

Mensile Materie Prime

La crisi nel Mar Rosso alza la pressione sulle Commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, le tensioni geopolitiche spingono il greggio

L'aggravarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente non fa altro che rafforzare il nostro scenario. Il mercato energetico resterà sotto pressione anche quest'anno, come dimostra il pronto recupero delle quotazioni petrolifere, dopo la debolezza registrata sul finale dello scorso anno. Sfumano invece i rischi di rincaro del gas, legati ai possibili ritardi nelle forniture via mare. Ancora una volta le revisioni al ribasso della domanda di petrolio, attese come conseguenza del rallentamento economico, non si sono verificate. Al contrario, si conferma l'aumento dei consumi mondiali per il 2024, una situazione che supporterà ancora le quotazioni energetiche.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, maggiori rialzi nel 2° semestre 2024

L'aumento delle tensioni geopolitiche e la consapevolezza che l'inflazione, benché lontana dai massimi, resterà pur sempre alta presumibilmente per tutto il 2024 restano gli elementi di sostegno al comparto. Lo scenario futuro sui Preziosi potrebbe migliorare ma solo se si concretizzeranno le aspettative sulle politiche monetarie, che dovrebbero portare a una svolta finalmente più accomodante probabilmente a partire dalla metà del 2024.

Metalli industriali: debolezza nel breve e cauto ottimismo nel lungo termine

Confermiamo la nostra previsione di debolezza diffusa per la maggior parte dei metalli nella prima parte del 2024, rimandando il recupero alla seconda metà dell'anno, se non nel 2025. L'influenza negativa dovuta al rallentamento economico globale è parzialmente mitigata dalle aspettative sugli effetti positivi che potrebbero scaturire dall'effettiva implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese.

Prodotti agricoli: outlook di nuovo Mod. Positivo, pesa la crisi del Mar Rosso

La novità di breve termine, rappresentata dalle impreviste tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, rischia di alimentare la pressione rialzista anche sui prezzi delle principali granaglie, benché non siano direttamente coinvolte (ad eccezione del riso). Più evidenti sono invece gli effetti sui prodotti agricoli "coloniali", in arrivo dal Sud Est Asiatico, che stanno registrando forti rincari.

Soft Commodity:

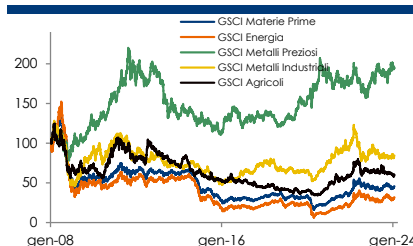
- Cotone:** forti tensioni sulle forniture europee di cotone in arrivo dal Sud Est Asiatico.
- Zucchero:** le politiche protezionistiche e i timori per le forniture mantengono alti i prezzi.
- Caffè:** la crisi dei trasporti nel Mar Rosso sta prolungando la corsa dei prezzi.
- Cacao:** ai rischi di offerta insufficiente si somma l'incertezza sulle spedizioni dall'Africa.

Performance degli indici commodity

	Valore 29.01.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.502,0	4,6	13,7	45,0
GSCI Energia	626,8	8,2	24,8	42,4
GSCI Met. Preziosi	2.271,9	-1,9	11,8	45,9
GSCI Met. Industriali	1.572,0	-1,8	-16,2	26,4
GSCI Prod. Agricoli	501,8	-2,2	-4,3	40,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 29.01.2024

Andamento dei principali indici commodity



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

30 gennaio 2024 - 15:25 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

30 gennaio 2024 - 15:32 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	7,2	-10,7
Brent	7,0	-10,3
Gas naturale	-1,0	-43,8
Gasolio	13,9	-18,5
Oro	-2,2	-0,7
Argento	-3,5	-7,7
Rame	-0,0	-12,1
Alluminio	-5,0	2,2
Zinco	-3,6	-44,7
Nickel	-1,0	-9,3
Mais	-6,6	-20,7
Frumento	-5,5	-14,9
Soia	-7,7	2,7
Cotone	4,0	0,0
Caffè Arabica	0,5	63,0

Fonte: Bloomberg; Dati al 29.01.24

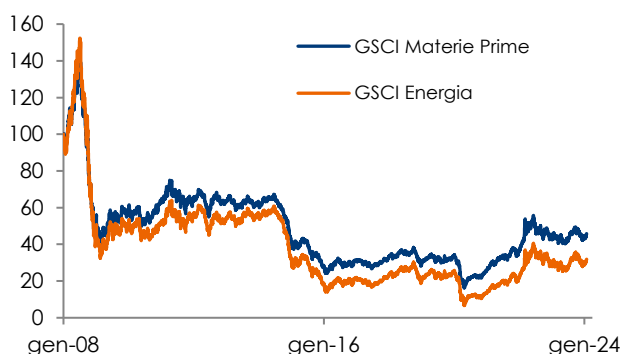
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.01.24 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: le tensioni geopolitiche sostengono il petrolio

Commodity: le tensioni nel Mar Rosso limiteranno il ribasso delle materie prime, ipotizzato come conseguenza del rallentamento economico. Se il rallentamento economico globale resta il principale elemento depressivo per le materie prime, col distinguo del comparto Energia, che è mosso anche da altre dinamiche e che comunque incassa le stime in aumento per i consumi di petrolio (per il 2024), sono le tensioni geopolitiche a tenere alta la pressione sulle commodity. La situazione in Medio Oriente resta estremamente tesa: lo scontro tra Israele e Hamas a Gaza prosegue senza che ci sia uno spiraglio di intervento diplomatico internazionale. In aggiunta, gli attacchi degli Houthi dello Yemen contro le navi commerciali in transito nel Mar Rosso pesano sul commercio globale, con il costo delle spedizioni tra Asia ed Europa in aumento, o per le decisioni delle compagnie navali di deviare i cargo circumnavigando l'Africa e passando per il Capo di Buona Speranza, o per i maggiori premi assicurativi richiesti agli armatori che invece insistono nel transitare per quel tratto di mare. I timori di interruzioni nel commercio marittimo e di una conseguente riduzione dell'offerta di risorse trasportata dal Canale di Suez in Europa, oltre ai continui disagi anche nel Canale di Panama (dovuti alla siccità che rallenta i transiti delle navi più grandi), hanno riportato l'attenzione degli operatori sulle difficoltà delle forniture che potrebbero generare nuove fiammate inflazionistiche, complicando lo scenario per il 2024. Gli investitori, infatti, si attendono che le banche centrali, rassicurate dal rallentamento dei prezzi, possano abbassare i tassi di interesse, rendendo il costo del denaro meno caro e smussando l'entità del rallentamento economico. Un quadro che migliorerebbe le aspettative sulla domanda di materie prime e quindi le previsioni sui target dei prezzi delle principali commodity. Il mercato, peraltro, ha già parzialmente riequilibrato le proprie valutazioni sul greggio, vista la generale convinzione che il consumo mondiale di carburanti sarà comunque in aumento nel 2024, con la conseguenza di mantenere su livelli alti il costo del petrolio. L'ultimo elemento dello scenario riguarda la dimensione della crescita in Cina, l'apporto che darà al PIL mondiale e la consistenza degli aiuti, per ora solo annunciati, che il Governo cinese intende implementare per alimentare il ciclo economico. Per ora prevale solo un moderato consenso verso le decisioni cinesi; gli operatori si attendono passi concreti e stanziamenti reali di fondi da parte del Governo, visto che per il momento le uniche misure effettivamente messe in campo sono quelle di politica monetaria espansiva, decise dalla Banca centrale cinese.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.01.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.502,0	4,6	13,7	45,0
GSCI Energia	626,8	8,2	24,8	42,4
WTI (\$)	76,8	7,2	-11,6	41,6
Brent (\$)	82,4	7,0	-8,5	33,7
Gas Naturale (\$)	2,5	-1,0	-46,3	-12,8

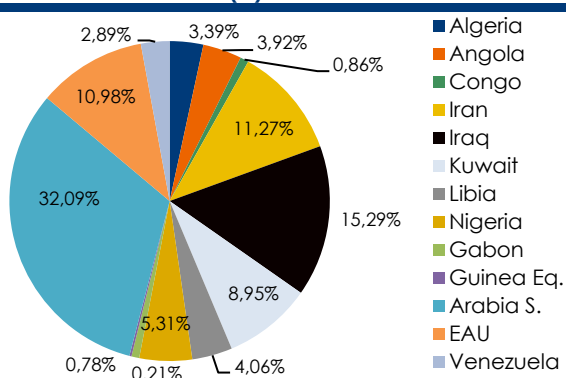
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

