblicate dall'International Cocoa Organization (ICO) a inizio giugno, nel 2021/22 il mercato mondiale del cacao dovrebbe registrare un deficit di circa 174 mila tonnellate, rispetto a una precedente stima di un più ampio deficit di 181 mila tonnellate.

Il deficit più contenuto è dovuto principalmente alle revisioni al ribasso delle stime sui consumi, con una crescita dell'attività di macinazione globale probabilmente inferiore rispetto alle precedenti previsioni (circa 5,05 milioni di tonnellate), mentre l'Agenzia continua a prevedere una diminuzione della produzione africana. Le scorte finali dovrebbero diminuire meno rispetto a quanto precedentemente previsto, a 1,75 milioni di tonnellate. Quest'anno il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 34,6% dal 38,9% della stagione precedente (contro il 34,3% precedentemente stimato), indicando ancora un mercato mondiale complessivamente ben fornito.

Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni medie per il cacao intorno a un livello di 1.720 dollari nel 3° trimestre 2022 e di 1.680 dollari nel 2023. A nostro avviso, la domanda mondiale potrebbe rivelarsi addirittura più debole di quanto attualmente previsto, soprattutto in Europa, a causa del doppio impatto negativo della guerra in Ucraina e della crisi energetica.

Prezzi del cacao



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su merci agricole, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
CBOT CORN (USc/bu)	790	770	760	755	740	670	620
CBOT WHEAT (USc/bu)	1,200	1,200	1,200	1,100	1,170	1,100	1,000
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,700	1,650	1,600	1,650	1,525	1,400	1,360
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	140	130	125	133	120	115	110
ICE SUGAR (USD/ton)	545	540	530	535	515	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	19.9	19.8	19.5	19.6	19.0	18.0	17.0
MDE PALM OIL (MYR/ton)	6,500	6,300	6,100	6,455	5,900	5,500	5,300
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	215	210	200	220	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,000	1,950	1,910	2,070	1,850	1,700	1,600
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,450	2,450	2,450	2,500	2,450	2,400	2,350
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,720	1,700	1,690	1,724	1,680	1,650	1,620
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	430	490	460	453	460	440	420
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	81.0	80.0	78.0	77.8	75.0	70.0	65.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

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

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

Comunicazioni specifiche

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

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo.

Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di

prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)

62036

sergio.capaldi@intesasanpaolo.com

Chiara Manenti (Rates)

62107

chiara.manenti@intesasanpaolo.com

Federica Migliardi (Rates)

62102

federica.migliardi@intesasanpaolo.com

Asmara Jamaleh (FX)

62111

asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com

Daniela Corsini (Commodities)

62149

daniela.corsini@intesasanpaolo.com