

Focus

Materie prime: rischi di recessione

Negli ultimi mesi del 2022, potrebbero persistere pressioni al ribasso su gran parte delle materie prime, alimentate da rallentamento economico, inflazione, politiche monetarie restrittive e dollaro forte. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, dati i rischi geopolitici e la scarsità sui mercati fisici. Nel corso del prossimo anno, il quadro macroeconomico potrebbe diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Infatti, quando si affievoliranno le preoccupazioni per i rischi di recessione, gli operatori di mercato potrebbero rapidamente spostare la loro attenzione su mercati fisici sempre più tesi, soprattutto per i metalli non ferrosi.

Petrolio: l'OPEC+ combatte il rischio di surplus

I fondamentali del petrolio potrebbero indebolirsi a fronte dei rischi recessivi, ma i membri dell'OPEC+ cercano di preservare prezzi e stabilità del mercato.

Mercati energetici: il Generale inverno è il miglior alleato della Russia

I prezzi record dell'energia sono stati determinati da una scarsità globale di gas naturale, amplificata da rischi geopolitici senza precedenti. In Europa, i livelli di stoccaggio sono ora superiori alla media e il continente è in una posizione più forte per affrontare i mesi invernali. Tuttavia, la sicurezza energetica potrebbe essere a rischio nel caso di un'improvvisa interruzione dei flussi russi e di un inverno rigido.

Metalli preziosi: le politiche monetarie spingono l'oro

Il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale e una persistente inflazione potrebbe giustificare ulteriori significativi aumenti dei tassi di interesse.

Metalli industriali: verso un rallentamento globale

A fronte dell'attuale quadro geopolitico e delle prospettive macroeconomiche, le quotazioni dei metalli industriali dovrebbero registrare una diminuzione nel corso dei prossimi mesi, probabilmente fino al 2° trimestre 2023. Successivamente, i prezzi potrebbero riprendere un trend rialzista di lungo periodo, trainati da una domanda strutturalmente in crescita, una limitata offerta globale e bassi livelli di scorte.

Battery metals: il futuro sta arrivando

Litio e cobalto sono tra i più importanti metalli per batterie, fondamentali per la transizione energetica dato il loro utilizzo nei veicoli elettrici. Considerando il forte aumento della domanda mondiale, è necessario un significativo incremento degli investimenti in capacità di estrazione e raffinazione per evitare futuri colli di bottiglia, soprattutto in Europa e Nord America.

Agricoli: La Niña triple dip

I prezzi della maggior parte delle merci agricole sono destinati a rimanere elevati rispetto alle medie storiche, anche se la recente correzione dovrebbe proseguire a fronte di un contesto macroeconomico coerente con una minore propensione per gli asset ciclici. Segnaliamo che le nostre previsioni sono esposte a rischi al rialzo dati i rischi meteorologici e geopolitici.

Ottobre 2022

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX & Commodities
Research

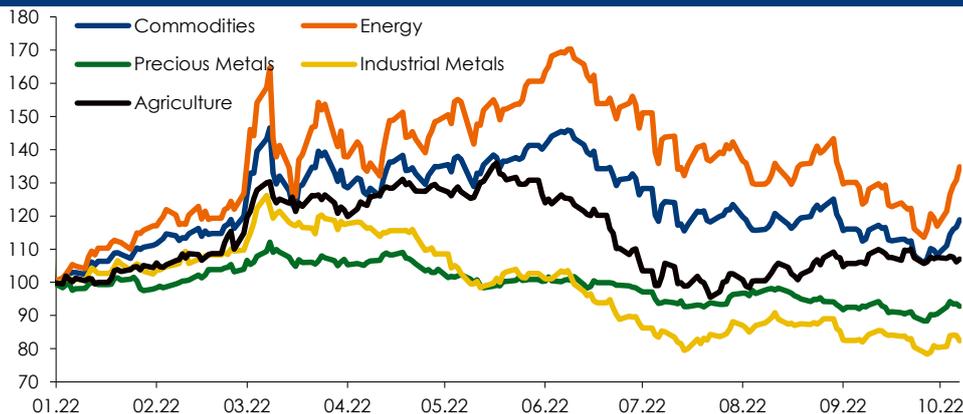
Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

Materie prime: rischi di recessione

Negli ultimi mesi del 2022, potrebbero persistere pressioni al ribasso su gran parte delle materie prime, alimentate da rallentamento economico, inflazione, politiche monetarie restrittive e dollaro forte. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, dati i rischi geopolitici e la scarsità sui mercati fisici. Nel corso del prossimo anno, il quadro macroeconomico potrebbe diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Infatti, quando si affievoliranno le preoccupazioni per i rischi di recessione, gli operatori di mercato dovrebbero rapidamente spostare la loro attenzione su mercati fisici sempre più tesi, soprattutto per i metalli non ferrosi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'estate del 2022, le quotazioni della maggior parte delle materie prime sono diminuite a causa di un significativo deterioramento del ciclo macroeconomico. Infatti, i prezzi di greggio, metalli industriali, preziosi e merci agricole sono scesi dai picchi registrati dopo l'invasione russa dell'Ucraina perché le preoccupazioni degli operatori di mercato si sono spostate dalla scarsità di offerta ai rischi di recessione.

Nella maggior parte dei Paesi sviluppati, le pressioni inflazionistiche causate dall'impennata dei prezzi dell'energia sono salite ai massimi da vari decenni, costringendo le principali banche centrali a intervenire ed attuare un aggressivo *tightening* di politica monetaria.

In tale contesto, prezzi dell'energia persistentemente alti, accompagnati da un consistente incremento dei tassi di interesse, aumentano il rischio di un forte rallentamento economico o di una recessione nella maggior parte dei Paesi consumatori di materie prime. Ovviamente, ciò porta a rivedere al ribasso le stime sulla domanda globale di materie prime ed esercita pressioni negative sulla maggior parte dei prezzi delle commodity.

In aggiunta, poiché la Federal Reserve sta guidando la stretta monetaria globale, il dollaro americano si è notevolmente apprezzato negli ultimi mesi e la correlazione tradizionalmente negativa tra valuta statunitense e prezzi delle materie prime ha innescato correzioni delle quotazioni di molte commodity, particolarmente rilevanti per i metalli preziosi.

Inoltre, negli ultimi mesi anche la domanda di materie prime da parte della Cina si è rivelata più debole del previsto a causa di tre fattori principali:

- la politica Covid Zero ha portato a nuovi *lockdown*, seppur più mirati, e a restrizioni di movimento in diverse aree;
- condizioni meteorologiche avverse, tra cui siccità e inondazioni senza precedenti, hanno rallentato la produzione manifatturiera in tutto il Paese;

- la crisi del settore immobiliare cinese si è aggravata, spingendo i cittadini a boicottare i pagamenti dei mutui e le autorità ad intervenire per evitare insolvenze e riavviare i progetti sospesi.

Previsioni di base: cosa ci aspettiamo per il 4° trimestre 2022 e per il 2023?

Nei restanti mesi del 2022, la maggior parte delle materie prime cicliche dovrebbe subire pressioni al ribasso, alimentate dal rallentamento dell'economia globale, da un picco dell'inflazione, da una stretta monetaria aggressiva e da un forte dollaro statunitense. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, perché la scarsità sui mercati fisici e i rischi geopolitici rimarranno probabilmente così gravi che i prezzi potrebbero facilmente balzare a nuovi massimi storici in caso di avverse condizioni meteorologiche o di ulteriori interruzioni dell'offerta.

In seguito, il quadro macroeconomico potrebbe migliorare nel corso del prossimo anno e diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Nel 2023, infatti, la maggior parte delle economie dovrebbe riprendere un percorso positivo di crescita economica, l'inflazione dovrebbe diminuire rispetto al picco del 2022, il dollaro americano potrebbe indebolirsi e nella prima metà dell'anno le principali banche centrali, tra cui la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea, potrebbero passare da un'aggressiva politica monetaria restrittiva alla stabilizzazione dei tassi di interesse, anche se questi ultimi rimarranno elevati. Un nuovo ciclo di allentamento delle politiche monetarie potrebbe iniziare ad essere incorporato nelle aspettative degli operatori di mercato nel 2° semestre 2023 e poi attuato nel 2024.

In Cina, gli sforzi delle autorità volti a stimolare l'economia e a rilanciare il settore immobiliare potrebbero sostenere la produzione industriale e la domanda di materie prime. Si spera che l'affievolirsi delle preoccupazioni relative all'epidemia di coronavirus possa favorire ulteriormente i consumi grazie alla rimozione delle restrizioni ai viaggi.

Pertanto, da un lato dell'equazione domanda-offerta, il consumo globale di materie prime cicliche (metalli industriali, elettricità e combustibili fossili) potrebbe rivelarsi robusto. Dall'altro lato dell'equazione, la produzione mondiale di diverse materie prime è limitata nel breve termine dopo anni di bassi investimenti.

Secondo le nostre stime, quando le preoccupazioni per i rischi di recessione si affievoliranno, gli operatori di mercato potrebbero spostare rapidamente la loro attenzione sulla veloce diminuzione delle scorte, soprattutto per i metalli non ferrosi, la cui domanda dovrebbe crescere rapidamente, trainata dalla transizione energetica. Pertanto, il prezzo dei **battery metals** (ovvero i metalli impiegati nella costruzione di batterie elettriche) e della maggior parte dei **metalli industriali** potrebbe aumentare velocemente nella seconda metà del 2023 e nel 2024, grazie all'attesa accelerazione di trend strutturali, quali elettrificazione e decarbonizzazione, e ai relativi investimenti per espandere la produzione di energia rinnovabile e l'industria dell'idrogeno, migliorare le interconnessioni tra i sistemi energetici e sviluppare le reti elettriche.

Come i metalli industriali, anche i **metalli preziosi** potrebbero perdere ulteriore terreno nei prossimi mesi a causa del rafforzamento del dollaro statunitense e dei deflussi dagli ETF aventi oro come sottostante, dovuti all'aumento del costo-opportunità di detenere attività non fruttifere durante una stretta monetaria aggressiva. Tuttavia, i rischi geopolitici, la domanda di coperture contro l'inflazione e gli sforzi delle banche centrali dei Paesi emergenti per dedollarizzare e diversificare le proprie riserve potrebbero fornire un sostegno ai prezzi dei metalli preziosi nel 2023.

I prezzi **del greggio e dei prodotti petroliferi** potrebbero rimanere ben sostenuti grazie alla posizione proattiva dell'OPEC+ e al progressivo declino delle forniture russe, soprattutto se sanzioni e divieti commerciali proposti dall'Occidente saranno efficacemente applicati. I premi per il rischio geopolitico potrebbero aumentare ulteriormente se l'elevata inflazione e la scarsa

sicurezza delle forniture di derrate alimentari minacciassero la stabilità politica di importanti Paesi produttori di petrolio, soprattutto in Medio Oriente. Inoltre, la prevista transizione energetica e l'inasprimento degli standard ESG dovrebbero scoraggiare nuovi investimenti in capacità di estrazione di combustibili fossili. Ciò dovrebbe aumentare il rischio che si verifichino frequenti deficit di greggio nel prossimo decennio, ma anche accelerare gli investimenti nella transizione verde.

I prezzi di **gas naturale ed elettricità in Europa** sono meno influenzati dal quadro macroeconomico globale e per lo più guidati da un deficit significativo sui mercati fisici a fronte di rischi geopolitici senza precedenti. Ovviamente, l'andamento dei prezzi dipende strettamente dall'esito della guerra in Ucraina e dalle sanzioni e contro-sanzioni applicate dai Paesi occidentali e dalla Russia. Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che lo status quo persisterà nei prossimi anni: i volumi estremamente bassi di esportazioni russe verso l'Europa si ridurranno ulteriormente e l'Europa continuerà a sostituire i flussi dei gasdotti russi con le forniture di GNL dagli Stati Uniti. Tuttavia, Commissione Europea e Stati membri stanno impegnandosi per limitare l'impatto negativo della crisi energetica, ridurre i consumi di gas e di energia e ripristinare il corretto funzionamento dei mercati energetici. Pertanto, prevediamo che, dopo nuovi possibili picchi in inverno, i prezzi potrebbero moderarsi nel 2023.

Nel 3° trimestre, i prezzi della maggior parte dei **prodotti agricoli** sono diminuiti grazie a un allentamento dei problemi di approvvigionamento. Purtroppo, nei prossimi mesi sono però destinate a persistere varie condizioni avverse, fra le quali sottolineiamo gli elevati prezzi di energia e fertilizzanti, l'estensione per il terzo anno consecutivo del fenomeno meteorologico de La Niña e le ormai strutturali minacce relative a cambiamento climatico e anomalie meteorologiche.

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



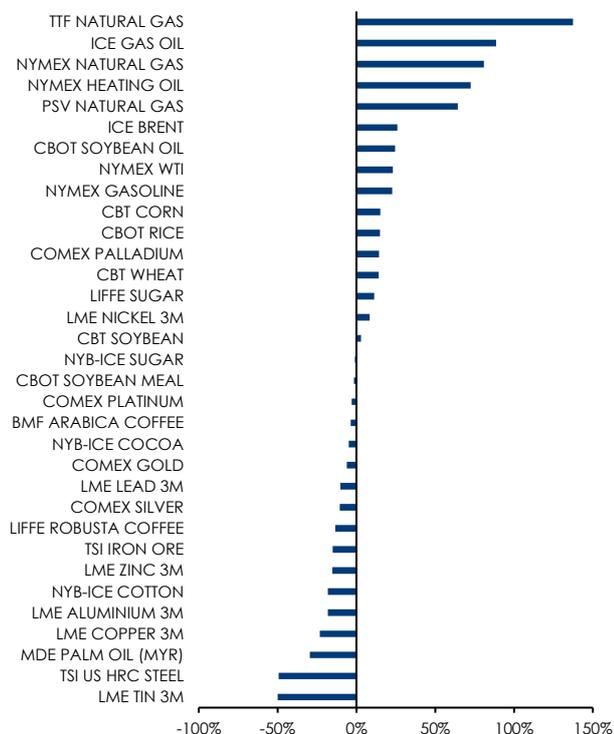
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



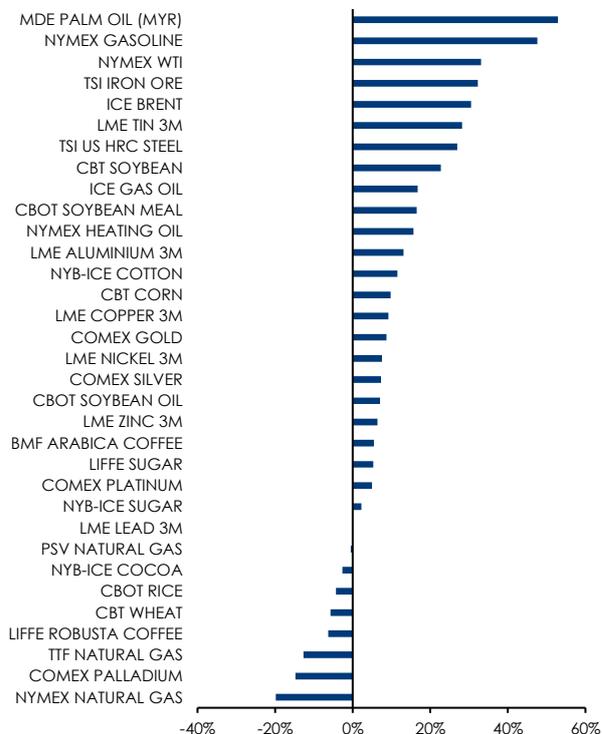
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti da inizio anno al 07.10.2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti nel 3° trimestre 2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