E' minima l'attesa per la prima verifica della strategia di tagli volontari decisi dall'OPEC+. L'esito della riunione OPEC+ del 30 novembre, pur avendo portato a nuove riduzioni dell'offerta per la prima parte del 2024, non sembra aver convinto del tutto gli operatori, a causa della volontarietà dei tagli e del limitato intervallo temporale di applicazione (il 1° trimestre 2024). Una prima verifica della strategia è attesa per il 1° febbraio, quando si riunirà il JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), l'organo tecnico formato dagli esperti nominati dai membri del consorzio OPEC+, a cui sono demandati la sorveglianza, l'analisi e i possibili suggerimenti relativi alla strategia di

contenimento dell'offerta petrolifera. Le indiscrezioni convergono sul fatto che nessuna modifica verrà apportata ma che il grosso delle attenzioni sarà rivolto principalmente alla verifica dei livelli di produzione. La decisione sull'opportunità o meno di estendere una parte dei tagli volontari alla produzione petrolifera anche ad aprile verrà probabilmente presa più avanti, così come appare prematuro ipotizzare quali saranno le future mosse. Lo scorso novembre, l'OPEC+ ha concordato tagli volontari alla produzione per un totale di circa 2,2 milioni di barili al giorno per il 1° trimestre di quest'anno, guidati dall'Arabia Saudita, che ha implementato una riduzione volontaria di oltre 1 milione di barili al giorno, e dalla Russia (-400.000/500.000 barili, a cui si somma la limitazione all'export del diesel). Se questi tagli venissero estinti, l'OPEC+ restituirebbe al mercato 2,2 milioni di barili al giorno dall'inizio di aprile ma lascerebbe ancora in vigore 3,66 milioni di barili giornalieri di tagli, concordati precedentemente. In attesa di maggior chiarezza, i prezzi del petrolio continuano a beneficiare delle stime al rialzo sul consumo per quest'anno, a cui si sono aggiunte le crescenti tensioni geopolitiche.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA vede migliorate le stime sul consumo di greggio per il 2024. Nel rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC) prevede per il 2024 un aumento della domanda di 2,2 milioni di barili al giorno (mb/g), mentre per il 2025 l'incremento sarà di +1,8 mb/g. Il consumo totale raggiungerà i 104,4 mb/g nel 2024, sostenuto dalla forte domanda di viaggi aerei, con l'OCSE che vedrà maggiori consumi per meno di 0,3 mb/g e i Paesi non-OCSE per circa 2,0 mb/g. Anche questo mese, quindi, la fiducia sulla futura domanda deriva dalle stime ottimistiche dei consumi in Cina, ed è proprio quest'ultimo elemento, unito allo scetticismo che ammantava la scarsa implementazione delle misure di sostegno all'economia, a porre qualche perplessità sull'ottimismo dei produttori. L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (**OMR**) di gennaio, ha confermato che la domanda globale di petrolio crescerà di 1,24 milioni di barili (+180.000 rispetto alla stima di dicembre) nel 2024, per un consumo complessivo di 102,9 mb/g. La previsione di crescita segnalata dall'IEA si somma alla stessa dinamica delineata dall'OPEC confermando così un probabile scenario di prezzi alti per il petrolio. Più cauta la tendenza delineata nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di gennaio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, che vede la crescita del consumo globale rallentare: +1,4 milioni di barili al giorno nel 2024 (+1,2 milioni nel 2025) per un ammontare complessivo di 102,4 mb/g. La variazione, pur sempre positiva, risulterebbe così inferiore alla crescita di 1,9 milioni di barili al giorno registrata nel 2023. La frenata dei consumi dipenderebbe proprio dalle minori richieste in arrivo dalla Cina, esaurito il rimbalzo della domanda dovuto alla ripresa economica post pandemica, vista nel 2023.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.12.2023

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

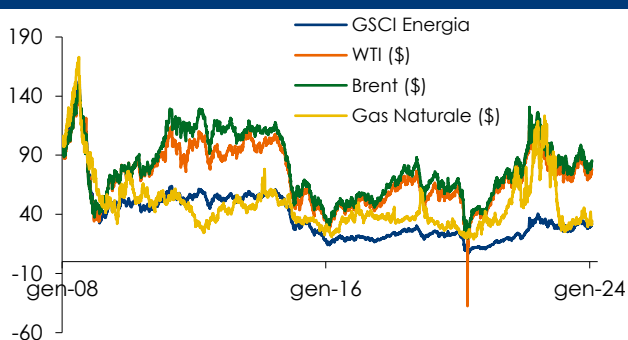
Dollari	Media 2000-19	2020	2021	2022	Stime 2023	Stime 2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	109,8	118,3	145,1
Azerbaijan	51,9	65,7	57,9	67,3	79,7	88,4
Bahrain	83,2	120,6	131,6	136,5	108,3	96,9
Iran	85,6	546,5	272,3	268,5	307,4	317,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	70,6	97,7	97,9
Kazakistan	-	192,1	183,5	95,5	94,4	99,2
Kuwait	47,0	76,6	69,1	49,0	64,8	63,8
Libia	71,7	141,7	52,2	68,0	68,2	64,3
Oman	69,1	86,4	76,7	62,7	54,3	54,8
Qatar	45,1	49,3	47,0	45,3	45,5	42,2
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	87,9	85,8	79,7
Turkmenistan	-	40,5	32,3	38,4	39,0	41,0
Emirati Arabi Uniti	50,0	51,7	53,0	46,4	56,0	58,3

Fonte: FMI Outlook, ottobre 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gas: la crisi nel Mar Rosso non sembra pesare sulle quotazioni del gas europeo. Le difficoltà dei transiti navali nel Mar Rosso stanno avendo un forte effetto sul commercio globale, mentre

sembrano minime le conseguenze per le forniture di gas all'Europa di passaggio per quel tratto di mare. L'Europa è diventata più dipendente dalle consegne di gas naturale liquefatto (GNL) che avvengono via mare, dopo il distacco dalle forniture russe; tuttavia, appaiono veramente limitati i disagi per il sistema energetico europeo. Nonostante il Qatar abbia ritardato qualche consegna, destinata ai porti del Sud del Mediterraneo, non ha ridotto le sue esportazioni di GNL e le spedizioni nelle ultime due settimane sono salite, rispetto allo stesso periodo del 2023, di oltre il 7%. Un altro aspetto interessante è che le difficoltà nel Mar Rosso non hanno finora avuto un impatto sui costi di trasporto del gas mentre, al contrario, hanno visto crescere significativamente i costi di spedizione dei container e salire moderatamente le tariffe di trasporto e sdoganamento del petrolio. Il sistema energetico europeo viene quindi considerato al riparo dai rischi, in questa fase, per tutta una serie di motivazioni. L'elevato livello degli stoccaggi europei rassicura sui consumi attesi nell'ultima parte della stagione invernale. In aggiunta, l'eventuale limitazione dei cargo di passaggio nel Canale di Suez non interrompe le forniture ma al limite le ritarda soltanto, rendendo più lungo il tragitto di percorrenza. Infine, un altro fattore da considerare sono le temperature più miti, al di sotto della media stagionale, registrate nel Nord Est Asiatico. L'inverno meno rigido ha abbassato le esigenze di importazione per quei paesi che concorrono, insieme all'Europa, nell'aggiudicarsi le forniture di gas liquefatto. Il minor consumo in quelle zone ha mantenuto bassi i prezzi del metano e ha liberato una grossa fetta di materia prima inattesa, che è stata dirottata verso il mercato europeo. Per questa ragione, al netto dei consumi invernali (che restano il principale fattore di attenzione in Europa), pensiamo che il gas possa rimanere sugli attuali livelli di prezzo, a patto che le forniture via nave mantengano l'attuale regolarità.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.01.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	626,8	-3,9	-1,7	1,3	8,2
WTI (\$)	76,8	-6,7	-4,7	-1,4	7,2
Brent (\$)	82,4	-5,8	-3,0	-2,9	7,0
Gas Naturale (\$)	2,5	-25,7	-5,6	-7,0	-1,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo: non cambia lo scenario di tensione che manterrà alti i prezzi del petrolio, almeno in questa prima parte del 2024, indipendentemente dall'efficacia dei tagli OPEC+. Sfumano i rischi rialzisti per il metano, nonostante le tensioni sui trasporti nel Mar Rosso.

L'aggravarsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, dove allo scontro fra Israele e Hamas si è aggiunta la crisi nel Sud del Mar Rosso, non fa altro che rafforzare il nostro scenario. Il mercato energetico resterà sotto pressione anche nel 2024, come dimostra l'immediato recupero delle quotazioni petrolifere, dopo la debolezza registrata sul finale dello scorso anno. Il peso complessivo delle tensioni mediorientali si somma alla contrazione dell'offerta OPEC+ prevista in questo 1° trimestre e fa passare in secondo piano la volontarietà dei tagli, l'unico elemento che poteva compromettere l'efficacia della decisione, supponendo il mancato rispetto degli accordi presi. I timori di interruzioni del commercio marittimo, pur restando forti, assumono una connotazione più specifica e meno generalista. Dopo un mese di disagi, possiamo cautamente dire che le conseguenze sui trasporti del gas naturale liquefatto sono minime, come dimostra la stabilità dei prezzi. Al contrario, qualche aggravio sui costi di trasporto e sdoganamento del petrolio sta emergendo, giustificando in parte il rialzo dei prezzi. Quello che sicuramente genera pressione rialzista è l'insieme delle incertezze derivanti da questa situazione, indipendentemente dai reali effetti sulle altre materie prime, sul petrolio o sul metano. Il tutto in un contesto in cui,

ancora una volta, le revisioni al ribasso della domanda di petrolio, ipotizzabili come conseguenza del rallentamento economico atteso, non si sono verificate. Al contrario, invece, si conferma l'aumento dei consumi mondiali per il 2024, una situazione che supporterà le quotazioni energetiche.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2023	2024
WTI (\$)	76,8	83,5	78,5	79,0	79,5	75,6
Brent (\$)	82,4	86,5	82,5	83,0	83,0	80,0
Gas Naturale (\$)	2,5	3,1	2,8	2,6	3,0	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

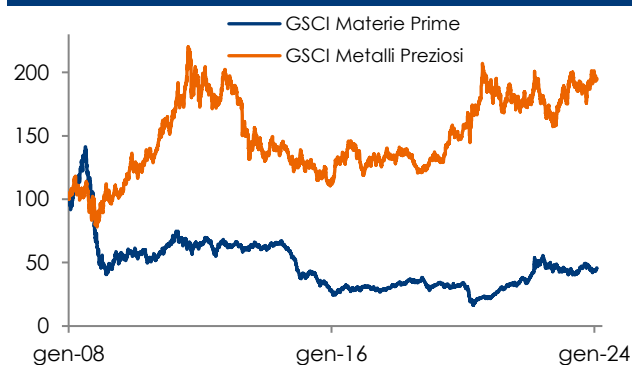
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	76,8	77,0	74,0	77,0	76,0	74,0
Brent (\$)	82,4	81,0	78,0	81,0	80,0	78,0
Gas Naturale (\$)	2,5	3,2	2,8	3,0	3,2	3,6
TTF (€/MWh)	28,3	41,0	35,0	28,0	36,0	30,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: l'attesa di taglio dei tassi sosterrà l'oro