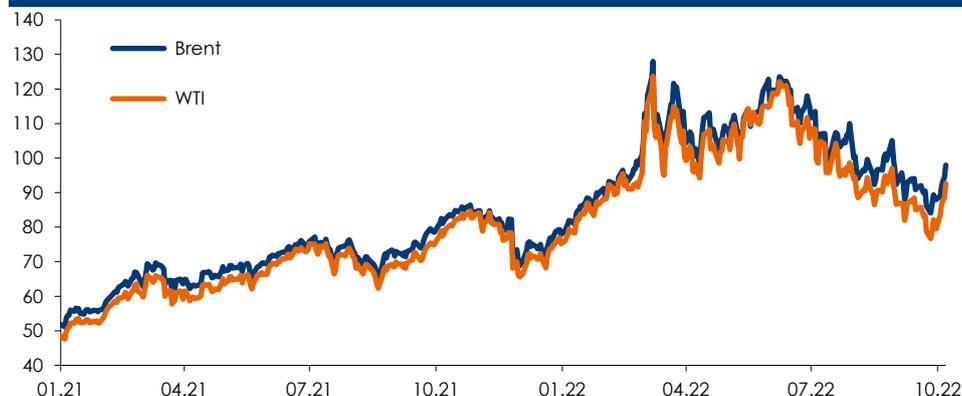
Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	98.0	96.0	94.0	101.5	93.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	90.0	88.0	86.0	96.3	85.8	82.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	10.0	9.5	6.5	7.5	6.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	70.0	66.5	45.5	43.8	48.5	31.5	28.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	280.0	270.0	180.0	171.2	195.0	120.0	80.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	290.0	275.0	185.0	175.9	200.0	125.0	85.0
PUN (EUR/MWh)	600.0	570.0	370.0	404.9	397.5	220.0	190.0
EEX Power (EUR/MWh)	550.0	520.0	320.0	351.2	347.5	180.0	160.0
EUA (EUR/ton)	84.0	85.0	85.0	80.7	85.0	88.0	92.0
LME GOLD (USD/oz)	1,675	1,700	1,750	1,789	1,750	1,800	1,775
LME SILVER (USD/oz)	19.0	20.0	21.1	21.2	21.3	23.0	22.7
LME PLATINUM (USD/oz)	880	930	960	960.0	970	1,100	1,200
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,125	2,110.0	2,125	2,200	2,300
LME COPPER 3M (USD/ton)	7,000	6,900	7,400	8,567	7,700	9,200	9,800
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,200	2,100	2,300	2,683	2,325	2,700	2,900
LME NICKEL 3M (USD/ton)	22,500	22,500	23,000	25,459	23,500	25,000	26,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,100	3,000	3,200	3,486	3,300	3,700	3,900
LME LEAD 3M (USD/ton)	1,820	1,790	1,890	2,084	1,900	2,100	2,180
LME TIN 3M (USD/ton)	21,500	21,000	22,000	31,190	22,500	25,000	26,000
SGX IRON ORE (USD/ton)	98	97	104	121	107	116	114
LME HRC North America (USD/ton)	760	750	800	1,034	825	900	880
CME HRC NWE (EUR/ton)	740	730	780	921	800	870	850
LME HRC FOB China (USD/ton)	550	545	585	683	590	640	630
LME REBAR (USD/ton)	620	615	655	723	675	735	720
LME SCRAP (USD/ton)	355	350	375	446	385	420	410
COMEX Cobalt (USD/lb)	27	27	27	31	28	30	32
COMEX LITHIUM (USD/kg)	80	77	77	72	77	92	98
CBOT CORN (USc/bu)	700	675	655	702	640	600	560
CBOT WHEAT (USc/bu)	900	880	870	923	865	850	800
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,425	1,375	1,360	1,552	1,350	1,300	1,230
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	95	94	93	116	92	87	82
ICE SUGAR (USD/ton)	540	530	520	539	520	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	18.0	17.8	17.5	18.5	17.4	16.2	15.3
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	220	210	200	226	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,100	2,000	1,900	2,145	1,850	1,730	1,630
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,250	2,200	2,250	2,413	2,250	2,280	2,260
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,800	1,800	1,800	1,757	1,800	1,790	1,780
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	440	430	420	446	415	380	360
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	64.0	62.0	61.0	69.7	60.0	56.0	54.0

Fonte: Sifime Intesa Sanpaolo

Petrolio: l'OPEC+ combatte il rischio di surplus

I fondamentali del petrolio potrebbero indebolirsi a fronte dei rischi recessivi, ma i membri dell'OPEC+ cercano di preservare prezzi e stabilità del mercato.

Prezzi di petrolio Brent e WTI in dollari al barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

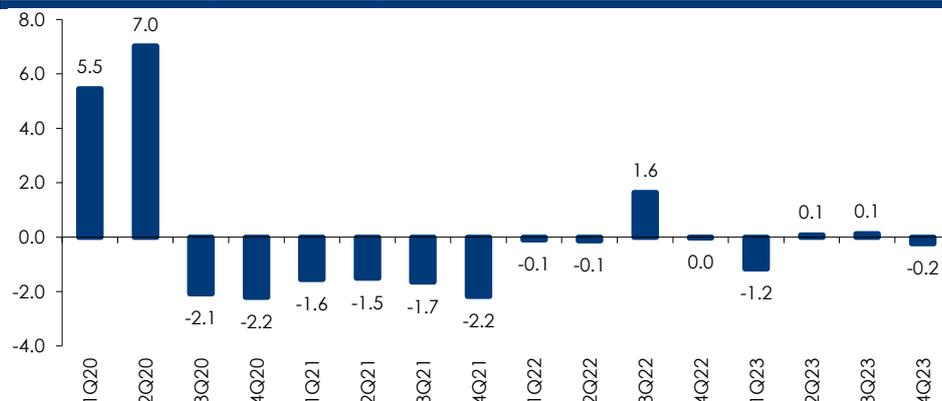
Dopo i massimi registrati nel 2° trimestre 2022, le quotazioni del petrolio hanno subito una rapida diminuzione, a causa della maggiore debolezza evidenziata dai fondamentali del mercato rispetto alle previsioni. In effetti, i timori degli operatori si sono spostati dalle distorsioni delle forniture, alimentate dalle sanzioni occidentali contro la Russia e dalle aspettative di un calo strutturale della produzione russa, ai rischi di recessione a fronte di una domanda inferiore alle attese in Europa, Stati Uniti e Cina. Le previsioni ufficiali pubblicate sino a metà ottobre dall'International Energy Agency (IEA) e dall'U.S. Energy Information Administration (EIA) indicavano un mercato in surplus e un aumento delle scorte globali, sebbene la maggior parte dei previsori lancia anche l'allarme di un possibile ritorno del mercato mondiale in deficit già nel 1° trimestre 2023.

In effetti, secondo le previsioni dell'EIA contenute nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato a ottobre, dopo un deficit di 1,7 mb/g nel 2021, il mercato mondiale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,3 mb/g nel 2022 (dato rivisto al ribasso rispetto al surplus di 0,6 mb/g previsto a settembre) e un leggero deficit di circa 0,3 mb/g nel 2023 (dato rivisto al rialzo rispetto al deficit di 0,2 mb/g stimato il mese scorso). Tuttavia, nel 1° trimestre 2023 il deficit potrebbe ampliarsi a 1,2 mb/g, a causa di ripresa della domanda stagionale, sostituzione da gas al petrolio, riduzione delle forniture russe e mantenimento delle sanzioni contro Iran e Venezuela.

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

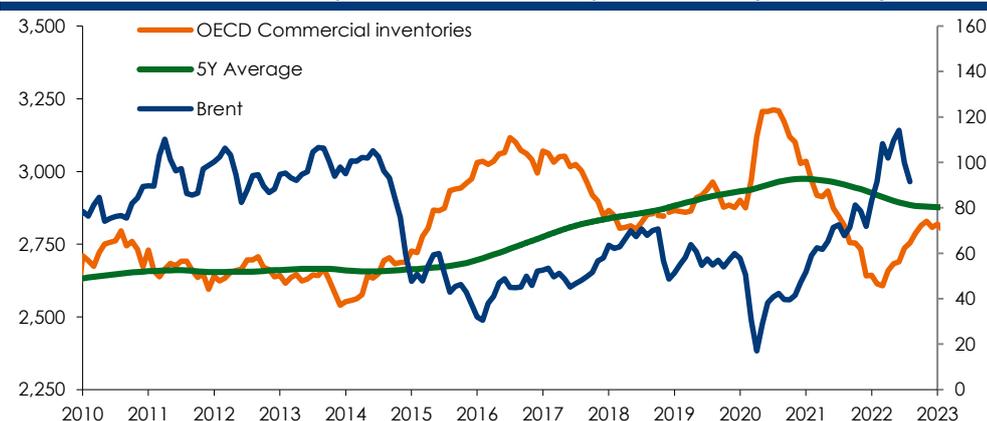
Ottobre 2022 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione U.S.A.	Offerta OPEC di LNG	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2021	97.4	64.1	11.3	5.4	26.3	28.0	-1.7
2022	99.6	65.8	11.8	5.5	28.6	28.2	0.3
Var. a/a	2.1	1.8	0.5	0.1	2.3	0.2	
2023	101.0	66.4	12.4	5.5	28.9	29.2	-0.3
Var. a/a	1.5	0.5	0.6	0.0	0.3	0.9	

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 leggero deficit di mercato nel 2023 implicherebbe livelli delle scorte OCSE di petrolio e prodotti petroliferi pressoché stabili.

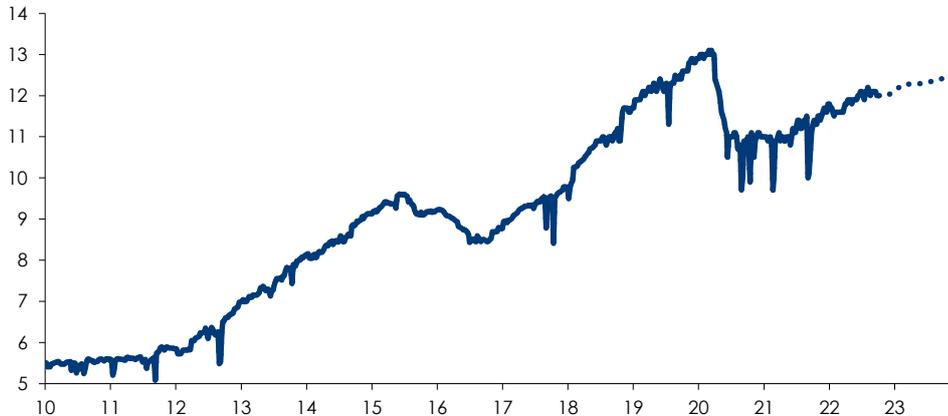
Scorte commerciali OCSE in mb rispetto alla media a 5 anni, prezzo del Brent (scala destra)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'attuale STEO si prevede un aumento del consumo mondiale di petrolio da 97,4 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 99,6 mb/g nel 2022 (+2,1 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo rispetto ai 99,5 mb/g stimati il mese scorso) e a 101,0 mb/g nel 2023 (+1,5 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto ai 101,5 mb/g stimati il mese scorso).

L'offerta non-OPEC dovrebbe espandersi da 64,1 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 65,8 mb/g nel 2022 (+1,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 66,0 mb/g previsti il mese scorso) e a 66,4 mb/g nel 2023 (+0,5 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso dai 66,8 mb/g previsti il mese scorso). La produzione statunitense dovrebbe crescere da 11,3 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 11,8 mb/g nel 2022 (+0,5 mb/g a/a, dato invariato) e a 12,4 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, in diminuzione rispetto alla precedente previsione di 12,6 mb/g) toccando un picco di 12,5 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 soli 0,1 mb/g; probabilmente le esportazioni cresceranno a 1,1 mb/g nel 2022 e a 0,8 mb/g nel 2023 e potrebbero raggiungere quota 1,2 mb/g nel 4° trimestre 2023.

La produzione OPEC di greggio dovrebbe passare da una media di 26,3 mb/g nel 2021 (dato invariato) a 28,6 mb/g nel 2022 (+2,3 mb/g a/a, dato invariato) e a 28,9 mb/g nel 2023 (+0,3 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto ai 29,0 mb/g previsti il mese scorso).

Tenendo conto dei previsti aumenti di produzione, l'eccesso di capacità produttiva (*spare capacity*) dell'OPEC dovrebbe diminuire da una media di 5,2 mb/g nel 2021 a una media di 2,5 mb/g nel 2022 (-2,7 mb/g a/a) per poi registrare un moderato aumento a 2,9 mb/g nel 2023 (+0,4 mb/g a/a).

In base al modello dell'EIA, le quotazioni del Brent potrebbero raggiungere un livello medio di 102,1 dollari al barile nel 2022 (rispetto ai 104,2 dollari previsti un mese prima) e di 94,6 dollari nel 2023 (rispetto alla precedente stima di 96,9 dollari). Lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a una media di 6,4 dollari nel 2022 e di 6,0 dollari nel 2023.

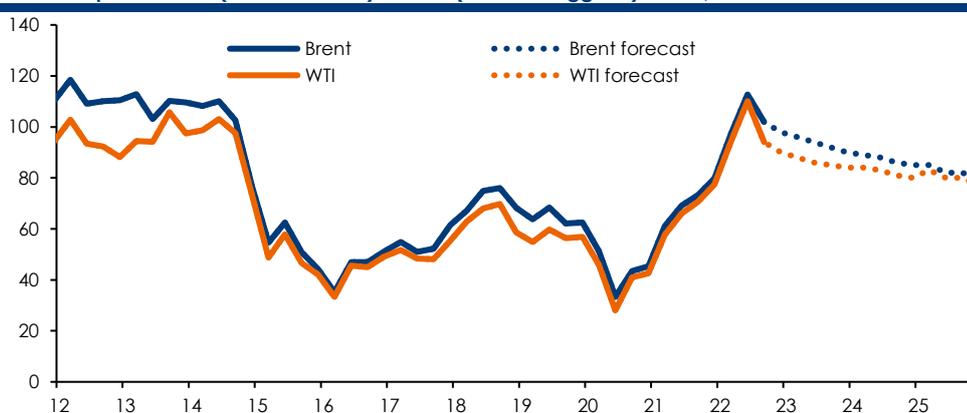
Rispetto al modello dell'EIA, per il 2023 ci attendiamo uno scenario di poco più ribassista per i prezzi sia del Brent che del WTI. Infatti, nel nostro scenario di base per il 2023 il Brent potrebbe attestarsi a una media di 93 dollari al barile, mentre il WTI potrebbe scambiare intorno a una media di 86 dollari al barile. Continuiamo a ritenere appropriato per il Brent un intervallo di prezzo compreso tra 75 e 106 dollari nel 2023, ma i rischi al ribasso si stanno intensificando e l'elevata volatilità potrebbe amplificare i movimenti di mercato. Consideriamo il livello di 65 dollari come un forte supporto qualora dovesse verificarsi un rallentamento dell'economia mondiale più marcato del previsto.

Per contro, a nostro avviso gli ultimi mesi del 2022 presentano un potenziale di rialzo maggiore. Infatti, nel nostro scenario di base per il 4° trimestre 2022 il Brent potrebbe attestarsi a una media di 98 dollari al barile, mentre il WTI potrebbe scambiare intorno a una media di 90 dollari. Entrambi potrebbero essere sostenuti da un aumento della domanda dovuto a processi di sostituzione dal gas al petrolio in alcune applicazioni e da una diminuzione dell'offerta dovuta alla minore produzione russa, all'introduzione di divieti sulla commercializzazione di petrolio e prodotti petroliferi russi e agli sforzi dell'OPEC+ per preservare la stabilità del mercato attraverso tagli alla produzione, come il recente taglio di 2 mb/g annunciato a inizio ottobre per le spedizioni di novembre. Infine, dubitiamo che le sanzioni internazionali contro Iran e Venezuela potranno essere revocate nel prossimo futuro.

Indichiamo come principali rischi che gravano sulle nostre previsioni la minaccia di una grave recessione in Europa e negli Stati Uniti, che innescerebbe un'ampia liquidazione di asset ciclici (petrolio incluso) e i rischi geopolitici, che potrebbero avere un effetto sia ribassista che rialzista a seconda degli sviluppi negli equilibri militari e politici e del conseguente impatto sull'economia reale.

Fintanto che il premio al rischio geopolitico sarà incorporato nelle quotazioni di mercato e il mercato petrolifero mondiale riuscirà a evitare un elevato surplus, le curve forward dovrebbero rimanere in backwardation. Tuttavia, se i rischi di recessione dovessero intensificarsi e gli investitori dovessero iniziare a liquidare asset ciclici, materie prime incluse, le curve forward potrebbero entrare in una temporanea fase di contango.

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

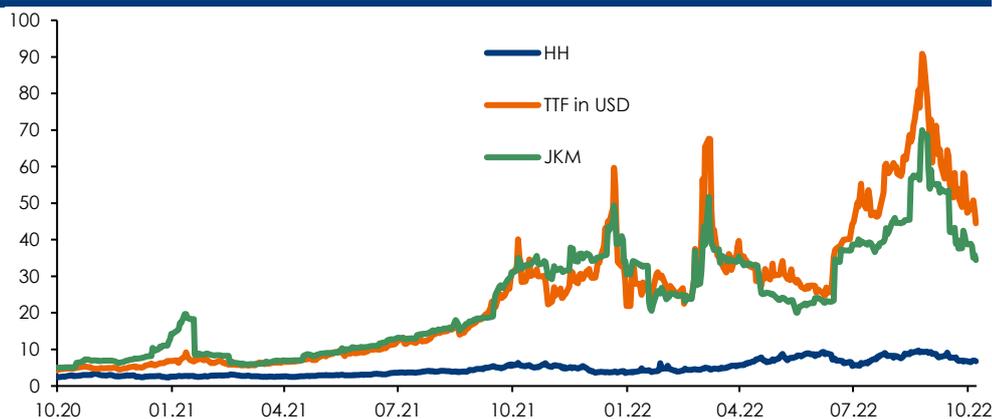
Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	98.0	96.0	94.0	101.5	93.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	90.0	88.0	86.0	96.3	85.8	82.0	80.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Mercati energetici: il Generale inverno è il miglior alleato della Russia

I prezzi record dell'energia sono stati determinati da una scarsità globale di gas naturale, amplificata da rischi geopolitici senza precedenti. In Europa, i livelli di stoccaggio sono ora superiori alla media e il continente è in una posizione più forte per affrontare i mesi invernali. Tuttavia, la sicurezza energetica potrebbe essere a rischio nel caso di un'improvvisa interruzione dei flussi russi e di un inverno rigido.

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

I flussi via gasdotto dalla Russia verso l'Europa hanno subito una forte contrazione negli ultimi mesi, poiché le sanzioni occidentali hanno complicato la manutenzione ordinaria delle infrastrutture russe e hanno scatenato ritorsioni: il 31 agosto Nord Stream 1 ha interrotto le spedizioni a causa di perdite rilevate nell'ultima turbina funzionante (e il successivo sabotaggio a fine settembre che ha danneggiato tre delle quattro tubature sottomarine suggerisce che Nord Stream 1 e 2 potrebbero rimanere bloccate per sempre); il gasdotto Yamal-Europa non riceve gas russo da maggio; i flussi di gas attraverso Sudzha (l'unico punto di ingresso ancora operativo in Ucraina) sono stabili, ma rappresentano solo una frazione della capacità di transito.

Questi significativi tagli ai flussi russi e gli imponenti sforzi europei di diversificazione delle forniture, volti ad approvvigionarsi di adeguati volumi di gas e GNL da altri fornitori (principalmente Nord Africa e Stati Uniti), hanno favorito un calo della dipendenza europea dal gas russo, che ora rappresenta appena il 9% delle importazioni totali di gas in Europa, vs. il 40% appena un anno fa. Purtroppo, l'onere di questa transizione non è stato equamente distribuito tra gli Stati membri: Italia e Germania hanno subito le perdite più pesanti (i volumi russi sono diminuiti rispettivamente del 50% e dell'80%).

Tuttavia, la capacità dell'Europa di attrarre e diversificare le forniture di gas si è rivelata talmente efficace che durante l'estate il continente è riuscito non solo a soddisfare un consumo di gas vicino ai massimi degli ultimi dieci anni, ma anche a spingere i livelli di stoccaggio oltre la media quinquennale.

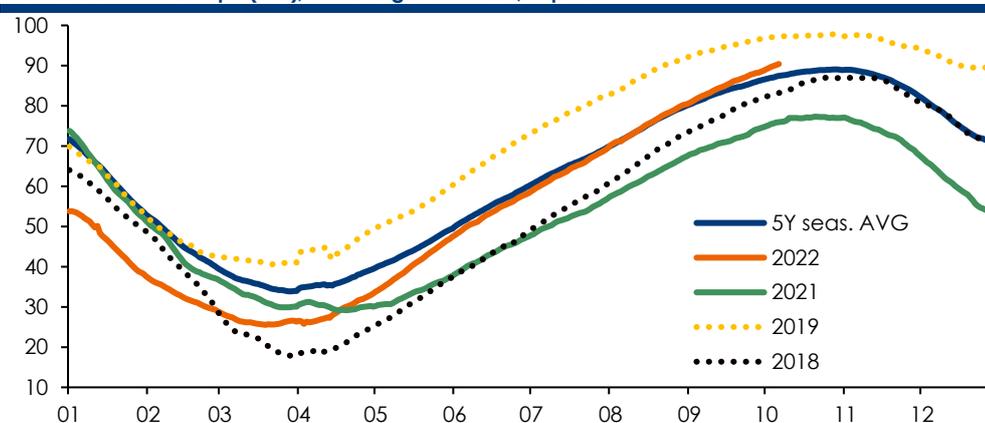
Infatti, secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe (GIE), al 7 ottobre gli stoccaggi europei erano pieni al 91,0%, rispetto a una media stagionale dell'87,6%, un livello ben superiore al picco stagionale dell'ottobre 2021, quando gli stoccaggi europei raggiunsero appena il 77,3% della capacità (rispetto a una media stagionale vicina al 92% di riempimento). Va sottolineato che questo processo molto rapido di iniezione negli stoccaggi, che in pochi mesi hanno recuperato un gap di circa il 15% della capacità rispetto alla media stagionale, è stato notevole alla luce di molteplici fattori sfavorevoli:

- rischi geopolitici e un netto calo delle esportazioni russe;

- manutenzione programmata e interruzioni impreviste delle forniture presso infrastrutture e giacimenti di gas in Norvegia e presso impianti di produzione di energia elettrica in molti Paesi europei, comprese le centrali nucleari in Francia;
- condizioni climatiche sfavorevoli, tra cui ondate di temperature eccezionalmente elevate e siccità, che hanno alimentato una forte domanda di gas per la produzione di energia elettrica, limitando al contempo il contributo della generazione idroelettrica, nucleare e da carbone.

Il desiderio europeo di assicurarsi gas "a qualsiasi prezzo" ha attirato volumi record di gas e GNL verso il nostro continente. Ora, stimiamo che gli stoccaggi europei possano continuare a rimanere al di sopra della loro media stagionale nelle prossime settimane e potrebbero addirittura raggiungere la soglia di riempimento del 95% alla fine di ottobre, ben al di sopra dell'obiettivo europeo dell'80%.

Gas Infrastructure Europe (GIE), stock di gas nell'UE28, % pieno



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sebbene l'Europa rimanga vulnerabile alla minaccia di interruzioni delle forniture e di anomalie meteorologiche, il continente è ora in una posizione più forte per affrontare i mesi invernali. Anche un'improvvisa interruzione dei flussi di gas russo sarebbe ora gestibile se i Paesi europei riducessero il loro consumo aggregato di gas del 10% annuo e gli Stati membri cooperassero nel sostenere i sistemi energetici più colpiti, anche se i livelli complessivi di stoccaggio dovessero avvicinarsi al loro minimo operativo a fine marzo.

A nostro avviso, la preoccupazione più grave per la sicurezza energetica dell'Europa è la minaccia di un'improvvisa interruzione dei flussi russi associata a un inverno eccezionalmente freddo, soprattutto se si verificheranno ondate di gelo nella parte finale della stagione (a causa dei minori volumi di scorte e dei livelli di pressione più bassi nei depositi, che rallentano la flessibilità dell'offerta). In effetti, il Generale inverno resta il miglior alleato della Russia e il Cremlino probabilmente intensificherà la sua leva economica e politica per massimizzare questo vantaggio stagionale e fare pressione sui governi europei che sostengono l'Ucraina.

Purtroppo, la crisi energetica europea non si esaurirà con la fine della stagione più fredda. Infatti, stanno aumentando le preoccupazioni sulla capacità dell'Europa di ricostituire adeguatamente le scorte durante la prossima primavera ed estate, a causa dell'incertezza sui futuri flussi russi e dell'aumento della concorrenza sui mercati globali del GNL.

Ben consapevole della severità delle attuali minacce alla sicurezza energetica, la Commissione Europea sta lavorando su un pacchetto di misure volte a ridurre i prezzi di gas ed elettricità. Sfortunatamente, a nostro avviso l'unico strumento efficace per ridurre i costi energetici è un calo della domanda europea, dato che l'offerta non può essere aumentata in tempi brevi.

In una lettera inviata a capi di Stato e di governo a inizio ottobre, la Presidente U. von der Leyen sottolinea che l'Europa non accetterà più di pagare a così caro prezzo le forniture di gas, come invece è stata costretta a fare in estate per l'impellente necessità di riempire gli stoccaggi. La Presidente dichiara che "l'UE non è pronta a comprare gas a qualunque prezzo". A nostro avviso, questo è un punto di svolta negli obiettivi politici europei: l'Europa smetterà di comprare gas a qualunque prezzo e si concentrerà sul risparmio energetico, ovvero tagli alla domanda e riduzione dei prezzi all'importazione, anche se ciò implicherà un reale rischio di forniture scarse o insufficienti.

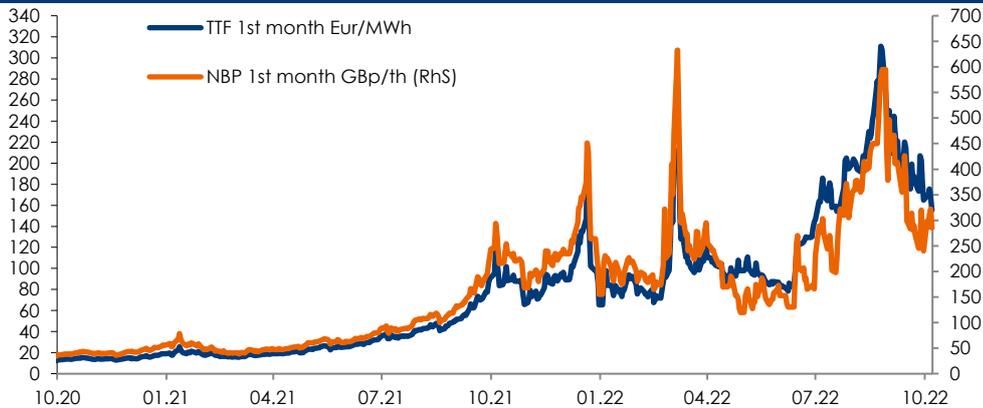
- La Presidente U. von der Leyen scrive che: "Primo, dobbiamo intervenire per abbassare i prezzi che paghiamo per le nostre importazioni di gas, al contempo proteggendo la sicurezza delle forniture." Ciò sarà implementato tramite trattative con i fornitori più affidabili (Norvegia e Stati Uniti) per ridurre i costi delle importazioni anche tramite la stipula di contratti di lungo periodo e lo sviluppo di una piattaforma europea di acquisti congiunti di gas naturale e, in futuro, di idrogeno, per evitare che gli Stati si facciano concorrenza a vicenda e guidino il rialzo dei prezzi.
- La Commissione Europea sta anche valutando di controllare i prezzi tramite limiti sul benchmark TTF. Inoltre, la Commissione suggerisce di sostituire il benchmark TTF con un indice complementare che possa "riflettere meglio la realtà energetica europea". La Commissione è consapevole che un tetto al prezzo (*price cap*) potrebbe portare a una deviazione dei flussi di forniture lontano dall'Europa e sollecitare gli Stati a prepararsi e collaborare nel caso in cui si realizzino dei gravi episodi di scarsità.
- La Commissione sta anche lavorando per disaccoppiare (*decouple*) i prezzi di gas ed elettricità, anche attraverso l'introduzione di un tetto temporaneo al prezzo del gas usato per generare energia elettrica, nell'attesa di una riforma strutturale del mercato. La presidente von der Leyen sottolinea che un tetto ai prezzi non deve portare a un incremento dei consumi. Quindi, obiettivi vincolanti di risparmio energetico sono necessari per compensare un più debole segnale di prezzo e salvaguardare i flussi internazionali di elettricità a prezzi sussidiati.
- La Commissione sottolinea inoltre la necessità di "aumentare gli investimenti per accelerare la transizione verso l'indipendenza energetica. Investimenti in infrastrutture come gasdotti, interconnessioni o rinnovabili ed efficientamento energetico (anche attraverso isolamento degli edifici e pompe di calore) aiuteranno a ridurre la nostra vulnerabilità agli alti prezzi dei carburanti fossili e miglioreranno la nostra autonomia energetica".

Data la severità delle sfide che gravano sul mercato energetico europeo, a nostro avviso, i prezzi del gas in Europa dovranno necessariamente rimanere molto alti per diversi trimestri sia in termini relativi, con prezzi del TTF superiori a quelli del GNL asiatico (benchmark JKM) per drenare le forniture dai mercati internazionali, sia in termini assoluti per incentivare una forte riduzione dei consumi interni ed evitare il completo esaurimento degli stoccaggi di gas durante l'inverno.

Attualmente prevediamo che in inverno il contratto per il gas naturale TTF sul primo mese potrebbe raggiungere nuovi massimi storici in caso di ondate di freddo, per poi rimanere vicino a una media di 200 euro/MWh nel 2023, se i rischi geopolitici non si attenuassero e i flussi russi scendessero a zero.

I prezzi dell'elettricità dovrebbero quindi rimanere anch'essi eccezionalmente elevati, anche se la Commissione Europea sta lavorando per disaccoppiare i prezzi di gas ed energia.

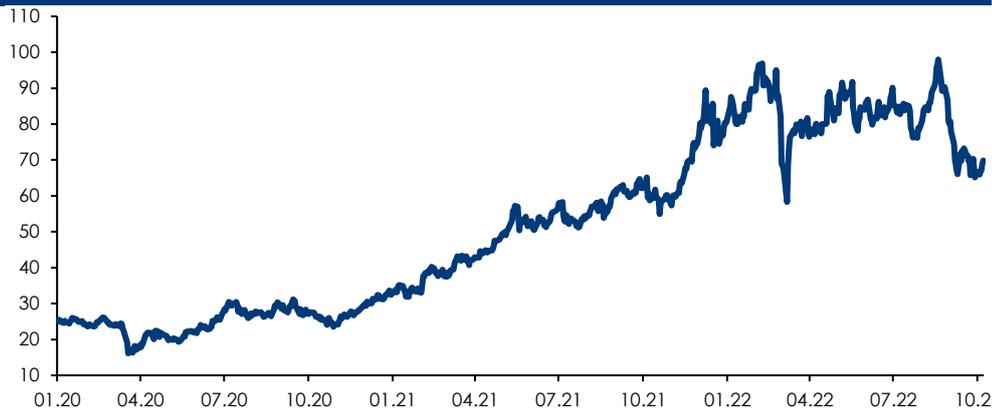
Prezzi del gas naturale in Europa, contratti del primo mese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

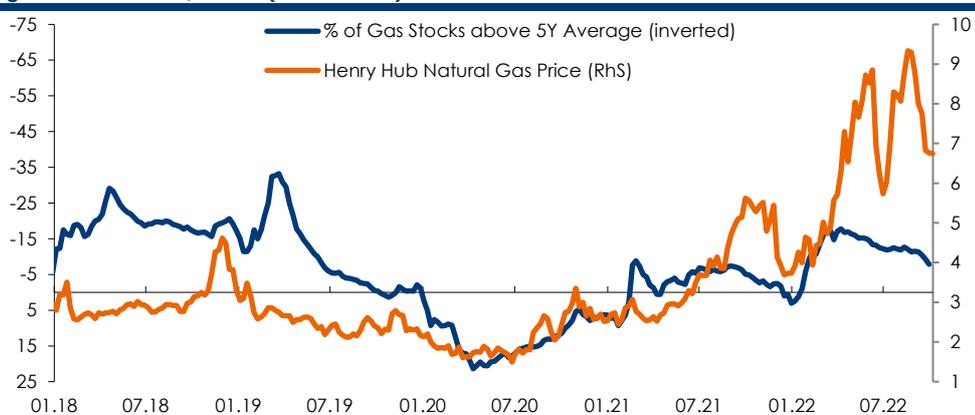
Nei restanti mesi del 2022, le quote di emissione di anidride carbonica (EUA futures) potrebbero subire pressioni al ribasso se i rischi di recessione si intensificassero e se venissero attuate alcune proposte politiche volte a migliorarne l'offerta. Tuttavia, il mercato della CO² potrebbe tornare nuovamente teso nel 2023 grazie agli sforzi volti ad accelerare l'elettrificazione e la transizione verso fonti di energia più pulita.

Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli Stati Uniti, le esportazioni di GNL dovrebbero aumentare con la ripresa delle attività del terminale di Freeport. L'aumento delle spedizioni di gas, unito all'incremento stagionale della domanda per riscaldamento, dovrebbe sostenere i prezzi statunitensi del gas. Secondo le nostre previsioni, il prezzo del future sul gas naturale Henry Hub potrebbe raggiungere nuovi picchi durante l'inverno, per poi ridursi a una media di 6,9 USD/MMBtu nel 2023.

Percentuale di scorte di gas al di sopra della media quinquennale rispetto ai prezzi del gas naturale negli Stati Uniti 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

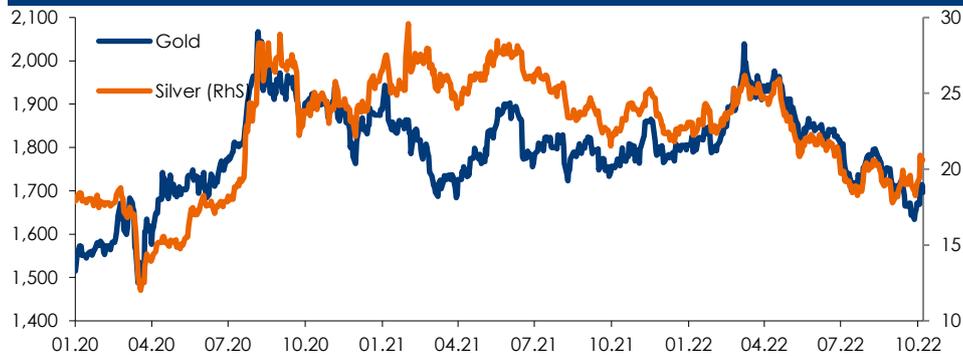
Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	98.0	96.0	94.0	101.5	93.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	90.0	88.0	86.0	96.3	85.8	82.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	10.0	9.5	6.5	7.5	6.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	70.0	66.5	45.5	43.8	48.5	31.5	28.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	280.0	270.0	180.0	171.2	195.0	120.0	80.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	290.0	275.0	185.0	175.9	200.0	125.0	85.0
PUN (EUR/MWh)	600.0	570.0	370.0	404.9	397.5	220.0	190.0
EEX Power (EUR/MWh)	550.0	520.0	320.0	351.2	347.5	180.0	160.0
EUA (EUR/ton)	84.0	85.0	85.0	80.7	85.0	88.0	92.0

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: le politiche monetarie spingono l'oro

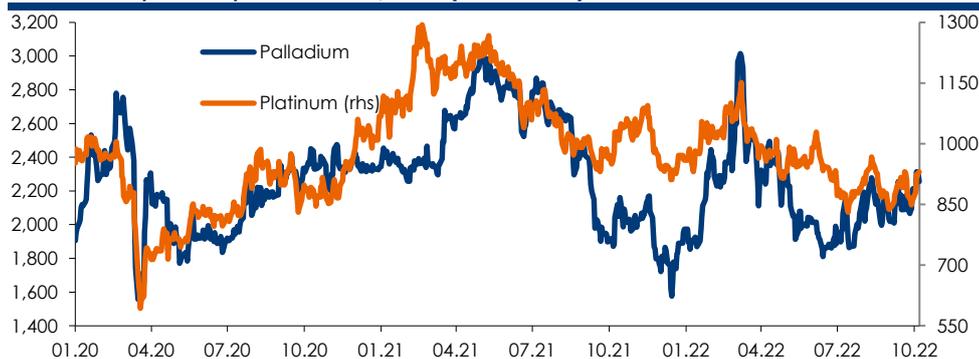
Il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale e una persistente inflazione potrebbe giustificare ulteriori significativi aumenti dei tassi di interesse.

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

Nel corso dell'estate, le quotazioni dei metalli preziosi sono ulteriormente diminuite, a fronte di politiche monetarie particolarmente aggressive: la Federal Reserve ha alzato i tassi di interesse a un ritmo che non si vedeva da 40 anni (+3% da inizio anno), seguita a stretto giro dalle altre principali banche centrali. I rendimenti dei Treasury hanno registrato un sensibile aumento, il dollaro americano si è rafforzato nei confronti delle altre principali valute, mentre l'euro è sceso ai minimi da quasi 20 anni.

Questo brusco cambio di rotta nelle politiche monetarie è stato determinato dal peggioramento del contesto macroeconomico, con l'inflazione che in diversi Paesi ha raggiunto i massimi dalla crisi degli anni Settanta, trainata da prezzi di energia e materie prime, elevati costi di trasporto, colli di bottiglia delle filiere logistiche e rischi geopolitici.

Purtroppo, difficilmente l'attuale scenario di inflazione persistentemente elevata e aggressive politiche monetarie restrittive potrà cambiare in tempi brevi, sinché continuerà la guerra in Ucraina e la Russia utilizzerà i flussi energetici come arma.

Per questo motivo riteniamo che il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale, la persistente inflazione potrebbe giustificare maggiori aumenti dei tassi di

interesse, i rendimenti dei Treasury dovrebbero crescere ulteriormente e il dollaro americano dovrebbe rimanere forte.

A nostro avviso, il 4° trimestre 2022 rappresenterà il punto di minimo per tutti i metalli preziosi, poiché le pressioni al ribasso dovrebbero raggiungere livelli estremamente elevati.

Successivamente, nel 2023 potrebbe concretizzarsi uno scenario macroeconomico più favorevole. In effetti, la stretta monetaria globale potrebbe iniziare a raffreddare le economie, facendo aumentare i rischi di recessione e la domanda di beni rifugio. L'inflazione e i prezzi energetici potrebbero diminuire, a fronte di un faticoso riequilibrio dei mercati fisici. Nel 2° semestre 2023 la domanda mondiale di materie prime potrebbe registrare un aumento, sostenendo le quotazioni di argento, platino e palladio.

Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 2° trimestre 2022 la domanda mondiale di oro è diminuita dell'8% circa a/a attestandosi a 948 tonnellate, a causa dell'aumento dei tassi di interesse e del rafforzamento del dollaro americano.

Nel trimestre, i flussi degli ETF hanno fornito un contributo netto negativo al consumo di oro, rilasciando 39 tonnellate (pari al 4% circa della domanda annuale) in forte contrasto con il 1° trimestre 2022, quando l'invasione russa dell'Ucraina aveva innescato una forte domanda di beni rifugio e i flussi degli ETF avevano assorbito 269 tonnellate di oro (pari al 22% della domanda totale).

Nel 2° trimestre 2022, la domanda di oro per la realizzazione di gioielli, che tiene conto sia del consumo sia dell'accumulo di scorte nel settore, è aumentata. Nel settore gioielleria il consumo è cresciuto del 4% a/a a 453 tonnellate, a fronte di una crescente domanda in India e Medio Oriente, che ha compensato il calo registrato in Cina e Russia, mentre le scorte sono aumentate di 31 tonnellate, a seguito del processo di ricostituzione in atto in alcuni mercati. L'utilizzo di oro per lingotti e monete è rimasto stabile su base annua, attestandosi a 245 tonnellate, poiché i timori di inflazione hanno compensato le pressioni negative legate a stretta monetaria aggressiva, aumento dei rendimenti e rafforzamento del dollaro americano. Nel 2° trimestre 2022 gli acquisti ufficiali della banca centrale hanno segnato una contrazione del 14% a/a, attestandosi a 180 tonnellate; tuttavia, tenendo conto dell'intero 1° semestre dell'anno, gli acquisti netti risultano in linea con la media stagionale a cinque anni (270 tonnellate rispetto a una media di 266 tonnellate) poiché il metallo giallo viene ancora ricercato come efficace strumento di diversificazione e riserva di valore a lungo termine o copertura contro i rischi di inflazione. Anche il consumo nel settore tecnologia ha subito una diminuzione (-3% a/a) a 64 tonnellate, riflettendo l'impatto negativo delle misure di contenimento della pandemia adottate in Cina e il rallentamento del settore dell'elettronica per la crisi dei semiconduttori.

Stime del World Gold Council per il 2° trimestre 2021 e per il 2° trimestre 2022, in tonnellate

	2T21	%	2T22	%	y/y
	on the total		on the total		growth
Total gold demand, in tons	1,035		948		-8%
Jewellery consumption	437	48%	453	44%	4%
Jewellery inventory	22	2%	31	3%	41%
Bars and coin	246	27%	245	24%	0%
ETFs	41	4%	-39	-4%	---
Central banks	210	23%	180	17%	-14%
Technology	80	9%	78	8%	-2%
Total gold supply, in tons	1,137		1,193		5%
Mine production	876	79%	912	80%	4%
Net producer hedging	-17	-2%	-10	-1%	---
Recycled gold	279	25%	291	26%	5%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del World Gold Council

Quando saranno disponibili, i dati del 2° semestre 2022 evidenzieranno probabilmente un'ulteriore diminuzione della domanda mondiale, trainata da disinvestimenti dagli ETF, ma anche da un minor consumo nei settori tecnologia e gioielleria, dovuto al recente peggioramento delle prospettive macroeconomiche.

Di conseguenza, le quotazioni resteranno probabilmente deboli ancora per alcuni mesi. Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di 1.675 dollari per il 4° trimestre 2022. Segnaliamo che probabilmente i rischi al nostro scenario sono sbilanciati 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 della gioielleria in Cina, qualora le Autorità non dovessero riuscire ad allentare la rigorosa politica Zero Covid.

Nel 2023, le quotazioni dell'oro potrebbero recuperare terreno, e attualmente prevediamo un prezzo medio di circa 1.750 dollari per l'intero anno, trainato dalla domanda di oro come bene rifugio e dall'aumento dei consumi nei settori industriali e in gioielleria.

Argento

Nel nostro modello di base, l'argento dovrebbe scambiare mediamente intorno a 19,0 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2022, ma potrebbe crescere a un livello medio di 21,3 dollari nel 2023.

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. Nell'ultima parte del 2023 e nel 2024, ci attendiamo un maggior consumo di argento, dovuto a promettenti applicazioni nel settore della generazione elettrica da pannelli fotovoltaici e nell'emergente settore 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

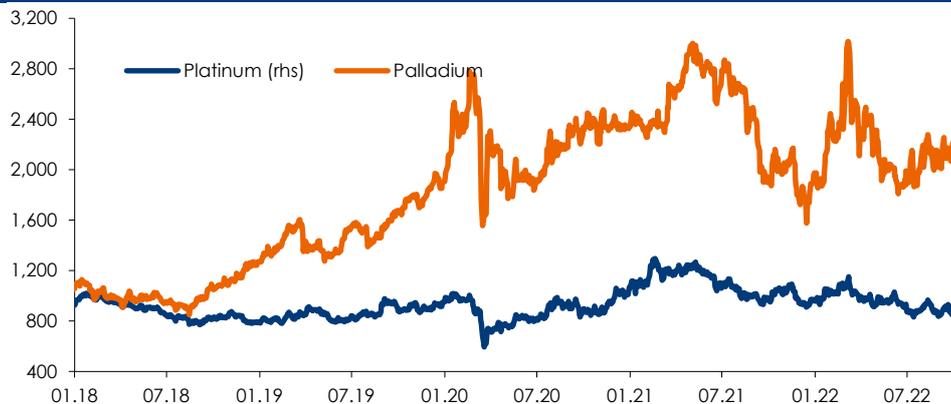
Il consumo mondiale di metalli del gruppo del platino (PGM) è strettamente legato alla domanda industriale, in particolare quella proveniente dal settore automobilistico, e pertanto ci attendiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di platino e palladio negli ultimi mesi del 2022, a fronte dei rischi recessivi e inflattivi che si stanno ripercuotendo negativamente sulla fiducia di imprese e consumatori.

Nel nostro scenario di base, per il 4° trimestre del 2022 ipotizziamo attualmente un prezzo medio di 880 dollari l'oncia per il platino e di 2.050 dollari l'oncia per il palladio.

Secondo le nostre attuali previsioni, le prospettive potrebbero migliorare il prossimo anno in caso di allentamento della stretta monetaria e aumento della domanda industriale. In effetti, nel 2023 le quotazioni potrebbero crescere a un livello medio vicino a 970 dollari per il platino e 2.125 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

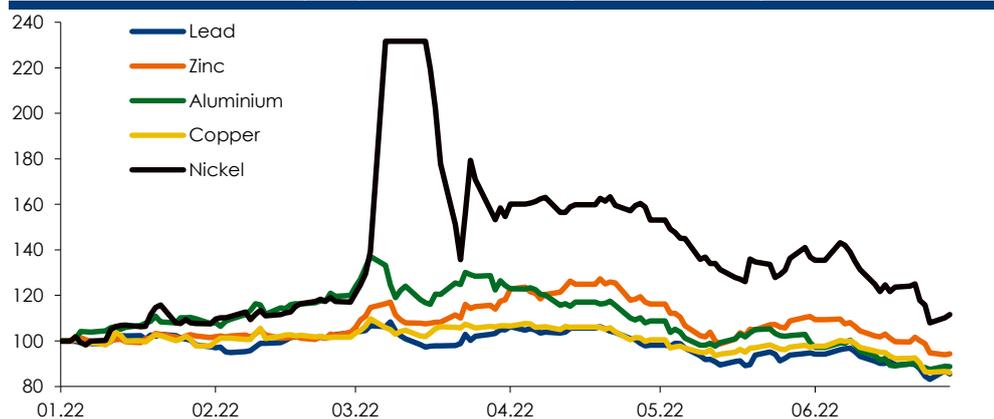
Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
LME GOLD (USD/oz)	1,675	1,700	1,750	1,789	1,750	1,800	1,775
LME GOLD (EUR/gr)	58.5	57.0	55.7	56.0	55.5	53.3	50.9
LME SILVER (USD/oz)	19	20	21.1	21.2	21.3	23	22.7
LME SILVER (EUR/gr)	0.66	0.67	0.67	0.66	0.68	0.68	0.65
LME PLATINUM (USD/oz)	880	930	960	960	970	1,100	1,200
LME PLATINUM (EUR/gr)	30.8	31.2	30.6	30.1	30.7	32.6	34.4
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,125	2,110.00	2,125	2,200	2,300
LME PALLADIUM (EUR/gr)	71.6	70.5	67.6	66.1	67.3	65.1	65.9

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: verso un rallentamento globale

A fronte dell'attuale quadro geopolitico e delle prospettive macroeconomiche, le quotazioni dei metalli industriali dovrebbero registrare una diminuzione nel corso dei prossimi mesi, probabilmente fino al 2° trimestre 2023. Successivamente, i prezzi potrebbero riprendere un trend rialzista di lungo periodo, trainati da una domanda strutturalmente in crescita, una limitata offerta globale e bassi livelli di scorte.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La nostra previsione contenuta nel precedente outlook di giugno si è rivelata eccessivamente ottimistica: ci attendevamo una correzione più moderata in estate e un'accelerazione della domanda di metalli a livello globale negli ultimi mesi del 2022, trainata da stimoli economici e riaperture in Cina.