Si consolida lo scenario sui Preziosi: l'avvio del taglio dei tassi d'interesse, l'auspicato deprezzamento del dollaro, le tensioni geopolitiche e un'inflazione in calo, ma sempre alta, restano i principali fattori di sostegno al comparto. Il fattore principale alla base dello scenario 2024 sui metalli preziosi resta l'avvio della riduzione del costo del denaro nelle principali economie, anche se il quadro rischia di complicarsi per via delle incertezze sulle tempistiche di tale intervento sia negli Stati Uniti sia in Europa. Lo scenario di breve sul dollaro difficilmente vedrà un deciso deprezzamento della moneta. L'aggravarsi dello scenario geopolitico spinge gli investitori avversi al rischio proprio verso la valuta statunitense, intesa come moneta rifugio, impedendone un ribasso maggiore, e aumentando la concorrenza con l'oro, che ha comunque visto crescere il proprio appeal come asset difensivo. L'intensità e la velocità del taglio dei tassi stimate dalla maggioranza degli operatori di mercato appaiono ancora decisamente superiori alle ipotesi di riduzione del costo del denaro tratteggiate invece da Fed e BCE. A nostro avviso, la possibile delusione che scaturirebbe da un taglio minore di quanto sperato potrebbe limitare il rialzo dei Preziosi, e in particolare dell'oro, nel 2024. I restanti elementi del quadro sui Preziosi sono invece immutati: le tensioni geopolitiche proseguiranno, stimolando la richiesta di asset difensivi da parte dei soggetti avversi al rischio. In aggiunta, al netto dei recenti dati che indicano una blanda frenata dei prezzi in tutte le principali aree economiche, permane la consapevolezza che l'inflazione resti lontana dai massimi ma pur sempre robusta, probabilmente per tutto il 2024. Quest'ultimo elemento sosterrà quindi la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto contro il caro prezzi. Invariate le prospettive positive per i metalli preziosi con impieghi industriali: la previsione di rialzo delle quotazioni non cambia, basandosi sui timori relativi alla disponibilità futura di tali materiali, a patto che la frenata dell'economia globale resti contenuta e in linea con le attuali previsioni.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.01.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.502,0	4,6	13,7	45,0
GSCI Met. preziosi	2.271,9	-1,9	11,8	45,9
Oro (\$)	2.029,4	-2,2	13,3	54,8
Argento (\$)	23,1	-3,5	3,0	45,3
Platino (\$)	930,8	-6,2	-8,2	14,4
Palladio (\$)	979,7	-11,0	-58,8	-27,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

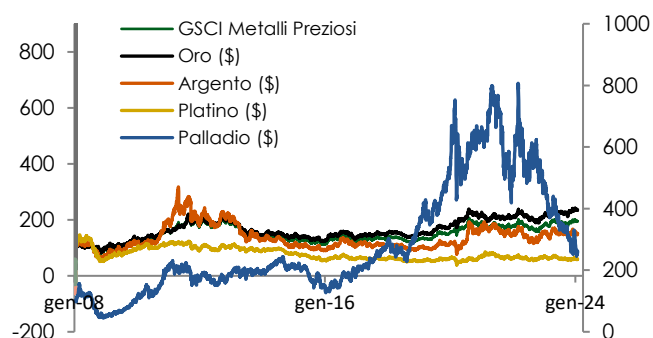
Si amplia la tensione rialzista in questa prima parte dell'anno. Le scelte delle banche centrali in materia di politica monetaria restano al centro dello scenario 2024. Le incertezze sulle tempistiche di taglio dei tassi negli Stati Uniti e in Europa, così come la dimensione e il ritmo della riduzione, sono tutti elementi che complicano il quadro. Le indicazioni sulla dinamica dei prezzi, emerse dalle recenti statistiche, sembrerebbero confermare che il contrasto all'inflazione, rialzando i tassi di interesse, abbia funzionato e non abbia eccessivamente danneggiato il ciclo economico. Le prossime mosse di politica monetaria, di Fed e BCE, saranno però influenzate dai timori di nuove fiammate inflattive, legate alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso. Infine, il deprezzamento del dollaro e il calo dei rendimenti dei titoli di stato USA restano in atto ma appare evidente che la volatilità delle ultime settimane ne ha rallentato la dinamica, contribuendo ad alimentare l'incertezza generale. Una situazione che, tuttavia, risulta comunque supportare il rialzo delle quotazioni di tutti i Preziosi nel medio periodo.

L'oro ha chiuso il 2023 su livelli alti e ha iniziato anche il nuovo anno beneficiando dell'appeal esercitato come bene rifugio nei confronti degli investitori avversi al rischio. Un movimento che ha sfruttato il rialzo dell'avversione al rischio, seguito al conflitto in Medio Oriente e poi alle tensioni

sui trasporti marittimi nel Mar Rosso, con riflessi sul passaggio delle merci nel Canale di Suez, ma ha rallentato il proprio slancio proprio sulla rimodulazione delle aspettative di conclusione delle politiche monetarie restrittive nel 2024. Anche la tipica correlazione inversa fra le quotazioni del metallo aureo e quella del dollaro e dei rendimenti dei Treasury resta in atto ma ha ridotto la propria forza, di pari passo con il complicarsi della situazione generale. La forza del ciclo statunitense incide sulle aspettative di avvio del taglio dei tassi Fed e impedisce al dollaro di indebolirsi. Anche le tensioni geopolitiche finiscono per alimentare la forza del biglietto verde, nel suo ruolo di asset difensivo, sottraendo spazio al rialzo dell'oro. Per concludere, i principali elementi alla base delle previsioni di rialzo dell'oro, e di tutte le asset class cosiddette "non remunerative", restano immutati ma la fine del rialzo dei tassi governativi USA e l'inizio dell'allentamento monetario rischiano di subire dei ritardi rendendo più nebuloso il futuro. Il quadro per l'**argento** è ovviamente correlato a quello dell'oro, così come prevediamo che la performance a lungo termine del secondo sia superiore a quella del primo, con l'argento stimato restare stabilmente sopra una media di 25 dollari l'oncia sia nel 2024 che nel 2025. In aggiunta, una blanda pressione rialzista potrebbe originare dal maggior impiego manifatturiero e industriale del metallo, a patto che il ciclo economico rallenti solo moderatamente.

Avvio d'anno contrastato per **platino e palladio**, scossi dal contesto macroeconomico sfavorevole e, nello specifico, dai deludenti risultati del settore automobilistico sia a fine 2023 che in queste prime battute del 2024. Il palladio ha perso più del platino, come conseguenza dei processi di sostituzione e di elettrificazione nel settore automobilistico, benché in deciso rallentamento. Questo resta un tema che continuerà però a pesare negativamente, più sul palladio che sul platino. Il palladio è destinato ad essere l'elemento costruttivo che verrà via via eliminato dal mutamento in atto nel comparto automobilistico, essendo utilizzato nei filtri antinquinamento dei veicoli diesel, che dovranno lasciare definitivamente il posto a quelli a benzina (dove si utilizza il platino), implementati in particolar modo nei motori ibridi. Ribadiamo che nel 2024 l'andamento dei prezzi di entrambi i metalli sarà guidato principalmente dalle aspettative sulle vendite di automobili, con una maggiore debolezza nella prima parte dell'anno, seguita da un recupero nel 2° semestre, a patto che il ciclo economico non si deteriori ulteriormente.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.01.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.271,9	1,1	2,2	4,1	-1,9
Oro (\$)	2.029,4	1,6	3,6	5,5	-2,2
Argento (\$)	23,1	-0,8	-4,9	-2,2	-3,5
Platino (\$)	930,8	-0,5	-2,4	-8,6	-6,2
Palladio (\$)	979,7	-13,3	-23,5	-40,3	-11,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo: dopo i recenti rialzi ci attendiamo che il recupero strutturale dei Preziosi avvenga più nella seconda parte del 2024, quando dovrebbe concretizzarsi l'auspicato taglio dei tassi. Il rialzo dei prezzi dell'oro (e in aggregato del comparto dei Preziosi) iniziato sul finire dello scorso anno è proseguito anche in queste prime settimane del 2024, complice l'aumento delle tensioni geopolitiche, anche se ostacolato dal minore deprezzamento del dollaro e dal calo dei rendimenti obbligazionari. Lo scenario futuro sui Preziosi può migliorare ma solo se si concretizzeranno le aspettative sulle politiche monetarie, che dovrebbero portare a una svolta finalmente più accomodante nel corso del 2024. Tutti gli elementi elencati in precedenza – calo

dei tassi di interesse, deprezzamento del dollaro statunitense, inflazione lontana dai picchi massimi (pur se ancora alta) e tensioni geopolitiche – resteranno i principali elementi a sostegno del comparto nei prossimi mesi, probabilmente con effetti più evidenti sulla performance dei metalli nella seconda parte del 2024, quando la svolta ribassista sul costo del denaro negli Stati Uniti e in Europa (al netto delle prudenti dichiarazioni dei banchieri centrali sulle possibili tensioni inflattive legate ai trasporti nel Mar Rosso) si dovrebbe concretizzare, essendo la chiave del nostro scenario previsivo. A questo si sommeranno l'incertezza e l'avversione al rischio sui mercati, altri due fattori che contribuiranno a mantenere alte le quotazioni dell'oro e di tutti i Preziosi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 29.01.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.029,4	1.939,0	2.000,0	2.032,5	2.028,0	2.060,0
Argento (\$)	23,1	23,1	23,5	24,3	24,1	25,3
Platino (\$)	930,8	914,2	950,0	995,0	1.050,0	1.200,0
Palladio (\$)	979,7	1.200,0	1.067,9	1.100,0	1.130,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

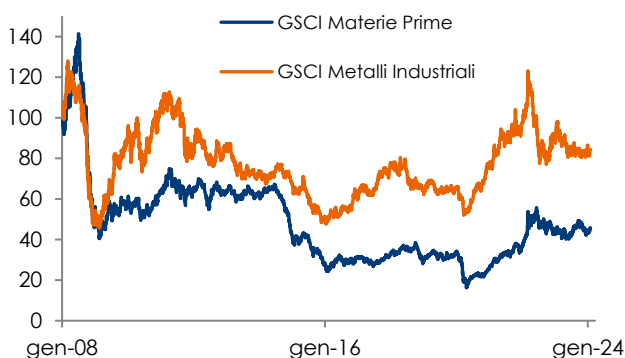
	Valore 29.01.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.029,4	2.050	2.100	2.050	2.050	2.025
Argento (\$)	23,1	25,0	27,0	26,0	25,8	25,8
Platino (\$)	930,8	900	950	1.000	975	1.125
Palladio (\$)	979,7	950	1.000	1.050	1.025	1.175

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: gli stimoli cinesi saranno l'elemento chiave

Il rallentamento economico resta il principale elemento negativo per il 2024, mentre nell'immediato il focus è sulla reale efficacia dei piani di stimolo in Cina. Se il lento deterioramento del ciclo mondiale, gravato da tassi d'interesse elevati, resta il principale fattore negativo che peserà strutturalmente sulla performance del comparto, più nell'immediato l'attenzione è rivolta agli annunci di sostegno economico in Cina. Il sistema cinese assorbe la gran parte dell'offerta delle principali materie prime, tra cui oltre il 50% della produzione dell'intero settore dei metalli; è quindi il soggetto principale in grado di influenzare le aspettative del mercato sull'intera futura domanda di commodity. I dati economici del mese di dicembre avevano lasciato presupporre che il miglioramento del ciclo economico cinese, rispetto al 3° trimestre, fosse concreto. Sensazione poi confermata dal dato complessivo sulla crescita 2023 che si è attestata al 5,2%, oltre il target fissato dal Governo per lo scorso anno pari a circa il 5%. Nonostante questo dato rassicuri sia i mercati che le autorità cinesi, l'inizio del 2024 è stato contraddistinto da nuovi annunci di sostegno economico, che se da un lato testimoniano la volontà di mantenere robusto il ciclo, dall'altro iniziano a generare qualche perplessità, vista la mancanza di una concreta implementazione delle misure che faccia seguito alle dichiarazioni. Al netto di queste incertezze, è evidente che le quotazioni dei metalli, specie del rame, hanno reagito agli annunci registrando più di un rialzo. Questo movimento inatteso ha quindi evitato la debolezza di inizio anno che avevamo invece ipotizzato, senza però mutare il nostro scenario di breve, che resta prudente in attesa di maggiori evidenze sugli aiuti economici cinesi. Al contrario, restiamo moderatamente ottimisti nel medio-lungo termine, basandoci sulle attese di forte squilibrio fra domanda e offerta di produzione. Non cambia la dinamica interna al mercato fisico dei metalli, che vede il sistema produttivo attingere alle riserve interne dei singoli operatori industriali e manifatturieri, evitando il più possibile di rifornirsi sul mercato. In aggiunta, il calo dei costi energetici dai massimi si è sostanzialmente arrestato: il petrolio ha trovato un'area di consolidamento intorno agli 80 dollari al barile; prezzi stabili sono un elemento positivo ma il livello delle quotazioni non è certamente basso. Si amplia la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici, manifatturieri) dovuta agli elevati tassi di interesse, che scoraggiano la richiesta di credito per iniziative che, per loro natura, assorbono enormi quantità di liquidità. Per di più, le tempistiche di graduale calo del costo del denaro, nel 2024, si fanno più incerte e complicano ancor di più il quadro. Come più volte detto, l'insieme di questi elementi rischia di creare un deficit di offerta così ampio da generare un forte shock sui prezzi, quando l'auspicata ripresa economica e il conseguente incremento della domanda di metalli e manufatti siderurgici torneranno a farsi sentire. In aggiunta, questo possibile scenario sui Metalli rischia di generare una nuova fiammata inflazionistica, proprio in una fase in cui le banche centrali sperano di aver terminato la loro lotta all'inflazione e vorrebbero far tornare il costo del denaro a livelli meno onerosi.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Performance di lungo termine

	Valore 29.01.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.502,0	4,6	13,7	45,0
GSCI Industriali	1.572,0	-1,8	-16,2	26,4
Rame (\$)	8.558,0	-0,0	-10,0	39,5
Alluminio (\$)	2.264,5	-5,0	-26,5	18,6
Zinco (\$)	2.545,0	-3,6	-30,0	-4,4
Nickel (\$)	16.439,0	-1,0	-26,4	33,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: l'economia cresce ma senza sorprendere, il focus resta sull'efficace implementazione dei piani di sostegno al ciclo. Il PIL cinese è salito del 5,2% a/a nel 4° trimestre 2023, meno delle attese ma comunque in crescita dal 4,9% a/a rilevato in precedenza. La crescita 2023 si è così chiusa al 5,2%, oltre il target pari a circa il 5% fissato dal Governo per il 2023. Un risultato ovviamente agevolato dal favorevole confronto col risultato dell'attività economica del 2022, ancora oppressa dalle rigide limitazioni anti Covid-19. I dati di dicembre hanno mostrato qualche timido segnale di miglioramento per l'economia, anche se le tensioni sul settore immobiliare e delle costruzioni non accennano a diminuire e restano il principale elemento di crisi da monitorare. La crescita è stata guidata dal settore industriale, mentre resta stabile il comparto dei servizi. Delude invece il commercio; le esportazioni sono scese del 4,6% nel 2023, segnando il primo calo su base annua dalla flessione pari a -7,7% del 2016. Una riduzione giustificata dalla minor domanda globale che ha bruscamente corretto in Europa, Stati Uniti e altri paesi, dovuta alla frenata del ciclo economico e al repentino aumento dei tassi di interesse per combattere l'inflazione. In contrazione anche le importazioni, in ribasso del 5,5%. Il calo in questo caso è stato il primo dal 2020, anno d'inizio della pandemia Covid-19. Il nuovo target di crescita per il 2024 sarà formalmente annunciato a marzo (le festività del Capodanno lunare cadranno a febbraio: dall'11 al 17), ma è probabile che venga riproposto il livello del 5% anche per quest'anno. Gli investitori si attendono maggior chiarezza ed efficacia in merito ai piani di stimolo annunciati che, per ora, non si sono tramutati in misure effettive o in stanziamenti concreti di fondi. La situazione del primo consumatore al mondo di materie prime è determinante per la domanda di risorse del 2024. Il quadro resta infatti complicato: l'export cinese dovrebbe rallentare in linea con la frenata dell'economia globale; i cinesi continuano ad essere estremamente cauti negli acquisti e questo frena la domanda interna in vista di un possibile aumento dei consumi legati alle festività di inizio anno. Certamente il mercato del lavoro resta debole, creando apprensione nelle famiglie e limitando le spese più strutturali, una dinamica aggravata dal calo degli investimenti dovuto alla fuga dei capitali esteri dalle aziende cinesi. In conclusione, incentivi ai consumi delle famiglie e attenzione per i riflessi del contesto esterno sul sistema produttivo cinese e sul suo export restano non solo gli obiettivi del Governo ma anche gli elementi di maggior interesse per gli investitori. Lo stimolo della domanda interna e una maggior forza produttiva e commerciale sono gli obiettivi principali dei piani di stimolo previsti quest'anno, ma la loro implementazione deve necessariamente subire una netta accelerazione per produrre qualche risultato.

La banca centrale cinese prima delude il mercato e poi prova a rimediare con una decisione inattesa. Sul fronte della liquidità, invece, la banca centrale cinese (PBoC) ha annunciato a sorpresa il taglio del coefficiente di riserva obbligatoria dello 0,5%, a partire dal 5 febbraio. La scelta di sostenere il ciclo economico con un'azione espansiva di politica monetaria si somma all'annuncio di nuove misure per stabilizzare il mercato azionario cinese, espresse dal Governo negli scorsi giorni, attraverso l'elaborazione di un pacchetto di salvataggio da 278 miliardi di dollari, utilizzando liquidità detenuta su conti offshore, come componente di un più ampio fondo sovrano di stabilizzazione. La debolezza delle società del settore delle costruzioni ha danneggiato la performance del mercato azionario da inizio anno; di conseguenza, il sostegno annunciato ha favorito il recupero delle quotazioni dei metalli industriali, di cui la Cina è il principale consumatore. Contestualmente la PBoC ha annunciato anche un taglio ai tassi di rifinanziamento dedicati all'agricoltura e alle piccole e medie imprese dello 0,25%, con effetto dal 25 gennaio, sempre nell'ottica di abbassare il costo del denaro preso a prestito soprattutto per le piccole attività produttive locali. Anche se positiva, la decisione della PBoC ha comunque suscitato qualche perplessità. La mossa è sembrata infatti più un'efficace reazione alla forte delusione del mercato dovuta al mancato taglio dei tassi di interesse nella scorsa riunione di metà gennaio, che un'azione meditata e facente parte di una strategia più ampia che si affianchi alla maggior implementazione dei piani di sostegno governativi, per ora solo annunciati.

Rame: avvio di 2024 positivo, in scia agli annunci di sostegno all'economia cinese. Il 2023 si è concluso positivamente per il rame: i problemi di approvvigionamento delle miniere in America Latina, insieme ai segnali di miglioramento dell'economia cinese, hanno sostenuto il rialzo dei prezzi che è proseguito anche in questo inizio di 2024. In vista del Capodanno cinese, il 10 febbraio, si sono susseguite una serie di mosse del Governo e della banca centrale volte a sostenere il ciclo economico. Tali annunci hanno sostenuto anche le quotazioni del rame, un metallo sempre molto reattivo alle pressioni di mercato, indipendentemente da quanto queste siano oggettivamente legate ai fondamentali del comparto. In realtà la pressione rialzista arriva anche dall'interno del settore: il mercato fisico del rame vive una fase di forte rigidità ed è sostanzialmente in deficit. Se il taglio dei tassi della Fed si concretizzerà in linea con quanto atteso dal mercato, l'insieme di tutti questi elementi – attesa di recupero economico in Cina, mercato fisico in deficit e tassi più bassi (e dollaro meno forte) – potrebbe realmente spingere ulteriormente al rialzo le quotazioni. Stati Uniti ed Europa vedono salire la loro domanda di infrastrutture "green", di cui il rame è il principale protagonista, e questo rassicura sui futuri consumi nel medio-lungo termine. Nell'immediato l'incognita resta quella degli stimoli in Cina, un elemento che frena le nostre previsioni di breve: fino a oggi le aspettative di interventi pubblici sono andate sostanzialmente deluse ma l'incremento della retorica cinese, nelle ultime settimane, ha surriscaldato il mercato e sostenuto le attese, migliorando parzialmente il clima di fiducia.