Per contro, peggioramento della crisi energetica e inflazione record hanno spinto le banche centrali a intervenire e alzare i tassi di interesse in modo molto più aggressivo di quanto inizialmente previsto. Di conseguenza, il dollaro americano si è rafforzato, mentre la fiducia di imprese e consumatori ha registrato un peggioramento. I prezzi delle materie prime non energetiche sono diminuiti rapidamente, a seguito delle revisioni al ribasso dei consumi di metalli legate al previsto rallentamento globale causato da stretta delle banche centrali e persistenti pressioni inflazionistiche.

I timori del mercato si sono concentrati su indebolimento della domanda globale e rischi recessivi, nonostante le significative interruzioni delle forniture sia nelle attività di estrazione sia in quelle di raffinazione, dovute agli elevati costi dell'energia in Europa e Cina e agli scioperi in Sud America.

Al momento, ci attendiamo un ulteriore peggioramento del contesto macroeconomico nei prossimi mesi e un conseguente calo dei prezzi dei metalli industriali, che probabilmente toccheranno i minimi nel 1° trimestre 2023.

Infatti, riteniamo che l'inverno sarà la stagione più difficile: la Russia sfrutterà al massimo le opportunità di indebolire il sostegno europeo all'Ucraina e, di conseguenza, i prezzi di gas ed energia potrebbero raggiungere nuovi massimi nei prossimi mesi, soprattutto se le condizioni meteorologiche dovessero rivelarsi sfavorevoli.

Inoltre, l'economia reale inizierà a risentire degli effetti negativi degli aggressivi rialzi dei tassi attuati negli Stati Uniti e in Europa. Di conseguenza, molte economie, e in particolare il settore manifatturiero, potrebbe registrare un rallentamento.

Tuttavia, per ora la maggior parte degli economisti si attende una moderata recessione in Europa e Nord America e tassi di crescita positivi nei mercati emergenti, Cina inclusa. Pertanto,

la domanda mondiale di metalli industriali potrebbe tornare a crescere nel 2023, accelerando ulteriormente nella misura in cui s'investirà nella transizione energetica.

Se il quadro geopolitico non subirà ulteriori peggioramenti e le misure adottate dalle banche centrali per tenere sotto controllo le pressioni inflazionistiche risulteranno efficaci, l'attenzione degli investitori si sposterà nuovamente dalla debolezza della domanda alla scarsità dell'offerta e i metalli industriali sono ottimamente posizionati per un rialzo, grazie ai trend strutturali che sostengono la crescita della domanda e limitano l'offerta. I livelli di scorte restano estremamente bassi per la maggior parte dei metalli chiave necessari per decarbonizzare ed elettrificare le economie.

Per questo motivo esprimiamo una view ribassista sul complesso dei metalli industriali per i prossimi 3-6 mesi, ma restiamo rialzisti per i prossimi 9-12 mesi e in un orizzonte di lungo periodo.

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

Quest'anno la produzione di rame è stata limitata da scioperi dei lavoratori e scarsità di risorse idriche in Sud America. Inoltre, la domanda globale si è rivelata più debole del previsto, a causa delle misure di contenimento della pandemia adottate in Cina e del rallentamento del settore manifatturiero a livello mondiale, dopo la straordinaria performance registrata nel 2021 durante la ripresa post-pandemia. Tuttavia, i livelli delle scorte globali di rame restano molto bassi e potrebbero rivelarsi insufficienti se l'aumento della domanda dovesse superare ancora una volta la crescita dell'offerta, come ci attendiamo a partire dal 2° semestre 2023.

Nel breve termine, il rame potrebbe risentire più degli altri metalli industriali del sentiment negativo sui mercati finanziari e dei rischi di recessione, a causa della maggiore correlazione del metallo con altri asset pro-ciclici. In effetti, nel nostro scenario di base, per i prossimi mesi prevediamo un'ulteriore diminuzione dei prezzi del rame raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 7.000 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022, con un possibile minimo intorno a una media di 6.900 dollari nel 1° trimestre 2023.

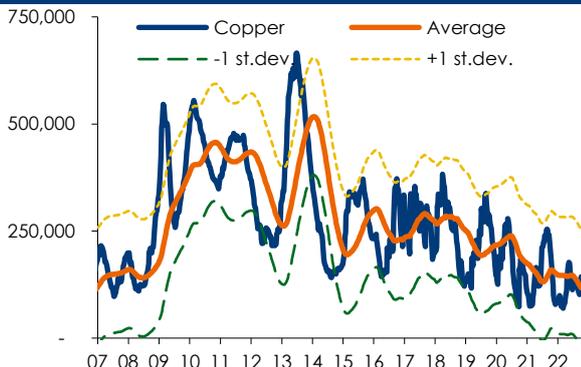
Le quotazioni potrebbero tornare a crescere nei trimestri successivi, intorno a un livello medio di 7.700 dollari nel 2023, a fronte di un aumento della domanda globale trainata da elettrificazione, decarbonizzazione, investimenti nelle interconnessioni delle reti e transizione energetica.

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



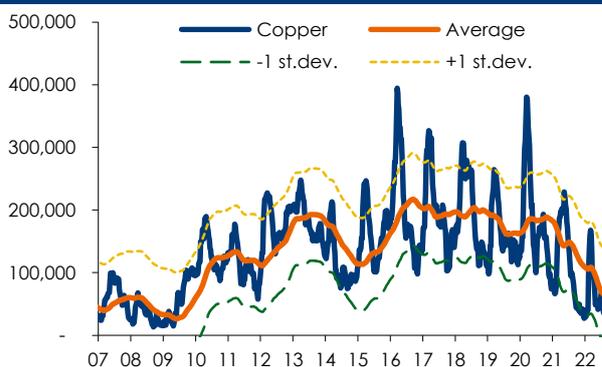
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



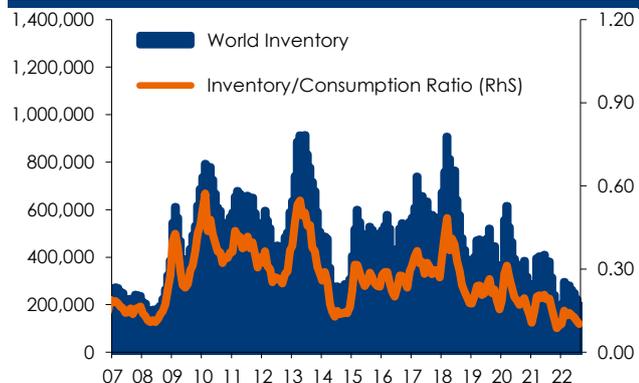
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

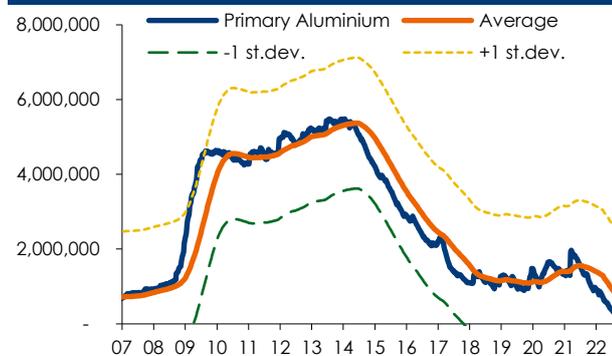


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio

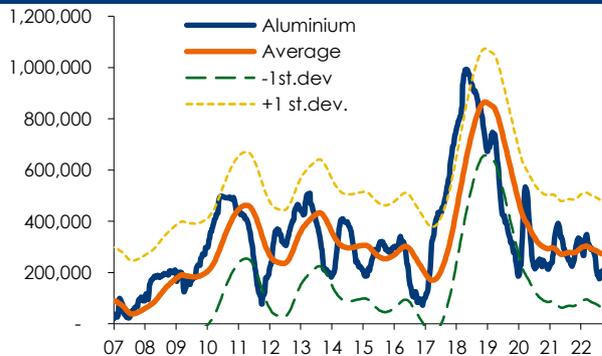
Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi dell'alluminio (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.200 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e una diminuzione verso un livello medio di 2.100 dollari nel 1° trimestre 2023. Le quotazioni del metallo potrebbero tornare a crescere nei trimestri successivi, raggiungendo un livello medio di 2.325 dollari nel 2023, a fronte di un'accelerazione della domanda mondiale e tagli alla produzione determinati da elevati costi di produzione, soprattutto in Europa, e sanzioni occidentali nei confronti della Russia.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange

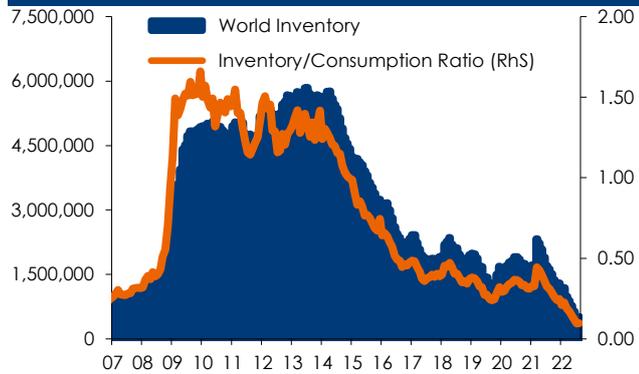


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

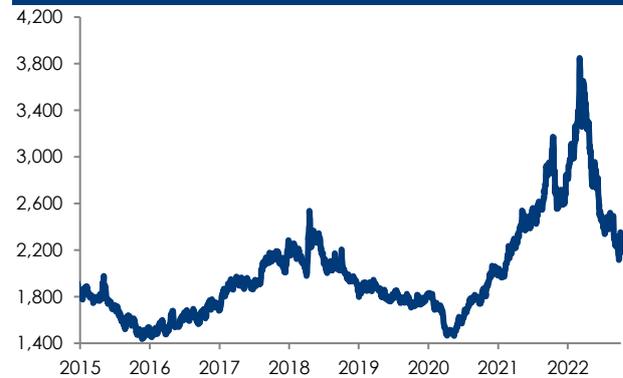
Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale

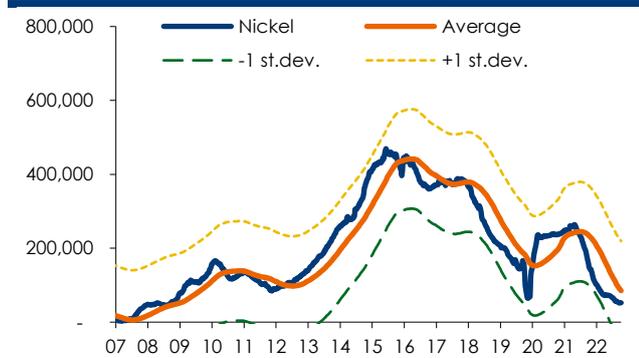
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

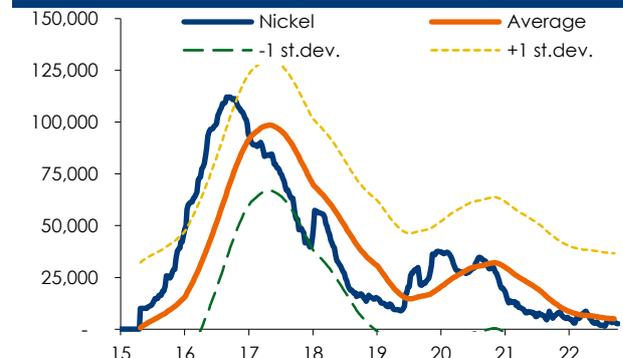
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nickel

Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del nickel raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 22.500 dollari alla tonnellata sia nel 4° trimestre 2021 che nel 1° trimestre 2023. Successivamente, le quotazioni potrebbero aumentare sulla scia dell'andamento degli altri metalli industriali, fino a un livello medio di 23.500 dollari nel 2023. Attualmente, nel breve termine ci attendiamo un potenziale di ribasso minore per il nickel rispetto agli altri metalli industriali, data l'incidenza della produzione russa sull'offerta mondiale. Per lo stesso motivo, più a lungo termine prevediamo un potenziale di rialzo inferiore per il nickel rispetto agli altri metalli industriali: attualmente le quotazioni del nickel incorporano un elevato premio al rischio, che potrebbe venire meno qualora la guerra tra Russia e Ucraina terminasse.

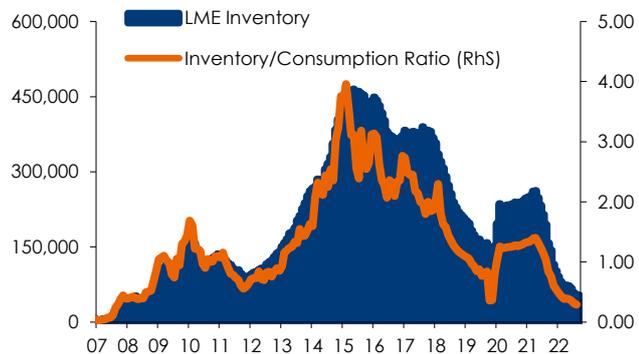
Scorte monitorate dal London Metal Exchange

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

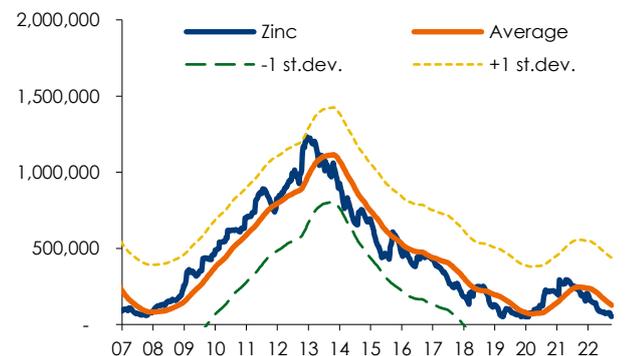


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco

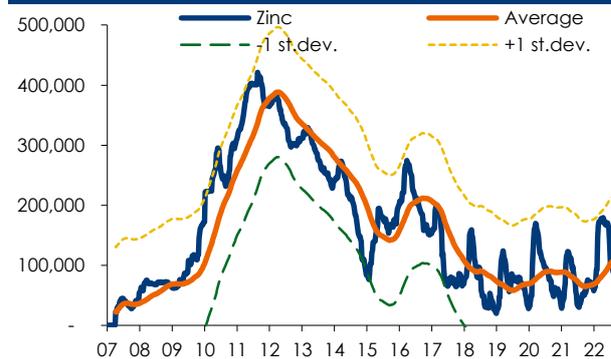
Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi dello zinco raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 3.100 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di 3.000 dollari nel 1° trimestre 2023. Le quotazioni potrebbero crescere nel 2023 verso un livello medio di 3.300 dollari, sostenute da elevati costi di produzione e scarsità di offerta a fronte della riduzione di capacità causata dalla crisi energetica.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



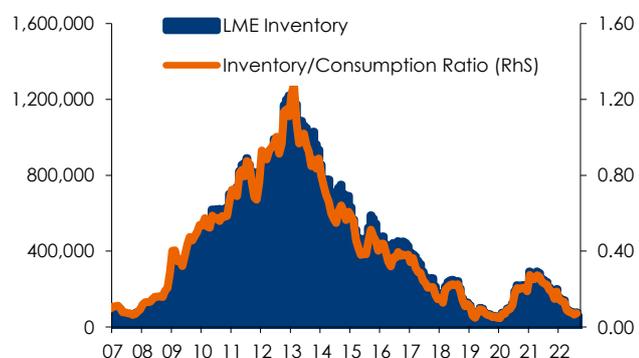
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