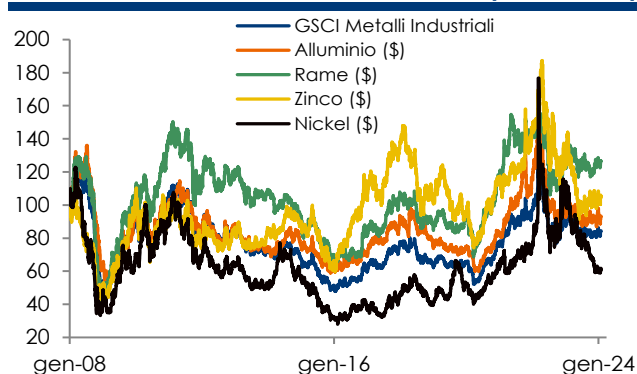
Alluminio: preoccupano le chiusure di inizio d'anno in Cina e le sanzioni alla Russia, mentre gli annunci di nuovi stimoli e la transizione green restano i fattori chiave. Dinamiche simili al rame per l'alluminio: il calo della domanda, le chiusure produttive in Cina e la scarsa offerta di materiale grezzo sono gli elementi che gravano sul quadro, mentre resta forte l'attesa per gli stimoli economici annunciati dal Governo cinese. Le principali fonderie di rame in Cina, negli scorsi giorni, hanno proposto di tagliare la produzione per la mancanza di forniture di minerale che ha reso antieconomica la lavorazione del materiale di riserva, una situazione che potrebbe coinvolgere anche gli impianti di lavorazione dell'alluminio. Peraltro, in un periodo particolare, essendo ormai a ridosso delle festività per il Capodanno Lunare, che abitualmente portano comunque al fermo di molti impianti. Questa situazione potrebbe ridurre la domanda del principale trasformatore mondiale e deprimere ulteriormente le quotazioni. A sostegno dei prezzi, invece, sono le possibili nuove misure contro la Russia, dopo che la Polonia e gli Stati baltici hanno chiesto all'Unione Europea di vietare le importazioni di alluminio e gas naturale liquefatto russo a causa dell'invasione dell'Ucraina da parte di Mosca. Le tensioni sull'offerta di materiale russo stanno infatti impedendo un ribasso maggiore. Nel lungo periodo, invece, non cambiano i temi principali: 1) il costo dell'energia e l'impatto del riciclo del metallo sulle dinamiche di prezzo; 2) l'impatto dell'entrata in vigore, dal 1° ottobre 2023 nell'Unione Europea, del regolamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism), nell'ottica di una maggiore transizione ecologica del comparto siderurgico. In conclusione, se nel breve ipotizziamo che i prezzi dell'alluminio restino stabili, nel medio e nel lungo periodo potrebbe manifestarsi una maggior pressione rialzista.

Zinco: ancora debolezza nel breve ma il quadro dei fondamentali potrebbe migliorare nel 2024. Le prospettive dello zinco appaiono vulnerabili e molto legate alle possibili interruzioni dell'offerta. Attualmente il mercato è caratterizzato da un surplus di mercato raffinato equivalente al 2,6% della domanda per il 2024, anche se questo valore si sta fisiologicamente contraendo a mano a mano che le imprese siderurgiche, soprattutto in Cina, riducono la produzione e fermano gli impianti. Una situazione a cui si somma la scarsità di materia grezza, visto il sostanziale blocco degli investimenti da parte delle principali società minerarie. Il rischio è che il mercato si restringa ulteriormente a causa di ulteriori shock dell'offerta, un'eventualità che favorirebbe il rialzo dei prezzi. Al netto della possibile debolezza dei prezzi di breve termine, permane una serie di fattori macroeconomici positivi che dovrebbero quantomeno consentire un consolidamento dei prezzi nel 2024. Questi fattori includono l'auspicato taglio dei tassi della Federal Reserve, le iniezioni di

liquidità in Cina e l'effettiva implementazione dei piani di sostegno economico annunciati. Un insieme di fattori che dovrebbe sostenere i prezzi di tutti metalli di base, e non solo lo zinco.

Nickel: quadro debole ma non escludiamo un rimbalzo dei prezzi. Dopo la pessima performance del nickel (nel 2023 in calo di circa il 9%), che l'ha confermato come il peggior metallo all'interno del comparto, non cambia il quadro dei fondamentali in questo inizio di 2024. Il mercato del nickel si trova nella situazione peggiore rispetto a tutti gli altri metalli di base, a causa del considerevole e persistente eccesso di offerta, che è il risultato degli eccessivi investimenti da parte delle società cinesi nelle operazioni di estrazione e lavorazione in Indonesia, al fine di sostituirsi alla Russia nella fornitura globale dei prossimi anni, quando la transizione energetica spingerà sulla domanda. Il metallo utilizzato nell'acciaio inossidabile e nelle batterie dei veicoli elettrici ha visto un crollo così forte a causa dell'eccesso di produzione indonesiana che, paradossalmente, questo ha reso più oneroso l'avvio di nuovi progetti, miniere o impianti, al di fuori dell'Indonesia, aumentando il rischio e rendendo estremamente rigido l'intero settore. Lo scenario ribassista di breve sta inevitabilmente rimodulando le aspettative di medio-lungo termine, che fisiologicamente prevedono un'inevitabile contrazione dell'offerta indonesiana dopo il surplus degli ultimi mesi, e il possibile aumento della domanda cinese, stimolata dalle nuove misure di sostegno alla crescita annunciate dal Governo. Questo scenario supporta la nostra previsione di recupero delle quotazioni del nickel, favorite anche dalla domanda derivante dalla transizione energetica.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.01.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.572,0	1,7	-1,8	-13,0	-1,8
Rame (\$)	8.558,0	5,1	-1,2	-7,1	-0,0
Alluminio (\$)	2.264,5	-0,1	1,9	-12,6	-5,0
Zinco (\$)	2.545,0	3,3	1,7	-26,0	-3,6
Nickel (\$)	16.439,0	-11,1	-26,3	-43,7	-1,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale di breve termine, e cauto ottimismo con outlook Moderatamente Positivo nel lungo periodo. Confermiamo la nostra previsione di debolezza diffusa per la maggior parte dei metalli nella prima parte del 2024, rimandando il recupero alla seconda metà dell'anno, se non nel 2025. L'influenza negativa dovuta al rallentamento economico globale è parzialmente mitigata dalle aspettative sugli effetti positivi che potrebbero scaturire dall'effettiva implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese. Prevale un sentiment ribassista sui metalli, nel breve termine, frutto dello scetticismo degli investitori che reputano improbabile che la Cina possa realmente varare una mole di aiuti così ampia da spingere l'economia oltre all'obiettivo di crescita del 5%, nel 2024. Un risultato tutto sommato raggiungibile senza eccedere nell'impiego di risorse a sostegno del ciclo economico, in uno scenario in cui le principali aree di sbocco dell'export cinese (Europa ma anche Asia e Giappone) sono comunque attese in rallentamento. A limitare i ribassi contribuisce la debolezza del dollaro americano, che ha reso i metalli più convenienti per gli acquirenti che utilizzano altre valute, ma anche questo elemento è a rischio. L'incertezza sulle tempistiche di taglio dei tassi da parte della Fed e le fortissime tensioni geopolitiche in corso alimentano l'avversione al rischio e premiano il biglietto come moneta difensiva, limitandone il deprezzamento. Confermiamo invece lo scenario di cauto ottimismo nel medio-lungo termine: l'erosione delle scorte continua

a mettere a rischio l'equilibrio di mercato, già ora affetto da una scarsa offerta di materia grezza. La produzione mineraria mondiale è già compromessa, a causa di anni di sottoinvestimenti dovuti all'alto costo degli interessi passivi, in un comparto dove qualsiasi nuova iniziativa (esplorazione, giacimenti, impianti siderurgici) necessita di cospicui finanziamenti. Una prospettiva che potrebbe finire per premere al rialzo sulle quotazioni di tutti metalli, quando la domanda legata alla transizione ecologica finirà per manifestarsi con forza.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.558,0	8.200	8.400	8.500	8.600	8.994
Alluminio (\$)	2.264,5	2.248	2.250	2.285	2.325	2.431
Zinco (\$)	2.545,0	2.500	2.520	2.500	2.540	2.650
Nickel (\$)	16.439,0	18.500	16.884	16.712	17.250	17.984

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.558,0	8.200	8.400	8.800	8.600	9.500
Alluminio (\$)	2.264,5	2.250	2.300	2.400	2.350	2.550
Zinco (\$)	2.545,0	2.425	2.470	2.545	2.510	2.700
Nickel (\$)	16.439,0	16.500	17.000	17.500	17.250	18.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: i “coloniali” risentono della crisi nel Mar Rosso

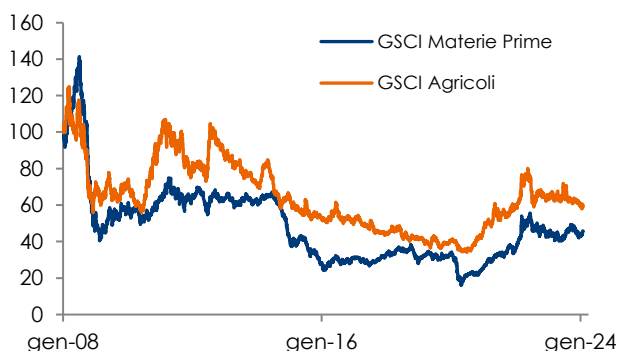
Avvio d'anno all'insegna della volatilità; la crisi dei trasporti nel Mar Rosso investe le soft commodity mentre gli effetti negativi del cambiamento climatico peseranno nel lungo termine.