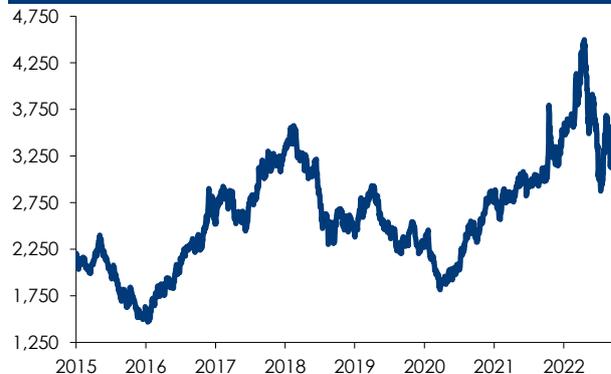
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

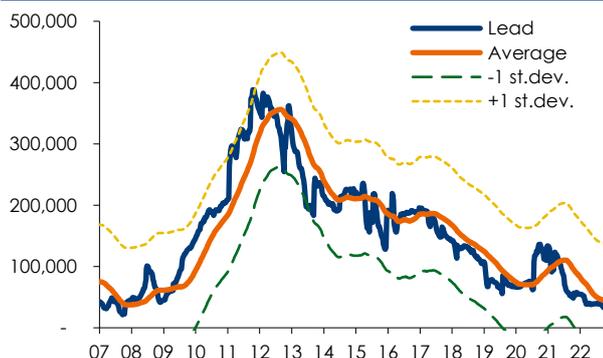


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Piombo

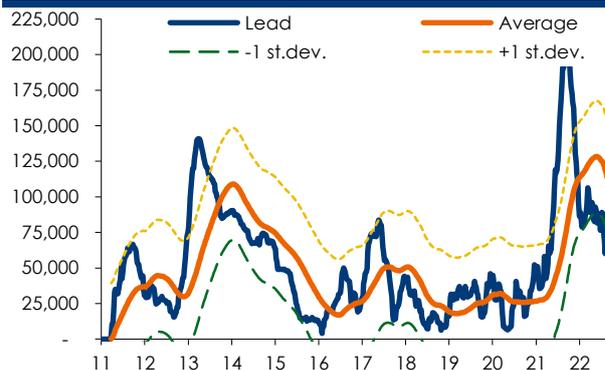
Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del piombo (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 1.820 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di 1.790 dollari nel 1° trimestre 2023. Successivamente, le quotazioni potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 1.900 dollari nel 2023. Dopo una temporanea debolezza nei mesi invernali, il piombo dovrebbe seguire al rialzo gli altri metalli industriali nell'ipotesi di rafforzamento della domanda globale.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



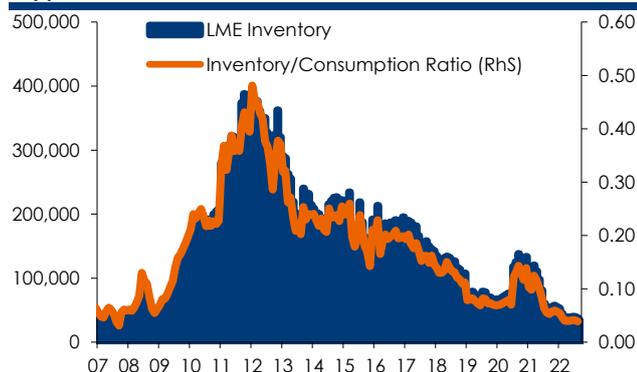
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

Dall'inizio del 2° semestre 2022 le quotazioni di ferro e acciaio sono state spinte al ribasso dai timori macroeconomici di un rallentamento globale e di un indebolimento della domanda in Cina dovuto a crisi del settore immobiliare, frequenti misure di contenimento mirate per limitare la diffusione della pandemia e diminuzione delle attività manifatturiere e siderurgiche, causata da crisi energetica e grave siccità.

Questo scenario macroeconomico negativo è destinato a perdurare ancora per alcuni mesi, anche se probabilmente i prezzi di ferro e acciaio hanno un minore potenziale di ribasso, grazie agli sforzi compiuti dalle Autorità cinesi per sostenere l'economia e riavviare i progetti sospesi nel mercato immobiliare.

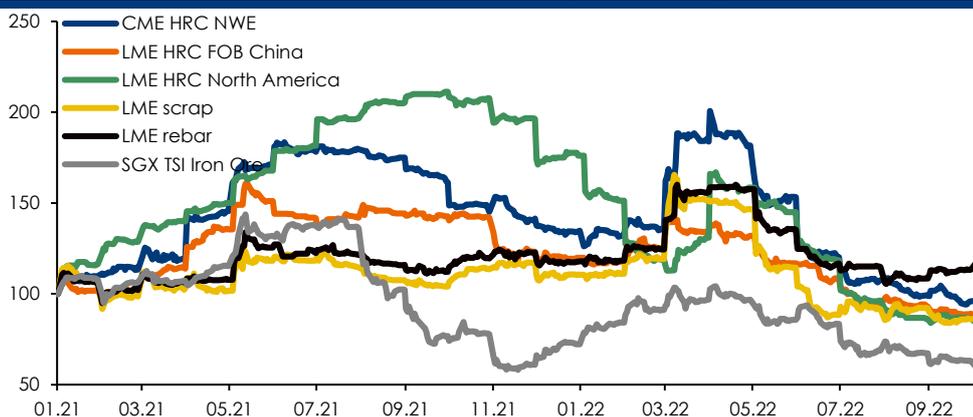
Infatti, considerando come riferimento per il ferro il contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato da The Steel Index, prevediamo una quotazione media di vicina a 98 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di

97 dollari nel 1° trimestre 2023, e un possibile aumento nei trimestri successivi verso una media di 107 dollari nel 2023.

Considerando come riferimento per l'acciaio statunitense i contratti quotati sul LME relativi all'acciaio hot rolled coil americano, prevediamo una quotazione media di 760 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di 750 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2023, e un possibile aumento verso una media di 825 dollari nel 2023.

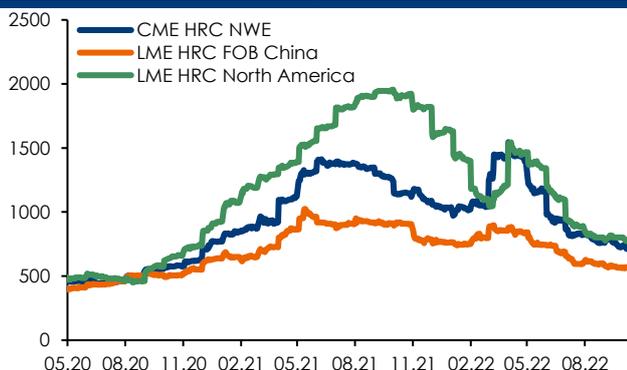
Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i contratti quotati sul CME, basati sull'indice Argus per l'acciaio hot rolled coil in Europa nord-occidentale, e i contratti quotati sul LME per rottami (scrap) e tondini (rebar). Prevediamo una quotazione dell'acciaio hot rolled coil in Europa nord-occidentale intorno a un livello medio di 740 euro alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di 730 euro alla tonnellata nel 1° trimestre 2023. Successivamente, i prezzi potrebbero aumentare verso un livello medio di 800 euro nel 2023. Per i tondini quotati sul LME prevediamo un prezzo medio di 620 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2022 e di 615 dollari nel 4° trimestre 2022. Successivamente, le quotazioni potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 675 dollari nel 2023. Per i rottami quotati sul LME prevediamo un prezzo medio di 355 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2022 e di 350 dollari nel 1° trimestre 2023. Le quotazioni potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 385 dollari 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 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
LME COPPER 3M (USD/ton)	7,000	6,900	7,400	8,567	7,700	9,200	9,800
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,200	2,100	2,300	2,683	2,325	2,700	2,900
LME NICKEL 3M (USD/ton)	22,500	22,500	23,000	25,459	23,500	25,000	26,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,100	3,000	3,200	3,486	3,300	3,700	3,900
LME LEAD 3M (USD/ton)	1,820	1,790	1,890	2,084	1,900	2,100	2,180
LME TIN 3M (USD/ton)	21,500	21,000	22,000	31,190	22,500	25,000	26,000
SGX IRON ORE (USD/ton)	98	97	104	121	107	116	114
LME HRC North America (USD/ton)	760	750	800	1,034	825	900	880
CME HRC NWE (EUR/ton)	740	730	780	921	800	870	850
LME HRC FOB China (USD/ton)	550	545	585	683	590	640	630
LME REBAR (USD/ton)	620	615	655	723	675	735	720
LME SCRAP (USD/ton)	355	350	375	446	385	420	410

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

Battery metals: il futuro sta arrivando

Litio e cobalto sono tra i più importanti metalli per batterie, fondamentali per la transizione energetica dato il loro utilizzo nei veicoli elettrici. Considerando il forte aumento della domanda mondiale, è necessario un significativo incremento degli investimenti in capacità di estrazione e raffinazione per evitare futuri colli di bottiglia, soprattutto in Europa e Nord America.

Litio e cobalto sono tra i più importanti metalli per batterie, fondamentali per la transizione energetica, dato il loro utilizzo nei veicoli elettrici (VE) e in altre applicazioni. Di conseguenza, la domanda attesa di entrambi è strettamente legata ai progressi in elettrificazione e penetrazione dei VE.

Nel 2021 le vendite mondiali di autovetture elettriche per trasporto passeggeri sono quasi raddoppiate, trainate dalla Cina, mentre quest'anno si prevede un rallentamento della crescita. Tuttavia, nel 2022 le vendite dovrebbero registrare un incremento del 60% circa a/a, attestandosi a 10,6 milioni, di cui sei milioni in Cina e meno di tre in Europa. Il mercato europeo è stato penalizzato da colli di bottiglia delle filiere, elevata inflazione e peggioramento delle prospettive macroeconomiche dovuto alla guerra in Ucraina.

L'incremento delle vendite di VE dovrebbe proseguire per i prossimi dieci anni, grazie ai forti incentivi politici. In particolare, la penetrazione dei VE dovrebbe aumentare strutturalmente, passando dal 13% circa delle vendite globali di veicoli nel 2022 al 25% circa nel 2025 e al 75% nel 2030. Pertanto, la domanda di litio e cobalto dovrebbe crescere per sostenere un così forte sviluppo delle vendite di VE. Gli investimenti in capacità di estrazione e raffinazione dovrebbero aumentare di conseguenza, per evitare futuri colli di bottiglia nelle catene produttive.

Ovviamente questa crescita, spinta da precise scelte politiche, dipenderà anche da una necessaria accelerazione degli investimenti in infrastrutture (soprattutto in generazione elettrica e stazioni di ricarica) e da una maggiore sicurezza delle forniture nel settore energetico, in particolar modo in Europa. Infatti, la completa elettrificazione del settore automobilistico europeo, se accompagnata da un proseguimento di una crescita economica basata sugli attuali modelli di consumo energetico, potrebbe far quasi raddoppiare la domanda annuale di energia nel Vecchio Continente.

Quindi, anche per questo motivo l'Europa deve ridurre e ottimizzare i consumi energetici, investire nella produzione domestica da fonti rinnovabili e stipulare contratti a lungo termine con fornitori affidabili di combustibili, energia e metalli per raggiungere i suoi obiettivi di elettrificazione, decarbonizzazione e transizione energetica.

Il ruolo della Cina costituisce un'altra significativa preoccupazione strategica. Infatti, non soltanto il gigante asiatico vanta una importante produzione mineraria di metalli per batterie e terre rare, ma è anche leader indiscusso in termini di capacità di raffinazione di questi elementi strategici. Pertanto, una sostenibile transizione energetica richiederà che Europa e Nord America sviluppino capacità di raffinazione domestica per questi elementi e metalli essenziali.

Utilizziamo come riferimenti per target e previsioni sui prezzi i contratti futures sul cobalto (Fastmarkets) in USD/lb quotati al COMEX e i contratti futures sull'idrossido di litio (LiOH) (Fastmarkets) in USD/kg quotati al COMEX.

Cobalto

Secondo i dati pubblicati dal Cobalt Institute, nel 2021 la domanda di cobalto è aumentata del 22% a/a, attestandosi a 175 mila tonnellate. Il settore delle batterie (VE e altre batterie) ha rappresentato il 65% della domanda mondiale.

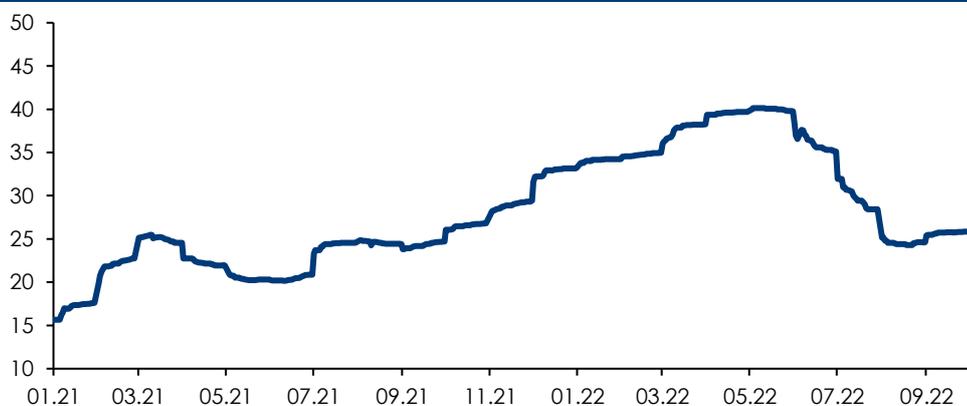
I VE sono diventati il principale settore di consumo finale, grazie a un aumento dell'85% a/a dell'utilizzo del metallo in questo tipo di batterie. Infatti, l'anno scorso ben il 74% della domanda globale di batterie per VE leggeri ha riguardato combinazioni chimiche a base di nickel e cobalto, contro soltanto il 25% di litio e ferro fosfato.

Sul fronte dell'offerta, nel 2021 la produzione mineraria di cobalto è aumentata del 12% a/a, attestandosi a 160 mila tonnellate, mentre l'offerta di cobalto raffinato ha registrato un incremento del 14% a/a, attestandosi a 144 mila tonnellate. La filiera produttiva del cobalto è molto concentrata geograficamente. La Repubblica Democratica del Congo (RDC) contribuisce al 74% dell'estrazione mondiale, pari a 118 mila tonnellate, mentre la Cina controlla il 72% della raffinazione mondiale, pari a 104 mila tonnellate.

Secondo le stime fornite dal Cobalt Institute, nel 2021 il mercato mondiale del cobalto ha registrato un deficit di circa 14 mila tonnellate. Tuttavia, nel 2022 e nel 2023 il mercato dovrebbe avvicinarsi a un equilibrio, a fronte di un temporaneo rallentamento dovuto a una crescita economica mondiale più debole. Al contrario, a partire dal 2024 il mercato mondiale dovrebbe registrare deficit più ampi. Infatti, secondo le stime del Cobalt Institute, la transizione energetica dovrebbe spingere al rialzo la domanda a 320 mila tonnellate nel 2026 (CAGR del 12,7%) e probabilmente l'offerta stenterà a soddisfare un tasso di crescita così elevato.

Nel nostro scenario di base, le quotazioni del cobalto potrebbero attestarsi a un livello medio di circa 27 dollari nel 4° trimestre 2022 e nel 1° trimestre 2023, a fronte di rischi recessivi ed elevati prezzi dell'energia. Successivamente, le quotazioni potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 28 dollari nel 2023. Si prevede una più rapida crescita dei prezzi a partire da fine 2023 fino a un target di 37 dollari nel 2027.

Contratti futures sul cobalto (Fastmarkets) in USD/lb, quotati al COMEX



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Litio

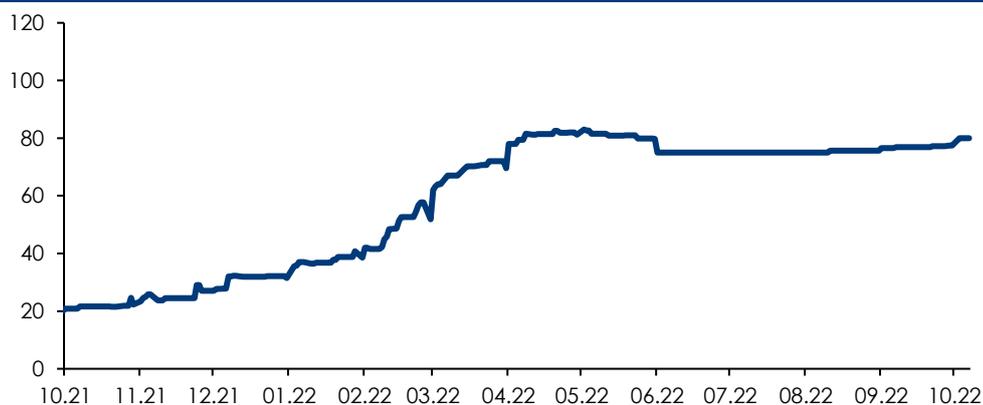
Secondo i dati pubblicati dall'Istituto Geologico degli Stati Uniti (U.S. Geological Survey) nel 2022 Mineral Commodity Summaries, nel 2021 la domanda di litio è cresciuta del 33% a/a, attestandosi a 93 mila tonnellate. Il settore delle batterie (VE e altre batterie) ha rappresentato il 74% della domanda mondiale.

Nel 2021 la produzione mondiale è cresciuta del 21% a/a, attestandosi a 100 mila tonnellate. La produzione di litio è meno concentrata a livello geografico rispetto al cobalto: l'Australia è il maggior produttore a livello globale (55% della produzione mondiale, pari a circa 55 mila tonnellate), seguita da Cile (26%, pari a circa 26 mila tonnellate), Cina (14%, pari a circa 14 mila tonnellate) e Argentina (6%, pari a circa 6 mila tonnellate).

L'anno scorso il mercato mondiale del litio ha registrato un surplus di circa 7 mila tonnellate. Tuttavia, nel 2022 si registrerà probabilmente un deficit, a causa del calo della produzione cinese, dovuto alla grave scarsità di energia elettrica durante l'estate. Deficit più ampi dovrebbero persistere negli anni successivi se la transizione energetica dovesse registrare un'accelerazione.

Nel nostro scenario di base, le quotazioni del litio potrebbero attestarsi a un livello medio di circa 80 dollari nel 4° trimestre 2022, a causa della scarsa produzione cinese di quest'anno, ma successivamente potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 77 dollari nel 2023. Si prevede una più rapida crescita dei prezzi a partire da fine 2023 fino a un target di 110 dollari nel 2027.

Contratti futures sull'idrossido di litio (LiOH) (Fastmarkets) in USD/kg quotati al COMEX



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo per i principali futures su battery metals in valuta di quotazione, scenario di base

Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
COMEX Cobalt (USD/lb)	27	27	27	31	28	30	32
COMEX LITHIUM (USD/kg)	80	77	77	72	77	92	98

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Agricoli: La Niña triple dip

I prezzi della maggior parte delle merci agricole sono destinati a rimanere elevati rispetto alle medie storiche, anche se la recente correzione dovrebbe proseguire a fronte di un contesto macroeconomico coerente con una minore propensione per gli asset ciclici. Segnaliamo che le nostre previsioni sono esposte a rischi al rialzo dati i rischi meteorologici e geopolitici.

Nonostante persistenti rischi geopolitici, misure protezionistiche adottate da diversi Paesi esportatori e condizioni meteorologiche avverse, nei mesi scorsi i prezzi di mercato della maggior parte delle materie prime agricole sono diminuiti, dopo i picchi registrati all'inizio della guerra tra Russia e Ucraina.

La correzione dei prezzi è stata trainata soprattutto da dollaro americano forte, intensificazione dei rischi recessivi, che hanno alimentato le vendite di asset ciclici, e attenuazione dei timori sulla scarsità di offerta nel breve termine, anche grazie all'accordo raggiunto per lo sblocco delle spedizioni di cereali attraverso il Mar Nero.

Sfortunatamente, i problemi strutturali legati ai mercati agricoli mondiali persistono e probabilmente faranno sentire i loro effetti negativi anche nei prossimi due trimestri: tariffe di trasporto e costi energetici elevati, scarsità di fertilizzanti a livello globale, rischi geopolitici in Europa orientale e Russia e seria minaccia di condizioni meteorologiche sfavorevoli rappresentano i nostri principali timori.

In particolare, per la prima volta in questo secolo il fenomeno meteorologico della Niña probabilmente permarrà per il terzo anno consecutivo. I meteorologi definiscono tale evento "La Niña triple dip" e segnalano un aumento dei rischi di siccità in Nord e Sud America, inondazioni nel Sud-est Asiatico e ondate di freddo nell'emisfero boreale durante la stagione invernale.

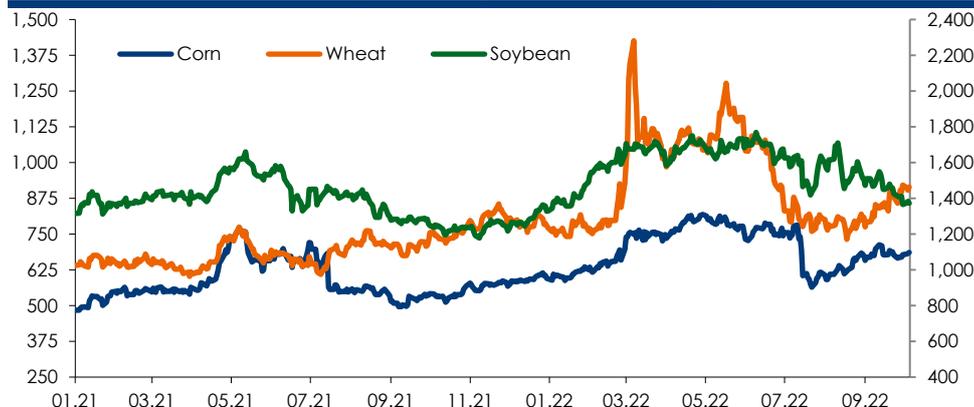
In particolare, un terzo anno di precipitazioni inferiori alla media sarebbe particolarmente dannoso per raccolti e coltivazioni in diverse aree di coltivazione, a causa del preesistente scarso livello di umidità nei campi.

Pertanto, pur prevedendo una possibile diminuzione dei prezzi della maggior parte delle merci agricole nel corso dei prossimi mesi, a fronte di un contesto macroeconomico coerente con una minore propensione per gli asset ciclici, i prezzi agricoli sono destinati a rimanere elevati rispetto alle medie storiche ancora per molti trimestri, a causa di persistenti rischi di scarsità sui mercati fisici, minaccia di condizioni meteorologiche avverse, rischi geopolitici, domanda e offerta anelastiche, almeno nel breve termine.

Inoltre, segnaliamo che le nostre previsioni sui prezzi delle materie prime agricole sono esposte a rischi al rialzo. I rischi meteorologici e geopolitici potrebbero facilmente innescare nuove crisi alimentari nel 2023, soprattutto nelle regioni più povere e dipendenti dalle importazioni, minando ulteriormente la stabilità politica nei Paesi vulnerabili.

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



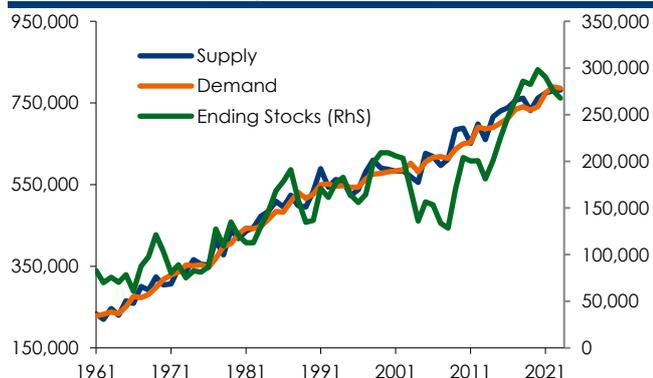
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Chicago Board of Trade

Frumento

Nella stagione 2022/23 il mercato mondiale del frumento potrebbe registrare un deficit per il secondo anno consecutivo, anche se più contenuto rispetto al 2021/22. A ottobre, lo U.S. Department of Agriculture (USDA) ha pubblicato il report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) contenente stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato dei cereali. Secondo le previsioni dell'USDA, nonostante il conflitto in Ucraina, nella stagione 2022/23 la produzione mondiale potrebbe aumentare dello 0,2% a/a, attestandosi a 781,7 milioni di tonnellate, un nuovo massimo. Al contrario, i consumi globali dovrebbero registrare un calo del -4,0% a/a, attestandosi a 790,2 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 3,1% a/a, attestandosi a 267,5 milioni di tonnellate. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 33,9% nel 2022/23 dal 37,1% della stagione 2021/22.

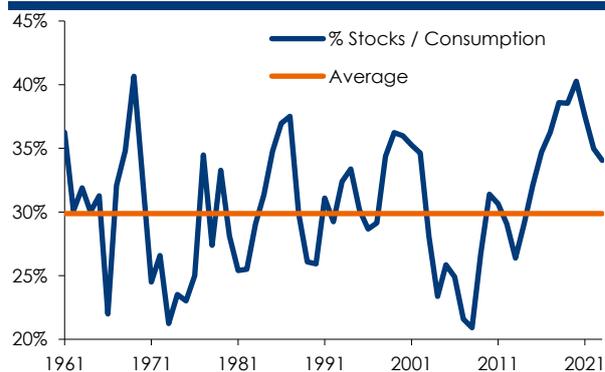
Nel nostro scenario di base, stimiamo una quotazione media di 900 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2022. I prezzi del frumento dovrebbero registrare una leggera flessione nel 2023, a fronte di persistenti rischi geopolitici ed elevati costi di produzione, attestandosi a un livello medio di 865 centesimi di dollaro.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

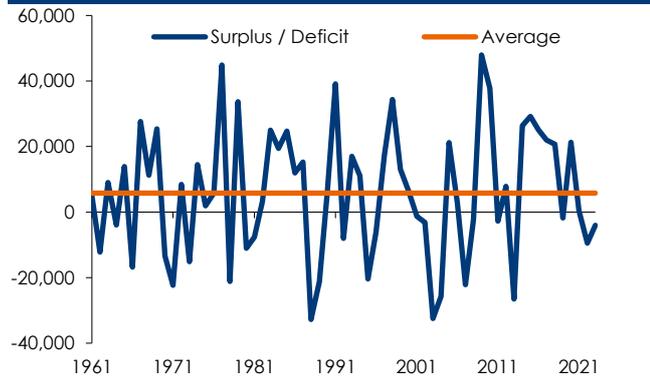


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

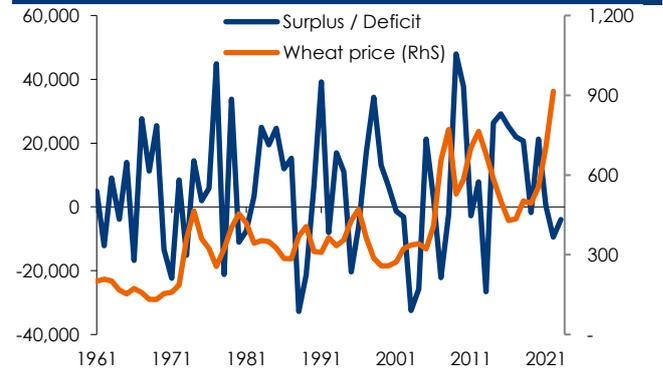
Rapporto fra scorte e consumi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

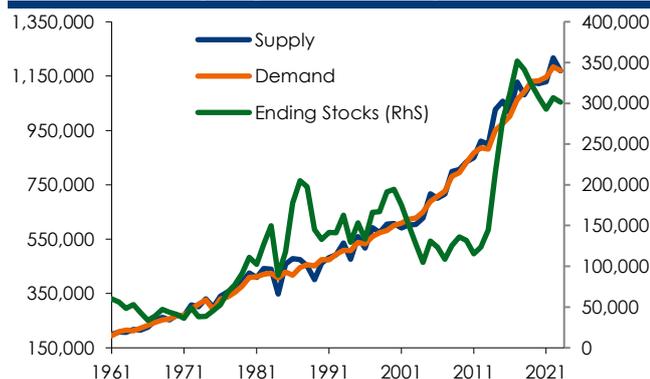
Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

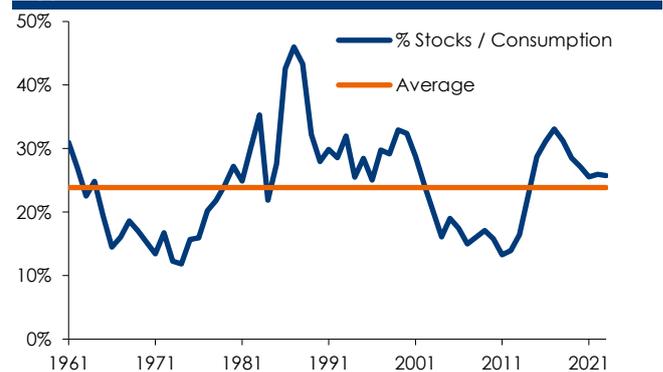
Mais

Il mercato mondiale del mais potrebbe registrare un leggero deficit nella stagione 2022/23, dopo l'ampio surplus della stagione 2021/22. Infatti, secondo le previsioni dell'USDA contenute nel report WASDE di ottobre, nel 2022/23 la produzione mondiale dovrebbe diminuire del 4,0% a/a, attestandosi a 1.168,7 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale dovrebbe diminuire soltanto del 2,4% a/a, attestandosi a 1.174,6 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi segnare una diminuzione dell'1,9% a/a, attestandosi a 301,2 milioni di tonnellate, mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 25,6% dal 25,5% della stagione precedente.

Stimiamo un prezzo medio di 700 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2022 e un prezzo medio di 640 centesimi per il 2023. Infatti, il mais dovrebbe essere ancora sostenuto da calo della produzione e prezzi dei carburanti ancora elevati, poiché l'etanolo prodotto dal mais viene spesso considerato come conveniente sostituto della benzina.

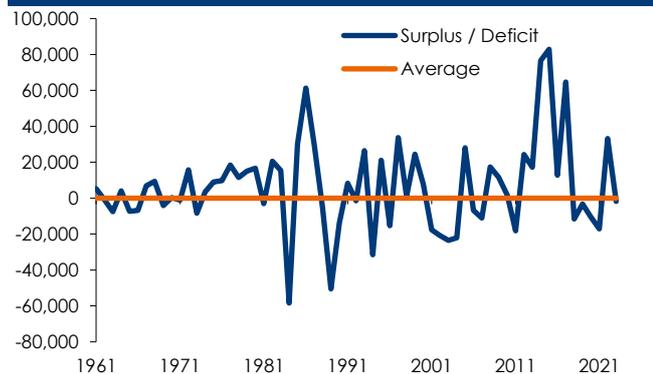
Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi

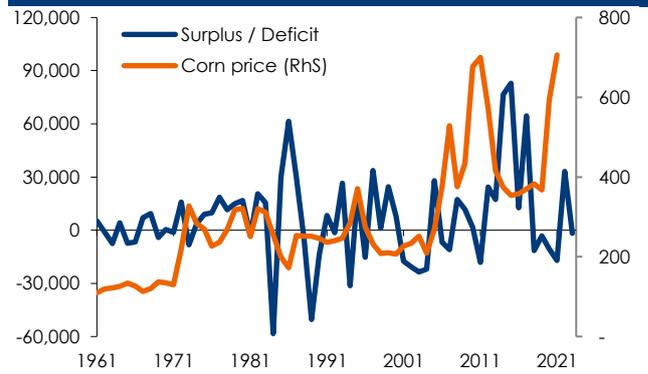
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)



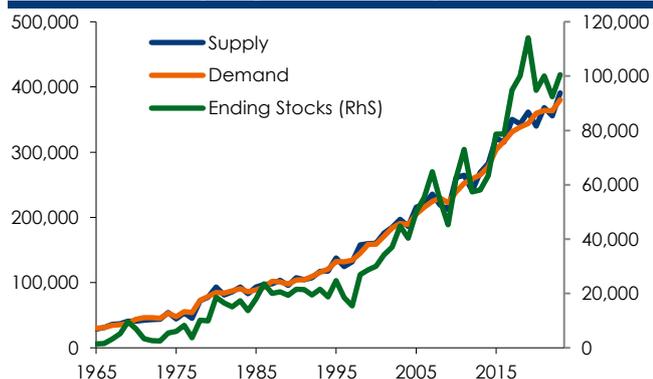
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia

Secondo le stime dell'USDA contenute nel report di ottobre, il mercato della soia potrebbe tornare a registrare un ampio surplus nella stagione 2022/23, dopo il deficit della stagione 2021/22. La produzione mondiale potrebbe infatti aumentare del 9,9% a/a, attestandosi a 391,0 milioni di tonnellate, toccando un nuovo massimo storico. Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 4,6% a/a, raggiungendo 380,2 milioni di tonnellate, anche in questo caso un nuovo massimo storico. Di conseguenza, nella stagione 2022/23 le scorte mondiali dovrebbero aumentare dell'8,8% a/a, attestandosi a 100,5 milioni di tonnellate. Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 26,4% dal 25,4% registrato nella stagione precedente.