Il 2024 si è aperto all'insegna della forte volatilità per le quotazioni degli agricoli, con andamenti diametralmente opposti fra le quotazioni delle principali granaglie e i prezzi delle soft commodity. I traffici marittimi rallentati nel Canale di Panama, dovuti alla siccità, e le tensioni sui trasporti nel Mar Rosso a causa delle minacce terroristiche hanno riflessi contrastanti sui prezzi internazionali degli agricoli. Nonostante i valori dei noli marittimi, specifici per il trasporto di granaglie e derrate alimentari, abbiano registrato un incremento superiore al 20% da inizio anno, le conseguenze sui prezzi appaiono lievi e marginali sui principali cereali (ad esclusione del riso), più evidenti e ampie sui prodotti agricoli “coloniali” in arrivo dal Sud Est Asiatico. Lo scenario 2024 si conferma quindi gravato dai medesimi fattori del 2023: rischi geopolitici, timori per gli eventi meteorologici e speculazione commerciale, che approfitta della relativa incertezza delle forniture per spingere al rialzo il prezzo al dettaglio degli alimenti. Le statistiche definitive, relative al 2023, tratteggiano un quadro decisamente anomalo. I prezzi degli alimenti rincarano e gravano sulla spesa delle famiglie, in tutte le aree del mondo, mentre i prodotti agricoli sono stati pagati il 13,7% in meno ai contadini, lo scorso anno. Questo è quanto emerge dall'analisi dell'andamento delle quotazioni dell'indice FAO degli alimenti (e dei suoi sottoindici) nel 2023, rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. A fronte di cali che vanno dal -17% per il latte alla mungitura, o -15% per i cereali nei silos di raccolta, abbiamo un netto incremento del costo “al banco” di latte e prodotti caseari, farine di cereali e prodotti da forno lavorati. L'unica eccezione, che conserva una dinamica di rincaro coerente “dal produttore al consumatore”, è quella del riso, il cui rialzo dei prezzi, legato alle politiche protezionistiche promosse dai principali produttori mondiali, emerge trasversalmente su tutta la filiera: dal coltivatore al consumo al dettaglio. Se però si esclude il riso, il resto del quadro sui prodotti agricoli sembra far emergere come l'origine dell'aumento dei prezzi derivi più dal trasporto, dall'intermediazione e dai rincari generati dalla catena distributiva, più che dagli effettivi costi di produzione primaria. Un elemento che amplia le preoccupazioni, vista la situazione di tensione legata ai traffici marittimi nell'area del Mar Rosso. Se la crisi in Medio Oriente è il principale fattore di attenzione nel breve termine, il cambiamento climatico resta l'elemento di massima apprensione nel medio-lungo termine. Il fenomeno meteorologico de El Niño è in grado di generare condizioni climatiche estreme che possono danneggiare le colture in entrambi gli emisferi del mondo, una prospettiva che grava sugli agricoli, tenendo alte le pressioni sui prezzi.

Le tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso investono direttamente le soft commodity. La crisi legata ai transiti commerciali nel Mar Rosso è senza dubbio l'elemento di massima attenzione per il mercato degli agricoli e, in particolare, per le cosiddette soft commodity. In questa prima fase, dove è decisamente prematuro e complicato ipotizzare quanto possa essere il reale impatto di queste difficoltà, prima sui prezzi degli alimenti e, in seconda battuta, sulla componente alimentare dell'inflazione (in particolare in Europa), quello che appare evidente è la pressione rialzista sui prezzi dei “coloniali”. Caffè (in particolare la qualità Robusta in arrivo dal Vietnam), zucchero, cacao, cotone e riso (che formalmente non è un “coloniale”) sono le principali commodity alimentari che, arrivando dal Sud Est Asiatico per sbarcare in Europa, transitando prima dal Mar Rosso e poi, nell'ultimo tratto, dal Canale di Suez, subiscono a pieno i risvolti negativi di questa crisi. Non a caso, sono proprio queste derrate alimentari a registrare, da inizio anno, i maggiori rialzi, come conseguenza (speculativa o reale) delle possibili incertezze sui trasporti e sulle forniture. Se la media del rincaro dei costi assicurativi di trasporto navale, per granaglie e cereali, è stata del 20% (da inizio anno), ben maggiore è stato l'impatto su caffè, zucchero, cacao, riso e cotone. Per questi prodotti, che sarebbero sostanzialmente obbligati alla tratta marittima nel Mar Rosso, per raggiungere i porti commerciali in Europa, l'aggravio di costo dei noli è stato nell'ordine del 200-250%, quasi il triplo delle abituali tariffe, solo nelle ultime 2-3 settimane. In aggiunta, i tempi di consegna sono aumentati del 50%: dai 15-20 giorni di abituale navigazione, ai 25-30 giorni, come conseguenza della maggior prudenza dei bastimenti nel

navigare in determinati tratti di mare, ritenuti insicuri. Una situazione che si è tramutata immediatamente in un rialzo dei prezzi di questi prodotti sui mercati internazionali, da inizio anno, e che non cessa di destare preoccupazione, visto che la crisi sembra proseguire e manca qualsiasi segnale diplomatico internazionale che lasci intravedere un'ipotesi di soluzione, col risultato di alimentare l'incertezza sulle future forniture.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

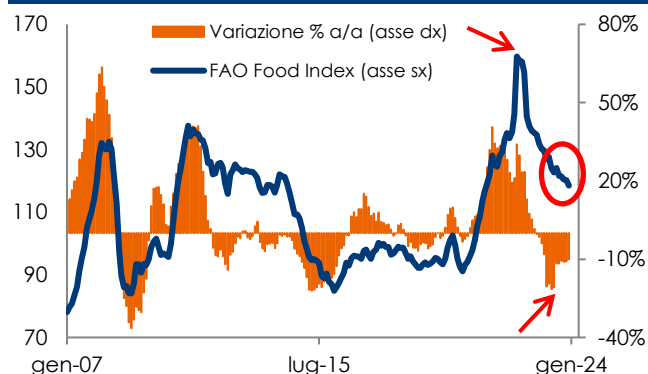
	Valore 29.01.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.502,0	4,6	13,7	45,0
GSCI Agricoli	501,8	-2,2	-4,3	40,4
Mais (\$ cent)	440,3	-6,6	-30,8	15,5
Frumento (\$ cent.)	593,5	-5,5	-24,5	14,9
Soia (\$ cent)	1.194,3	-7,7	-18,8	29,7
Cotone (\$ cent)	84,3	4,0	-31,9	13,3
Cacao	4.732,0	12,8	89,7	113,6
Zucchero	23,5	14,3	29,3	87,8
Caffè (arabica)	189,3	0,5	-19,8	84,5
Caffè (robusta)	3.275,0	7,5	49,3	113,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi dei prodotti alimentari scende a dicembre e chiude il 2023 del 10% circa sotto il livello del 2022.

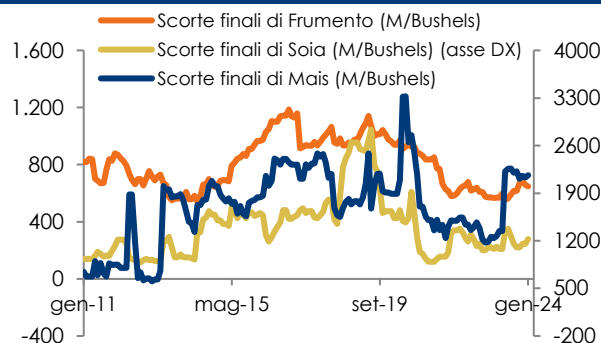
L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari è sceso a dicembre dell'1,5% e del 10,1% rispetto a dicembre 2022. L'indice FAO ha raggiunto un valore medio di 118,5 punti, in calo di meno di 2 punti rispetto a novembre (120,4). Dallo scorso novembre, l'indice FAO dei prezzi dei cereali è aumentato dell'1,5%, coi prezzi di grano, mais, riso e orzo che sono cresciuti in parte a causa di interruzioni logistiche che hanno ostacolato le spedizioni dai principali paesi esportatori. Il risultato complessivo del 2023 ha visto un calo del 15,4% rispetto alla media del 2022, a causa dell'ampia offerta sui mercati globali e nonostante il fatto che i prezzi di tutti i tipi di riso siano aumentati del 21%, in gran parte a causa delle preoccupazioni sull'impatto de El Niño sulla produzione e delle restrizioni all'esportazione imposte dall'India. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso dell'1,4% rispetto a novembre, a causa dei deboli acquisti di olio di palma, soia, colza e girasole, spinti al ribasso dal rallentamento della domanda per la produzione del biodiesel, specie in Brasile, vista la frenata del costo del petrolio. Nell'intero 2023 il valore di questo indice è stato inferiore del 32,7% rispetto a quello dell'anno precedente. L'indice dei prezzi dello zucchero è sceso del 16,6% da novembre e ha raggiunto il livello più basso da nove mesi, pur restando a +14,9% rispetto al dicembre 2022. Il calo dei prezzi è principalmente attribuibile alla buona produzione in Brasile, così come alla riduzione del consumo della canna da zucchero per produrre etanolo, specie in India. L'indice dei prezzi della carne è diminuito dell'1,0% da novembre (-1,8% rispetto a dicembre 2022,) a causa del calo della domanda di importazioni di carne suina in Asia. Gli acquirenti asiatici hanno ridotto la richiesta anche per la carne bovina e il pollame, per di più a fronte dell'abbondanza di forniture esportabili dai principali paesi allevatori. I prezzi della carne ovina sono aumentati invece a dicembre, come tradizionalmente avviene in coincidenza delle festività di fine anno. Infine, l'indice FAO dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è aumentato dell'1,6% rispetto a novembre, ma il suo valore è comunque inferiore del 16,1% rispetto a dicembre 2022. L'aumento mensile è dovuto principalmente all'incremento dei prezzi del burro e del formaggio, in scia alle maggiori vendite in Europa occidentale, anche in questo caso come abitualmente accade a fine anno in occasione delle festività. La forte domanda globale ha inoltre spinto al rialzo i prezzi internazionali del latte intero in polvere.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