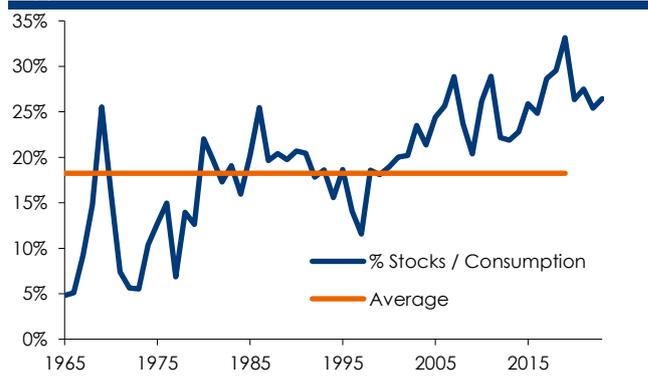
Nonostante l'indebolimento dei fondamentali, riteniamo che a breve termine i prezzi della soia potrebbero essere sostenuti da elevati prezzi energetici e domanda di oli vegetali ancora robusta. Pertanto, stimiamo per la soia una quotazione media di 1.425 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2022 e un prezzo medio di 1.350 dollari per il 2023.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

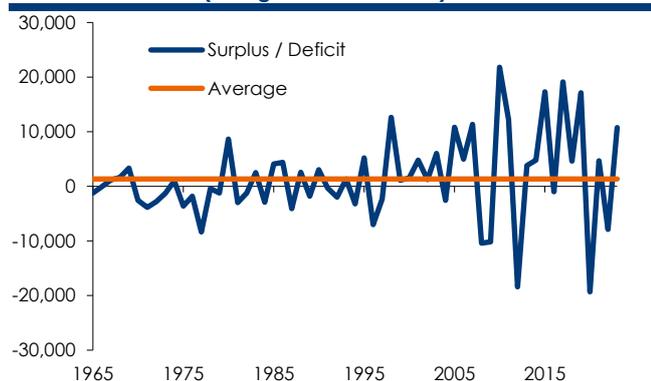


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

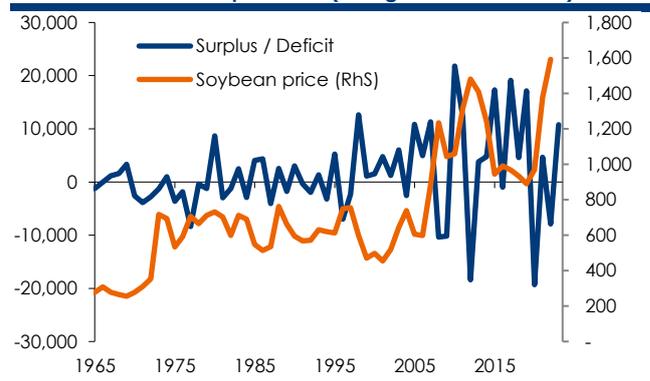
Rapporto fra scorte e consumi



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 settembre 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.

In base alle nostre analisi, le previsioni dell'ICO potrebbero rivelarsi eccessivamente ottimistiche e il deficit di mercato potrebbe essere ancora più ampio, probabilmente più vicino ai 5 milioni di sacchi che ai 3,1 milioni di sacchi indicati dalle stime ufficiali, a causa di rendimenti inferiori alle attese in diversi Paesi produttori. Fortunatamente, almeno in Brasile, il clima secco ha favorito le attività di raccolta e migliorato la qualità dei chicchi.

Secondo le stime dell'ICO, la produzione mondiale probabilmente scenderà a 167,2 milioni di sacchi nella stagione 2021/22 (-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 agosto 2021 - agosto 2022 le esportazioni totali sono diminuite dello 0,3% a/a a 118,9 milioni di sacchi, seppur con significative differenze tra Arabica e Robusta. Infatti, le esportazioni di Arabica sono diminuite del 2,8% a/a, a causa dell'offerta limitata nei principali Paesi esportatori, mentre quelle di Robusta sono aumentate del 4,1% a/a nello stesso periodo. Ad agosto 2022 le esportazioni totali hanno subito una contrazione dell'1,9% a/a, con un calo del 4,0% a/a per la Robusta e un calo dello 0,7% a/a per l'Arabica, trainato da una forte contrazione della varietà Colombian Milds (-20,1% a/a).

Le stime ufficiali per la stagione 2022/23 non sono state ancora pubblicate; tuttavia, in base alla nostra analisi, il mercato mondiale del caffè potrebbe registrare un nuovo deficit, attualmente stimato nell'ordine di 1,3-1,5 milioni di sacchi. Il consumo mondiale potrebbe mantenersi vicino all'attuale livello di circa 170,5 milioni di sacchi, poiché i rischi di recessione potrebbero avere un impatto limitato su questo tipo di spese discrezionali, mentre la ripresa delle attività sociali dopo la pandemia di Covid determinerà una costante crescita dei consumi fuori casa.

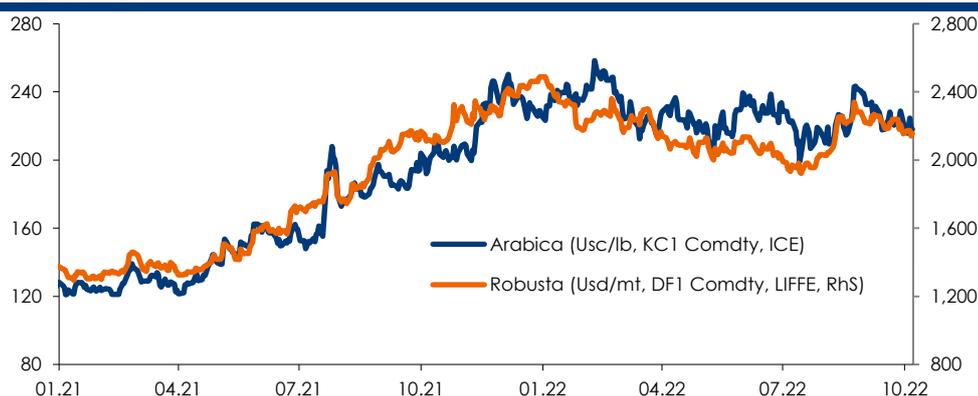
L'offerta globale dovrebbe registrare una ripresa, avvicinandosi a 169 milioni di sacchi, trainata dal Brasile, poiché la nuova stagione sarà caratterizzata da raccolti abbondanti ("on-year") per le piante di Arabica nel ciclo biennale di produzione in Brasile e, di conseguenza, la produzione domestica dovrebbe aumentare sensibilmente rispetto alla stagione precedente.

In particolare, in questo momento prevediamo una produzione totale brasiliana di quasi 55 milioni di sacchi, di cui 35 milioni circa di Arabica e 20 milioni circa di Robusta. Le nostre previsioni sono più ottimistiche dei dati ufficiali pubblicati dalla Brazilian Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB). Secondo l'ultima stima ufficiale sul raccolto di caffè brasiliano pubblicata dall'Agenzia, nel 2022/23 la produzione totale di caffè in Brasile potrebbe aumentare del 5,6% a/a rispetto alla stagione precedente, attestandosi a 50,4 milioni di sacchi, il peggiore "on-year" dal 2016. Secondo la CONAB, la produzione totale brasiliana di Arabica potrebbe aumentare solamente del 3,1% a/a rispetto alla stagione precedente, attestandosi a 32,4 milioni di sacchi, il peggiore "on-year" dal 2014. La produzione totale brasiliana di Robusta potrebbe aumentare del 10,3% a/a rispetto alla stagione precedente, attestandosi a 18,90 milioni di sacchi, un nuovo massimo.

Di conseguenza, il deficit di mercato sarà probabilmente più contenuto rispetto alla stagione precedente; tuttavia, permangono rischi al ribasso sul raccolto dovuti a scarsità di fertilizzanti, elevati prezzi dei carburanti e condizioni meteorologiche avverse. In particolare, in America Latina il rischio di un terzo anno consecutivo di clima secco e siccità è molto concreto, mentre il Sud-est asiatico potrebbe essere colpito da maggiori inondazioni, poiché secondo i meteorologi la Niña durerà fino al 2° trimestre 2023. Questo fenomeno atmosferico potrebbe avere gravi ripercussioni sui campi latinoamericani, già duramente colpiti da due anni di livelli di umidità inferiori alla media, e su quelli vietnamiti, già danneggiati dalle recenti inondazioni.

Pertanto, secondo le nostre stime i prezzi del caffè potrebbero rimanere ben sostenuti, a fronte di un persistente deficit sui mercati fisici ed elevati costi logistici. Per il 4° trimestre 2022 stimiamo un prezzo medio per l'Arabica di circa 220 centesimi di dollaro e un prezzo medio per la Robusta di 2.100 centesimi di dollaro. Nel 2023 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.

Prezzi del caffè



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

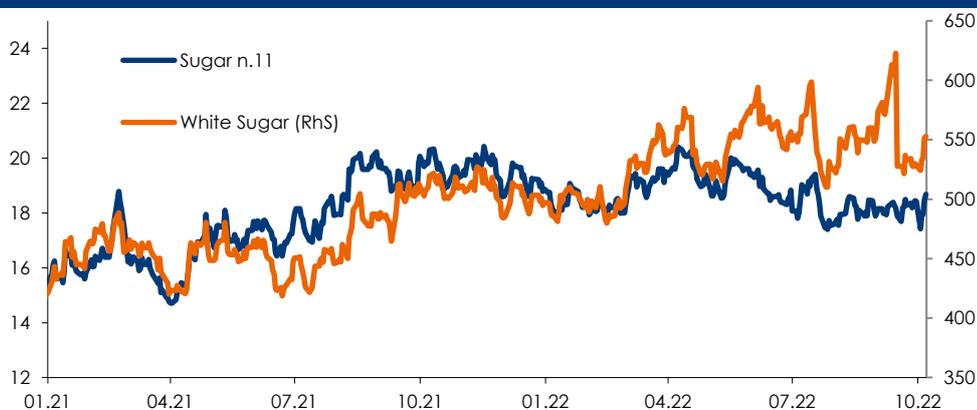
Zucchero

Secondo le ultime stime pubblicate a fine agosto dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2022/23 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un surplus di circa 5,6 milioni di tonnellate, trainato da livelli di produzione estremamente elevati. Tale dato rappresenta una significativa revisione delle stime ufficiali, poiché soltanto lo scorso maggio, l'ISO

prevedeva un surplus più contenuto di 2,8 milioni di tonnellate, contro il deficit di 1,3 milioni di tonnellate registrato nella stagione 2021/22. Infatti, secondo le ultime previsioni pubblicate dall'ISO, la produzione globale dovrebbe aumentare del 4,5% a/a a 181,9 milioni di tonnellate, un nuovo massimo storico, mentre i consumi globali dovrebbero crescere soltanto dello 0,5% a/a, attestandosi a 176,3 milioni di tonnellate.

Secondo le nostre attuali stime, nel 4° trimestre 2022 il prezzo dello zucchero dovrebbe attestarsi a un livello medio di circa 18,0 dollari per i future Sugar n. 11 e di 540 dollari per i future White Sugar. Nel 2023 le quotazioni dello zucchero potrebbero diminuire verso una media di 17,4 dollari per i future Sugar n. 11 e di 520 dollari per i future White Sugar, una previsione negativa in linea con l'indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e prezzi di petrolio ed energia ancora elevati.

Prezzi dello zucchero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cacao

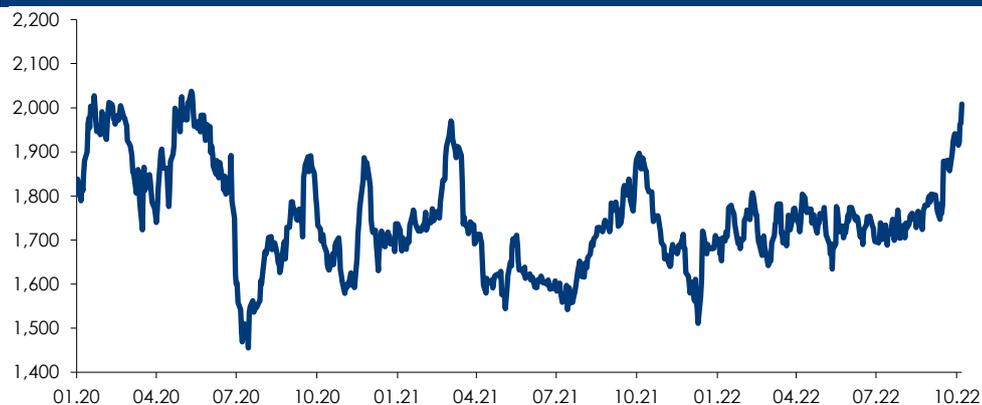
Secondo le ultime stime pubblicate dall'International Cocoa Organization (ICO) a inizio settembre, nel 2021/22 il mercato mondiale del cacao dovrebbe registrare un deficit di circa 230 mila tonnellate, rispetto al deficit più contenuto di circa 174 mila tonnellate precedentemente stimato.

La revisione al ribasso è dovuta principalmente alla brusca diminuzione della produzione in Ghana, che ha determinato un adeguamento negativo di circa 110 mila tonnellate a 689 mila tonnellate. Per contro, l'ICO ha mantenuto pressoché invariate le stime sui consumi mondiali, prevedendo un'attività di macinazione vicina a 5,07 milioni di tonnellate.

Pertanto, le scorte finali dovrebbero diminuire più di quanto precedentemente previsto, a 1,68 milioni di tonnellate. Quest'anno il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 33,2% dal 38,3% della stagione precedente (contro il 34,7% precedentemente stimato).

Nel nostro scenario di base stimiamo quotazioni medie per il cacao intorno a un livello di 1.800 sterline nel 4° trimestre 2022 e nel 2023. A nostro avviso, la domanda mondiale dovrebbe rivelarsi più debole di quanto attualmente previsto, soprattutto in Europa, a causa del doppio impatto negativo di guerra in Ucraina e crisi energetica. Inoltre, a nostro avviso il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe essere sufficientemente elevato da indicare un mercato mondiale ancora adeguatamente fornito, soprattutto tenendo conto dei gravi rischi di recessione che pesano sull'Europa, la più grande regione consumatrice del mondo.

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 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
CBOT CORN (USc/bu)	700	675	655	702	640	600	560
CBOT WHEAT (USc/bu)	900	880	870	923	865	850	800
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,425	1,375	1,360	1,552	1,350	1,300	1,230
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	95	94	93	116	92	87	82
ICE SUGAR (USD/ton)	540	530	520	539	520	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	18.0	17.8	17.5	18.5	17.4	16.2	15.3
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	220	210	200	226	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,100	2,000	1,900	2,145	1,850	1,730	1,630
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,250	2,200	2,250	2,413	2,250	2,280	2,260
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,800	1,800	1,800	1,757	1,800	1,790	1,780
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	440	430	420	446	415	380	360
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	64.0	62.0	61.0	69.7	60.0	56.0	54.0

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