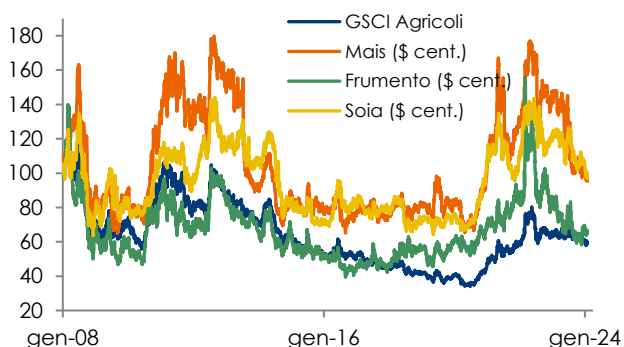


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2023)

WASDE: il report di gennaio fornisce qualche spunto inusuale. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2023/24 fornendo qualche spunto inatteso rispetto al consueto. Abitualmente, la stagionalità invernale nell'emisfero settentrionale del mondo limita le revisioni dei dati ma non in questo caso. Secondo le previsioni dell'USDA, il mercato del **frumento** per il 2023/24 vedrà forniture in aumento di 3,6 milioni di tonnellate, a 1.056,5 milioni, dovute alle maggiori scorte in Ucraina, in salita da 2,2 milioni di tonnellate a 3,5 milioni. La produzione di grano è stata rivista al rialzo in diversi paesi, a seguito dell'aggiornamento delle stime governative, con incrementi per: Russia, Ucraina e Arabia Saudita, che hanno più che compensato il calo registrato in Cina. Il consumo globale di grano è cresciuto di 1,8 milioni di tonnellate, raggiungendo i 796,5 milioni, soprattutto per i maggiori usi zootecnici in India e nell'Unione Europea, quest'ultima sfruttando le maggiori importazioni di cereali dall'Ucraina. Il commercio mondiale di grano è cresciuto di 2,4 milioni di tonnellate per un valore complessivo di 209,5 milioni, in scia alle maggiori esportazioni dall'Ucraina, dalla Russia, dall'Australia e dal Canada, che hanno più che compensato il calo europeo. Le esportazioni ucraine sono aumentate di 1,5 milioni di tonnellate per un totale di 14 milioni, pur restando ancora al di sotto della media dello scorso anno, mentre le esportazioni dalla Russia sono stimate a 51,0 milioni di tonnellate, in linea col dato di dicembre. La produzione in Australia è stimata a 25,5 milioni di tonnellate, invariata rispetto al mese scorso. La produzione in Argentina è stimata a 15,0 milioni di tonnellate, anch'essa invariata rispetto a dicembre. Le scorte finali previste per il 2023/24 aumenteranno globalmente di 1,8 milioni di tonnellate a 260,0 milioni, ancora una volta per gli incrementi in UE e Ucraina. La produzione globale di **soia** nel 2023/24 è aumentata di 0,1 milioni di tonnellate a 399,0 milioni: la maggior produzione di Argentina, Stati Uniti, Russia, Cina, Paraguay e Bolivia ha compensato il minor output del Brasile. Per la stessa dinamica, il commercio di farina di soia è rimasto invariato poiché le maggiori esportazioni di Argentina, India e Bolivia hanno compensato le minori spedizioni brasiliane. La produzione di soia in Brasile viene stimata a 157,0 milioni di tonnellate, -4,0 milioni rispetto al mese scorso e in calo di 3,0 milioni di tonnellate rispetto al raccolto record dello scorso anno che ammontava a 160,0 milioni di tonnellate. Le scorte globali di soia sono previste a 114,6 milioni di tonnellate, in aumento di 0,4 milioni, principalmente per l'accumulo di Stati Uniti e Argentina che compenserebbero la diminuzione delle scorte brasiliane. Infine, si prevede un aumento della produzione globale di **mais** dovuta a Cina, India e Paraguay, parzialmente compensata dal calo del raccolto in Brasile. La produzione di mais cinese è aumentata al livello record di 288,8 milioni di tonnellate, una previsione elaborata sulla base dei dati, sulla superficie e sulla resa per ettaro, forniti dall'Ufficio nazionale di statistica cinese. La produzione di mais in Brasile viene rivista al ribasso, a causa della probabile riduzione delle superfici di terreno coltivate a mais, per l'ultimo raccolto di fine stagione (emisfero meridionale). Il commercio di mais è in aumento grazie alle maggiori spedizioni dalla

Turchia, nonostante il calo di Brasile e India. Le importazioni di mais salgono per Iran, Iraq e Turchia, ma calano per l'Unione Europea, il Bangladesh e il Vietnam. Le scorte globali sono in aumento, riflettendo principalmente l'incremento delle riserve in Cina, in parte compensato dal calo degli stock in Brasile, per un ammontare di 325,2 milioni di tonnellate (+10 milioni rispetto alla stima di dicembre).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.01.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	501,8	-4,5	-12,3	-10,7	-2,2
Mais (\$ cent.)	440,3	-7,9	-15,5	-35,6	-6,6
Frumento (\$ cent.)	593,5	4,9	-15,7	-21,1	-5,5
Soia (\$ cent.)	1.194,3	-6,9	-19,7	-22,2	-7,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo da Neutrale: la crisi dei trasporti nel Mar Rosso, del tutto inattesa, rischia di pesare sugli agricoli, anche quelli non direttamente coinvolti, alimentando il clima di incertezza.

La novità di breve termine, rappresentata dalle impreviste tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, rischia di alimentare la tensione rialzista anche sui prezzi delle principali granaglie, benché queste non siano direttamente coinvolte (ad eccezione del riso) dalla questione. Per questa ragione si modifica parzialmente il nostro scenario: se il 2023 si è chiuso con un generale ribasso dei prezzi, che lasciava presupporre un andamento simile anche per quest'anno, le tensioni in Medio Oriente rischiano di generare nuovi rialzi (reali o speculativi) certamente inattesi, nel breve periodo. Non cambia invece il quadro previsivo di medio-lungo termine: le condizioni climatiche anomale che potrebbero verificarsi nelle principali regioni produttrici, generate dal fenomeno de El Niño, potrebbero ridurre le rese dei raccolti e quindi alimentare maggiori pressioni rialziste sui prezzi agricoli, pur in uno scenario di probabile rallentamento del ciclo economico quest'anno e di conseguente contrazione della domanda. Per le soft commodity, come detto, l'incertezza generata dalla crisi nel Mar Rosso sta spingendo al rialzo i prezzi, più di quanto atteso, nel breve termine. Nel medio lungo, di nuovo, il protrarsi del modello climatico de El Niño anche quest'anno probabilmente continuerà ad alimentare il rincaro dei prezzi, sommandosi alle tensioni di breve. Resta l'anomalia climatica legata alla manifestazione degli effetti negativi in entrambi gli emisferi. Come più volte detto, la maggior parte dei coloniali viene coltivata al di sotto della linea dell'equatore e, in teoria, questo dovrebbe preservarli dalle conseguenze de El Niño, ma in pratica ne appaiono pienamente coinvolti, confermando le preoccupanti mutazioni in atto nell'ambiente.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	440,3	485,0	480,0	495,0	502,5	515,0
Frumento (\$ cent.)	593,5	600,0	620,0	604,0	618,0	615,0
Soia (\$ cent.)	1.194,3	1.315,0	1.310,0	1.300,0	1.288,1	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	440,3	470	480	470	470	465
Frumento (\$ cent.)	593,5	620	635	620	620	615
Soia (\$ cent.)	1.194,3	1.310	1.330	1.310	1.310	1.295

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Il rialzo delle quotazioni da inizio anno, di una parte delle soft commodity, è legato alla crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso. Una pressione rialzista di breve che non era prevedibile ma che

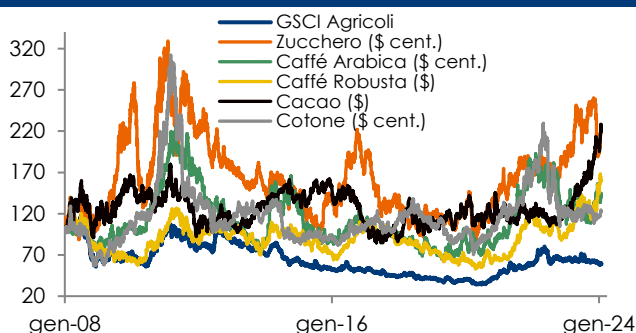
rientra nel quadro di generale surriscaldamento delle tensioni geopolitiche in tutta l'area del Medio Oriente. Immutato invece il nostro scenario di medio-lungo termine: le conseguenze negative del cambiamento climatico restano il principale fattore di attenzione. La formazione de El Niño rischia di manifestare i suoi risvolti negativi, in maniera del tutto anomala, anche nelle aree di coltivazione dei coloniali, prolungando più a lungo la pressione rialzista sui prezzi.

Cotone: forti tensioni sulle forniture europee in arrivo dal Sud Est Asiatico. La via del cotone sembra essere quella particolarmente colpita dalle tensioni sui trasporti marittimi nel Mar Rosso. La tratta navale che vede il trasporto del cotone dall'India, attraverso il Canale di Suez ai porti del Sud del Mediterraneo, rischia di essere la più interessata dal rincaro dei noli e dei costi assicurativi di navigazione. Anche qualora si volesse evitare l'area del Mar Rosso, utilizzando la tratta navale che passa dal Sud Africa, questo genererebbe comunque due aspetti negativi. Il primo, banalmente, provocherebbe una dilatazione dei tempi di trasporto, col conseguente ritardo nella consegna delle forniture previste. Il secondo investe invece il meccanismo delle tariffe di ingresso delle navi nel Mediterraneo che, di fatto, risulterebbero come trasporti esterni e soggetti a maggiori penalizzazioni e costi doganali. L'alternativa sarebbe il "transshipment" a Tangeri, ovvero lo sbarco e il reimbarco della merce su un altro vettore (europeo), ma questo comunque allungherebbe ulteriormente i tempi di destinazione del prodotto, specie per quei porti situati più a est nel Mediterraneo. L'esempio più immediato è quello della Turchia: la manifattura tessile turca rappresenta il passaggio di lavorazione intermedia che porta i filati grezzi a divenire prodotti semilavorati, pronti per la rifinitura e il confezionamento qualitativo dei capi destinati al mercato europeo continentale. In questo caso, i filati destinati alla manifattura turca rischierebbero di dover arrivare dall'estremo ovest del Mediterraneo (entrare dallo Stretto di Gibilterra) invece che dalla più comoda rotta attraverso il Canale di Suez, con aggravii di costi e ritardi nelle consegne. Tornando all'impatto dei noli e dei costi assicurativi legati al mantenimento delle rotte del Mar Rosso, per paradosso, difficilmente questi potrebbero generare uno strutturale aumento dei prezzi per il consumatore finale, a patto che la crisi resti temporanea e circoscritta. Per quanto riguarda invece i fondamentali globali del mercato del cotone, secondo l'ultimo WASDE, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA), le scorte mondiali per il 2023/24 saliranno di 2,0 milioni di balle, a causa di un incremento della produzione unito a un consumo inferiore. Il calo dei consumi in Uzbekistan, concentrato alla fine dello scorso anno, è risultato come la prima causa dell'aumento delle scorte di inizio anno: +400.000 balle solo a gennaio. Il consumo mondiale nel 2023/24 è visto calare di 1,3 milioni di balle, rispetto alla stima di dicembre, a causa dei minori utilizzi in India, Indonesia, Pakistan, Uzbekistan e Turchia. La produzione mondiale dovrebbe salire di 260.000 balle, con l'output di Cina e Argentina in rialzo e la produzione statunitense in ribasso. Il commercio mondiale appare invariato a gennaio: l'aumento di 500.000 balle stimato per le importazioni cinesi sarebbe più che compensato dalle riduzioni dell'import di Indonesia, Pakistan e consumatori minori.

Zucchero: le politiche protezionistiche di alcuni produttori e la difficoltà nelle forniture mantengono alti i prezzi. Le quotazioni dello zucchero restano a livelli alti a causa di un insieme di fattori. Il clima è l'elemento principale, a cui si sommano le difficoltà di trasporto verso i mercati europei e le limitazioni all'export decise da alcuni produttori. India e Thailandia, i due principali esportatori mondiali di zucchero insieme al Brasile, sono alle prese con una forte siccità che sta intaccando la resa delle piantagioni. L'Indian Sugar Mills Association (ISMA) ha recentemente riferito che la produzione domestica di zucchero relativa al periodo ottobre-gennaio è scesa del -5,3% a/a, a 14,95 milioni di tonnellate metriche (MMT). Un calo coerente con le rilevazioni del dipartimento meteorologico indiano che ha confermato che le piogge monsoniche di quest'anno (giugno-settembre) sono state del 6% inferiori alla media storica, segnando il record negativo degli ultimi 5 anni. Per tali ragioni, l'ISMA prevede che la produzione di zucchero nel 2023/24 sarà pari a 32,5 MMT, in calo del -11,2% rispetto alle 36,6 MMT della stagione 2022/23. Già dallo scorso 31 ottobre, il Governo indiano ha imposto una serie di restrizioni all'esportazione di zucchero, nel tentativo di mantenere adeguatamente rifornito il mercato domestico, col risultato

di alimentare forti pressioni rialziste sulle quotazioni mondiali. Situazione immutata anche in Thailandia (terzo produttore mondiale di zucchero e secondo esportatore), dove la Thai Sugar Millers Corp ha ribadito che la produzione di zucchero per la stagione 2023/24 è stimata in calo del -36% a/a, al minimo degli ultimi 17 anni e pari a 7,0 MMT, anche in questo caso a causa della siccità che ha colpito le principali aree di coltivazione. Le piogge di questo inizio d'anno, in Thailandia, sono state ben al di sotto dello stesso periodo dell'anno scorso, e la formazione de El Niño rischia di ridurre ulteriormente le precipitazioni nei prossimi due anni. Alle difficoltà produttive nel Sud Est Asiatico si sommano poi i problemi di trasporto in Europa, a causa dei pericoli nella tratta navale del Mar Rosso, che mantengono alte le tensioni sui prezzi. A smussare le pressioni rialziste sulle quotazioni dello zucchero è però arrivato l'intervento di UNICA (Brazilian Sugarcane Industry Association) che ha recentemente segnalato che la produzione di canna da zucchero, nel centro-sud del Brasile, è invece aumentata del 148,6% a/a (con riferimento al mese di gennaio) per un ammontare di +48.000 tonnellate e che la produzione di zucchero per la stagione in corso (calcolata sempre al mese di gennaio) è cresciuta del 25,5% a/a, pari a 42.099 tonnellate. Si riconferma inoltre la dinamica già segnalata nelle ultime settimane dello scorso anno, ovvero l'aumento della macinazione di canna da zucchero per produrre dolcificante e la conseguente riduzione di quella destinata alla raffinazione dell'etanolo, complice una certa stabilità delle quotazioni del greggio, seppur su livelli comunque alti.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.01.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	501,8	-4,5	-12,3	-10,7	-2,2
Cotone	84,3	1,6	-0,9	-1,0	4,0
Cacao	4.732,0	22,8	34,2	80,1	12,8
Zucchero	23,5	-12,0	-1,6	10,9	14,3
Caffè (arabica)	189,3	17,6	19,9	11,4	0,5
Caffè (robusta)	3.275,0	28,3	26,5	59,5	7,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: dopo i rialzi del 2023, la crisi dei trasporti nel Mar Rosso sta prolungando la corsa dei prezzi.

Il 2023 si è chiuso all'insegna del rialzo dei prezzi del caffè, con le tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso che hanno prolungato la dinamica rialzista anche in questo inizio di 2024. Questo nonostante le stime dell'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO), contenute nel rapporto di fine novembre, segnalassero come la produzione mondiale di caffè della stagione 2023/24 possa segnare un nuovo record salendo a 178,0 milioni di sacchi (+5,8% a/a). Una statistica che avrebbe dovuto rallentare la corsa dei prezzi ma che è passata decisamente in secondo piano rispetto alle preoccupazioni per le forniture dal Sud Est Asiatico verso il mercato europeo. I principali torrefattori di caffè europei lamentano forti rincari e ritardi nelle forniture: un container dal Vietnam, uno dei principali produttori di caffè insieme al Brasile (in particolare di varietà Robusta), impiega fino a 20 giorni in più per percorrere l'abituale tratta nel Mar Rosso e il costo dei noli è passato da una media di 1.300 dollari a 4.000. Le difficoltà di fornitura in entrata dal Mediterraneo, a detta delle principali aziende europee, possono essere compensate da un aumento delle spedizioni atlantiche (dal Brasile) sdoganate poi nei porti del Nord Europa, ma ovviamente con un'inevitabile lievitazione dei costi. Il quadro resta quindi molto complicato ed è difficile ipotizzare l'effettivo impatto che questa situazione avrà sul mercato del caffè, giustificando un profilo previsivo di consolidamento per l'Arabica e di possibile storno su livelli di prezzo inferiori agli attuali per la varietà Robusta.

Cacao: ai timori di offerta insufficiente si sommano le difficoltà dei trasporti, una combinazione che continuerà a premere al rialzo sui prezzi. Non accenna a fermarsi la corsa dei prezzi del

cacao in questo inizio di 2024. Ai timori legati al deficit di offerta si stanno sommando le tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, col risultato di ampliare le tensioni rialziste. L'incertezza riguardo alla dimensione della nuova offerta africana è aggravata dal fatto che la stagione 2023/24 ha preso il via con il livello di scorte di fave di cacao più basso dal 2016/17. Si rafforza la prospettiva di un raccolto limitato a causa di condizioni meteorologiche sfavorevoli in Costa d'Avorio e Ghana. Uno scenario che alimenta le aspettative di deficit globale nella produzione di cacao per il terzo anno consecutivo, mettendo ulteriormente sotto pressione il mercato. In aggiunta, l'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) ha confermato l'allarme relativo a parassiti e malattie, che stanno colpendo le piantagioni di Ghana e Costa d'Avorio inficiando la resa dei raccolti. Questo elemento rappresenta la maggiore preoccupazione per l'industria del cacao insieme all'incertezza sulla regolarità delle forniture, dovuta alle tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso. Per queste ragioni, pensiamo che i prezzi del cacao rimarranno sostenuti ma probabilmente si allontaneranno dai picchi delle ultime settimane, consolidando su livelli più bassi e maggiormente coerenti col quadro dei fondamentali.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Cotone	84,3	83,0	82,0	84,5	84,0	87,0
Cacao	4.732,0	3.600	4.264	4.181	3.944	3.200
Zucchero	23,5	25,8	22,1	22,0	22,8	24,0
Caffè (arabica)	189,3	172,0	185,0	197,3	187,0	186,0
Caffè (robusta)	3.275,0	2.450	2.500	2.450	2.506	2.553

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.24	2024	2024	2024	2024	2025
Cotone	84,3	82	84	82	82	81
Cacao	4.732,0	4.300	4.400	4.300	4.300	4.250
Zucchero	23,5	23,0	23,6	23,0	23,0	22,7
Caffè (arabica)	189,3	185	195	192	190	186
Caffè (robusta)	3.275,0	2.570	2.700	2.630	2.615	2.580

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 21.12.2023.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni (www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi