

WEEKLY UPDATE

1 luglio 2024



IL NUOVO BOOM DELLE MATERIE PRIME: SOLO SPECULAZIONE O RIALZO CICLICO-STRUTTURALE?

L'obiettivo della transazione energetica prevede aumenti significativi dei consumi di molte commodities nei prossimi anni ma, sovente, gli analisti tendono ad associare, a volte in modo acritico, a questi aumenti un nuovo "superciclo" dei prezzi delle materie prime: senonché, tale fattispecie rientra senz'altro nel novero delle possibilità, ma la sua probabilità intrinseca dipende da svariati fattori contingenti.

Anzitutto, il termine "superciclo" fa esplicitamente riferimento al periodo 2003-2008, in cui si è registrata una fase prolungata di crescita dei prezzi delle commodities, ascrivibile ad una crescita elevata della domanda in Cina a cui non è corrisposto un veloce adeguamento dell'offerta.

Da un punto di vista strettamente teorico, a livello di letteratura economica, il modello più comunemente usato per descrivere il mercato mondiale di una commodity è quello della concorrenza perfetta, la cui definizione si regge su alcuni paletti fissi, quali la molteplicità di venditori e acquirenti, la standardizzazione del prodotto, l'informazione perfetta e l'assenza di costi di transazione significativi.

Ciò premesso, nel modello a concorrenza perfetta convivono un equilibrio di breve periodo (dove la domanda agisce sui prezzi) e uno di lungo periodo (dove le imprese sono in grado di regolare la capacità produttiva consentendo al mercato di adattarsi completamente alle condizioni di domanda e offerta) e l'intreccio delle due dinamiche temporali si traduce in un'evoluzione dei prezzi a forma sinusoidale (originata dall'intersezione della curva di lungo periodo, appunto, con quella di breve: fermo restando che, negli ultimi 60 anni, si individua un solo periodo in cui i prezzi hanno

**DOCUMENTO A CURA
DEL TEAM GESTIONE
PRODOTTI AZIONARI,
OBBLIGAZIONARI E
SOLUZIONI DI
INVESTIMENTO di
Fideuram Asset
Management SGR**



**FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING**
Asset Management

registrato un rialzo sistematico dei prezzi e tale range temporale è proprio quello che va dall'agosto 2003 al luglio 2008, noto appunto come "superciclo"). Quest'ultimo, peraltro, ha anche fornito un utile alibi per comprendere quali varianti reali debbano essere apportate ad un modello teorico affinché una certa dinamica dei prezzi risulti spiegabile e comprensibile; nello specifico, la realtà dei mercati può esporre a:

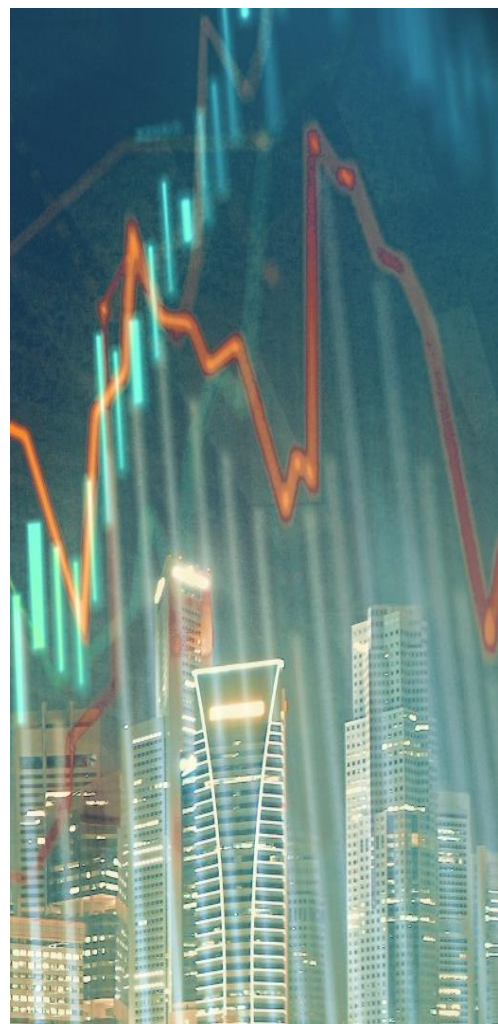
- a) shock esterni ripetuti (eventi imprevedibili che possono incidere sul lato dell'offerta, come guerre e pandemie);
- b) cambiamenti strutturali del mercato (barriere all'entrata o politiche protezionistiche);
- c) aspettative e incertezza (in presenza di asimmetrie informative, le imprese in possesso di informazioni privilegiate potrebbero adottare strategie opportunistiche che incidono sull'offerta, impedendo il raggiungimento di un equilibrio di lungo periodo).

L'esempio del quinquennio 2003-2008 è paradigmatico: il boom delle commodities è stato in gran parte alimentato dalla vorace domanda cinese, ma la mancata sincronizzazione dell'offerta ha contribuito a creare un'instabilità che ha avuto ripercussioni su scala globale.

Per quanto riguarda la situazione attuale, non vi è alcun dubbio circa il fatto che, dal lato della domanda, le materie prime (e i metalli industriali in particolare) possano godere di prospettive rosee, se non altro in quanto la domanda dovrebbe aumentare con l'accelerazione della transizione energetica; in effetti, molti Paesi europei, in particolare la Germania, hanno dichiarato di voler velocizzare il passaggio alle rinnovabili nell'ambito di una strategia lungimirante tesa a ridurre la dipendenza dal gas russo e un forte impulso alla domanda è atteso anche dagli imponenti piani di spesa nelle infrastrutture che sostengono la transizione verso le energie rinnovabili negli Stati Uniti: per non dire del passaggio dalle auto con motore a combustione ai veicoli elettrici e del conseguente utilizzo di grandi quantità di nickel, litio, alluminio e rame (per quest'ultima commodity in particolare, come noto, un veicolo elettrico a batteria richiede 75Kg di rame, contro i 20Kg di un'auto tradizionale, senza contare che pure la tecnologia delle celle fotovoltaiche, similmente a quanto previsto per i cavi di profondità utilizzati per riportare l'energia eolica *offshore* sulla terraferma, richiede metalli come argento, alluminio, zinco e acciaio).

Non a caso, dunque, gran parte delle materie prime (chi più, chi meno) si trova al centro dell'attenzione mediatica almeno dall'aprile del 2020, con uno sviluppo esponenziale fino a giugno 2022 (indice CRB), salvo poi lateralizzare per un biennio in attesa di una nuova direzionalità: quale?

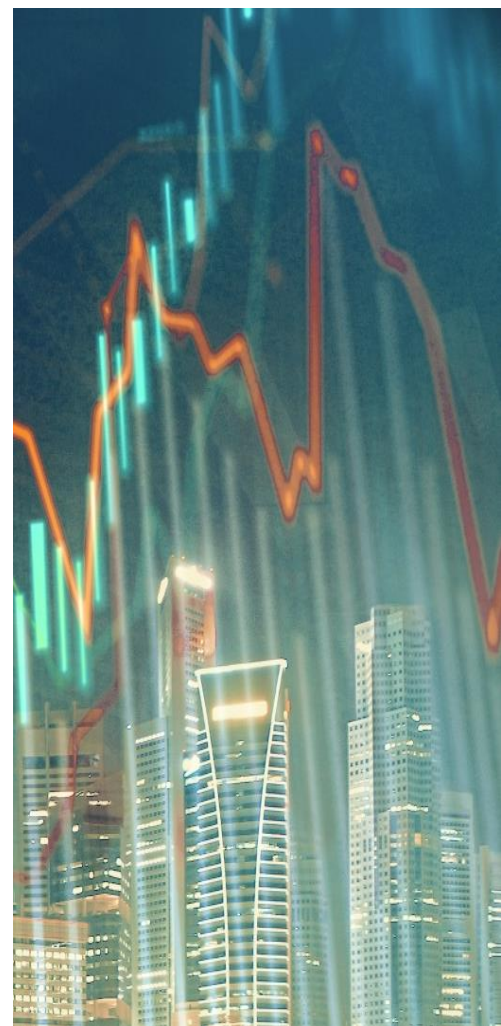
Nel lungo periodo la nostra convinzione è che il coacervo di commodities intrinsecamente legate alla transizione energetica non potrà che apprezzarsi in virtù di un'offerta che difficilmente riuscirà ad adeguarsi all'imponente domanda stimata prospettica, mentre nel breve periodo l'interagire tra dinamiche fondamentali e spinte meramente speculative può tradursi in periodi di elevata volatilità senza che, necessariamente, venga definito un nuovo trend chiaramente collocabile in un orizzonte temporale di più ampio respiro. In ogni caso, quando, come nell'attuale fase storica, tendono a moltiplicarsi gli accordi internazionali tra singoli Paesi e viene dato forte impulso alla ricerca di nuovi giacimenti (pur



particolarmente gravosa in termini di impegni finanziari), ne discende che prevale la percezione secondo cui l'*oggetto del desiderio*, le singole commodity indispensabili per avviare e sostenere lo specifico business, debba essere acquisito a qualsiasi prezzo, soprattutto se la logica sottostante è quella di assecondare eventi di natura epocale, quali il passaggio all'automotive elettrico o l'implementazione dell'intelligenza artificiale nella vita di tutti i giorni. Un esempio lampante di accordo strategicamente rilevante per il controllo delle commodities è rappresentato dal patto Indonesia-Cina sul nickel, con il chiaro intento di spazzare via la concorrenza; in sostanza, con il supporto della Cina, l'Indonesia ha praticamente stravolto gli equilibri di forza in un mercato cruciale per la transizione energetica, mettendo alle corde qualsiasi altro fornitore del metallo usato nell'acciaio inossidabile e nella maggior parte delle batterie: al punto che, alle attuali condizioni di mercato, si stima che metà degli impianti produttivi nel mondo lavorino in perdita (molti si stanno fermando e persino colossi minerari del calibro di Bhp, Glencore e Anglo American hanno alzato bandiera bianca, effettuando svalutazioni miliardarie nell'ultima tornata di bilanci e annunciando la possibile uscita da molte attività).

Ancora più recente è l'accordo della Corea del Sud con l'Africa sui minerali critici per le tecnologie; nel corso del Korea-Africa summit tenutosi ai primi di giugno, Seul ha annunciato 14 miliardi di dollari USA in credito all'esportazione per favorire l'accesso di imprese nazionali nelle economie africane e un aumento di 10 miliardi di dollari in aiuti: in altri termini, la Corea ha messo sotto chiave un blocco di intese sulle materie prime con Paesi come Madagascar e Tanzania, ottenendo dalla seconda l'accesso a risorse come nickel, litio e grafite custodite nella miniera di proprietà di Dodoma (la contropartita sono 2.5 miliardi di dollari in prestiti in cinque anni) e lo stesso presidente coreano (Yoon Suk Yeol) ha sottolineato che il mercato africano incide su circa l'1-2% del flusso di investimenti e commercio della quarta economia asiatica a livello di PIL.

L'Europa, a sua volta, non sta certo a guardare; la Norvegia, in particolare, rilancia sulle terre rare, rivendicando la scoperta di quello che potrebbe essere il deposito più grande nel continente europeo, con risorse ancora più ricche e pregiate di quelle vantate in Svezia dalla mineraria statale Lkba. Le terre rare sono considerate il più critico dei materiali critici e l'Europa, a tutt'oggi, non ne produce nemmeno un grammo, ma REN (Rare Earth Norway) ha promesso una decisa svolta: nel complesso di Fen (a pochi chilometri da Oslo) potrebbero esserci 8.8 milioni di tonnellate di ossidi di terre rare, almeno quattro volte di più rispetto a quanto si ritiene racchiuda il giacimento svedese di Kiruna: per di più, l'area norvegese sarebbe ricca di terre rare pregiate, ovvero 1.5 milioni di tonnellate di ossidi di neodimio e praseodimio, particolarmente ricercati perché usati nei super magneti e presenti anche nelle pale eoliche e nelle auto elettriche. Ovviamente, al momento l'uso del condizionale è d'obbligo in quanto non vi sono ancora dati oggettivi sui volumi estraibili, ma REN ha subito manifestato grande ottimismo, al punto di ipotizzare di poter prendere entro il 2030 una decisione finale di investimento da circa 900 milioni di euro per avviare la prima fase di sviluppo: con l'obiettivo finale di creare una filiera di produzione completa, dalla miniera al magnete, a basso impatto ambientale e tanto prolifica da riuscire in prospettiva a soddisfare il 10% del



fabbisogno UE, in linea con l'obiettivo di autosufficienza per almeno il 10% dei materiali critici, secondo quanto stabilito dal CRMA (Critical Raw Materials Act). L'importanza della scoperta è stata ben enfatizzata dal Ceo di REN, il quale ha tenuto a ribadire che *“la stima delle risorse sottolinea la potenzialità del deposito di essere davvero un asset trasformativo, capace di sostenere lo sviluppo in Europa di una catena del valore sicura per le terre rare”*.

Entusiasmo diffuso, dunque, sulle commodities e sul loro ruolo primario (e imprescindibile) nel guidare il pluriennale processo di transizione energetica: senza, peraltro, dimenticare che alle materie prime vengono attribuiti due vantaggi fondamentali in termini di asset allocation nell'ambito di un portafoglio d'investimento più ampio:

- 1) copertura contro l'inflazione;
- 2) diversificazione (considerato che, storicamente, le commodities come asset class hanno dimostrato una correlazione bassa e negativa con azioni e obbligazioni in molteplici cicli economici), avendo anche ben chiaro che *“sia nel breve che nel lungo periodo la domanda crescerà di pari passo con la ripresa globale: si tornerà a spendere per le infrastrutture e a fare qualche passo avanti verso la crescita”*.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Settimana di fine giugno con avvio (lunedì 24) spumeggiante sulla Borsa di Tokyo, dove il comparto bancario ha fatto da traino dopo che nel fine settimana precedente il governo giapponese aveva diffuso i nuovi dati sull'inflazione, evidenziando che nel mese di maggio l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 2.5% (annuo) rispetto al +2.2% registrato in aprile.

Nello specifico, i prezzi dell'energia sono aumentati del 7.2%, mentre quelli degli alimenti hanno segnato un rialzo del 3.2%: il tutto con effetto immediato sui tassi decennali (al test della soglia dell'1%, anche perché la Bank of Japan in apertura di ottava ha espressamente ribadito l'eventualità di un rialzo dei tassi nella riunione del 30-31 luglio), pur nella sostanziale (attesa) indifferenza dello yen, la cui persistente debolezza ha ancora una volta premiato il mercato azionario domestico.

Al di là, comunque, del buon esordio settimanale dell'emisfero asiatico (almeno nel Sol Levante), la scorsa ottava si è caratterizzata fin da subito per il clima di aspettativa legato alle elezioni francesi del 30 giugno; in altri termini, il quesito più ricorrente nelle sale operative era riassumibile nella seguente sintesi essenziale: quanto vale (e pesa per i mercati) il rischio politico? Anzitutto, va subito precisato che, dopo che Marine LePen lunedì 17 aveva rassicurato sul fatto che in caso di vittoria alle elezioni avrebbe avuto un approccio collaborativo con il presidente Macron, i mercati hanno realizzato che forse la reazione negativa della settimana precedente era stata eccessiva: i mercati, cioè, hanno sposato la tesi di fondo per cui una dialettica politica (seppur vivace) rientra nella normalità delle cose, ragion per cui “allo stato attuale né il riprezzamento dei titoli di Stato né le aspettative sulla futura

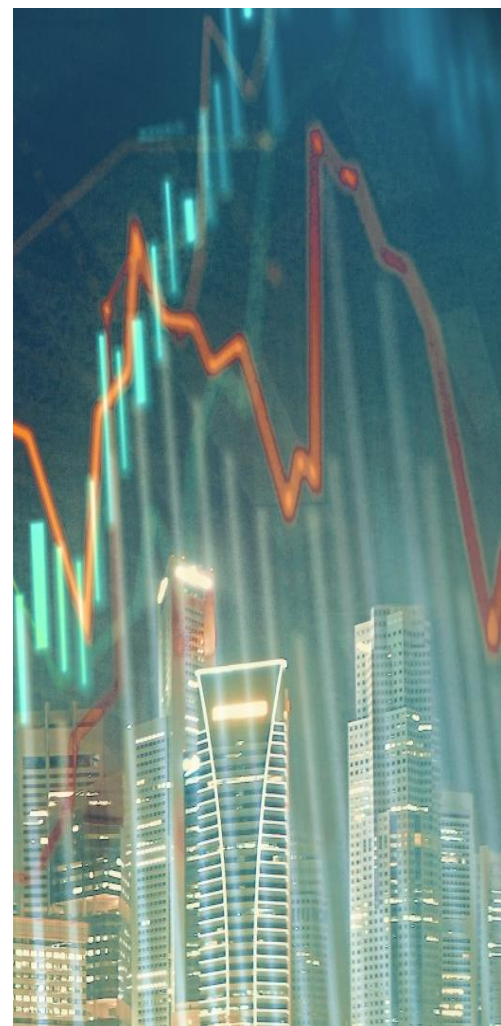


politica del Paese sono sufficienti per cambiare le buone attese sull'economia". Insomma: non si prevede alcun impatto sostanziale sui fondamentali economici. Per di più, leggere le parole distensive pronunciate da Isabel Schnabel ("sull'andamento dell'inflazione Stati Uniti ed Europa non hanno un andamento così diverso, per cui ci potrebbe essere una leggera divergenza di natura temporanea, ma non sono preoccupata"), nota per le sue posizioni fortemente rigoriste, certamente giova al sentiment della comunità finanziaria, anche perché un ulteriore assist in tema di aspettative sui tassi è arrivato dal Fondo Monetario Internazionale in occasione della relazione annuale sullo stato di salute della zona euro; secondo la direttrice del FMI, premesso che "nel 2024 è prevista una modesta ripresa della crescita, che si rafforzerà ulteriormente nel 2025", c'è spazio perché la BCE riduca gradualmente il proprio tasso di riferimento (oggi al 4,25%), per giungere entro il terzo trimestre del 2025 a un livello intorno al 2-2.5%, fermo restando che "il bilancio della UE deve essere potenziato per aumentare e indirizzare meglio gli investimenti pubblici; il prossimo quadro finanziario pluriennale 2028-2034 offre l'opportunità di enfatizzare gli investimenti nei beni pubblici UE (tra cui sicurezza energetica, mitigazione dei cambiamenti climatici, difesa e R&S) per affrontare le grandi sfide strutturali dell'economia". Oltreoceano, più correttamente, anziché parlare di rischio politico sembra più appropriato far riferimento al "peso" della politica; in effetti, dopo la prolungata terapia della moneta facile e dei deficit per affrontare la deflazione da calo della domanda aggregata e lo shock pandemico, gli Stati Uniti sembrano destinati a convivere con un debito crescente per la trasformazione di un'economia liberista in un sistema più solidale: un debito che, secondo le stime dell'Ufficio di Bilancio del Congresso, salirà a 1915 miliardi di dollari per l'anno 2024, pari al 6.7% del PIL.

Sarà stabilito, dunque, un nuovo record, il secondo consecutivo, mentre senza correzioni il deficit nei prossimi dieci anni è destinato a raggiungere i 50.700 miliardi di dollari, pari al 122% del PIL.

Nello specifico, i dati e le analisi del Congressional Budget Office (CBO) sottolineano l'impatto che hanno avuto, negli ultimi mesi, sul disavanzo le spese legate ai prestiti per gli studenti, al programma sanitario federale Medicaid, al risanamento delle banche e all'impegno bellico al fianco di Ucraina e Israele. Dai documenti del CBO emerge la forte preoccupazione "per il prolungato periodo di marcati disavanzi di bilancio", pur in un contesto dove, comunque, le analisi economiche considerano l'effetto positivo sulla congiuntura economica di una riduzione dei tassi da parte della FED a partire dal prossimo anno; per di più, "una parte significativa del miglioramento economico è imputabile all'immigrazione, che porterà a un aumento di 8.7 milioni di residenti negli Stati Uniti dal 2021 al 2026: una tendenza che potrebbe fare aumentare il PIL del 2.4% nel prossimo decennio".

Gli Stati Uniti, dunque, non sono solo debito e Wall Street lo sa benissimo; a giugno 2024 la crescita dell'attività economica negli

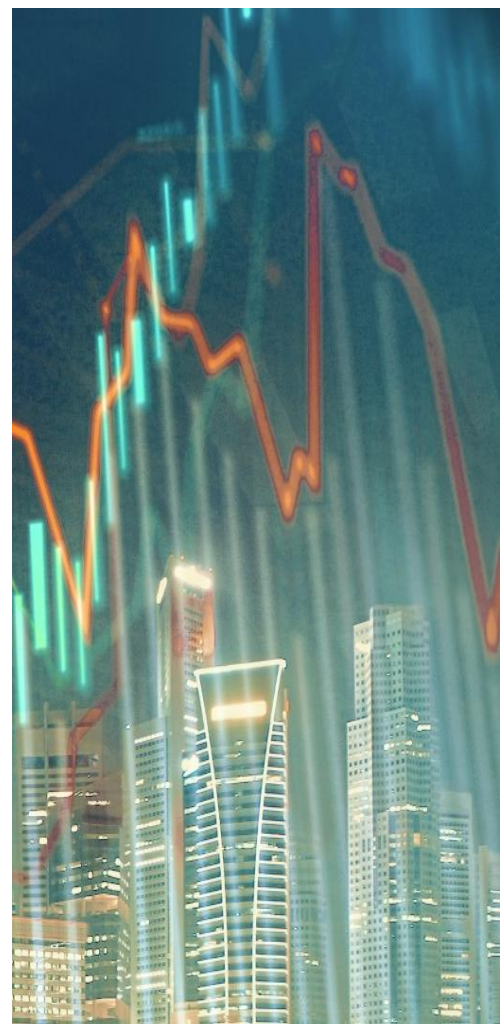


Stati Uniti ha raggiunto il livello più rapido in 26 mesi, segnalando una forte conclusione del secondo trimestre. Il settore dei servizi ha guidato la ripresa con un ulteriore sostegno da parte del settore manifatturiero, anche se la recente ripresa di quest'ultimo ha perso un po' di slancio, secondo quanto emerge dai dati provvisori dell'indagine PMI di S&P Global; nel frattempo, il miglioramento della fiducia delle imprese per l'anno a venire, in particolare nel settore dei servizi, nonché la rinnovata pressione sulla capacità operativa derivante dall'aumento della domanda, hanno incoraggiato le aziende ad aumentare il numero degli occupati per la prima volta in tre mesi, al punto che, secondo il capo economista di S&P Global, "i primi dati PMI segnalano l'espansione economica più rapida da oltre due anni a giugno, suggerendo una conclusione incoraggiante e robusta del secondo trimestre, mentre allo stesso tempo le pressioni inflazionistiche si sono attenuate.

Il PMI si trova a un livello sostanzialmente coerente con la crescita dell'economia a un tasso annualizzato di poco inferiore al 2,5%; la ripresa è generalizzata, poiché la crescente domanda continua a filtrare attraverso l'economia. Sebbene trainata dal settore dei servizi, che riflette la forte spesa interna, l'espansione è sostenuta dalla continua ripresa del settore manifatturiero, che quest'anno sta vivendo il suo periodo di crescita migliore da due anni a questa parte" (nel mentre, venerdì 28 i dati sul deflatore PCE, indice dei prezzi particolarmente seguito dalla FED, hanno confermato il +2.6% atteso dalle stime di consenso).

Ciò detto, continuiamo a mantenere un sovrappeso azionario di entità media nei nostri portafogli, legato alla revisione al rialzo degli utili e alla prospettiva di un allargamento nei prossimi trimestri a quei settori e Paesi che fino ad oggi hanno sottoperformato dal punto di vista reddituale la tecnologia e gli Stati Uniti; a livello settoriale, riteniamo opportuno confermare un deciso sovrappeso sulla tecnologia (introducendo, nel contempo, una piccola esposizione verso le società attive nella gestione delle reti e infrastrutture elettriche beneficiarie dell'aumento della spesa per investimenti in tecnologia, gestione dei dati, energia rinnovabile e sicurezza), mentre, a livello geografico, date le premesse già indicate, il sovrappeso azionario riguarda principalmente USA ed Europa: e quest'ultima, in particolare, sta già esplicitando tangibili segnali di recupero del ciclo economico e degli utili.

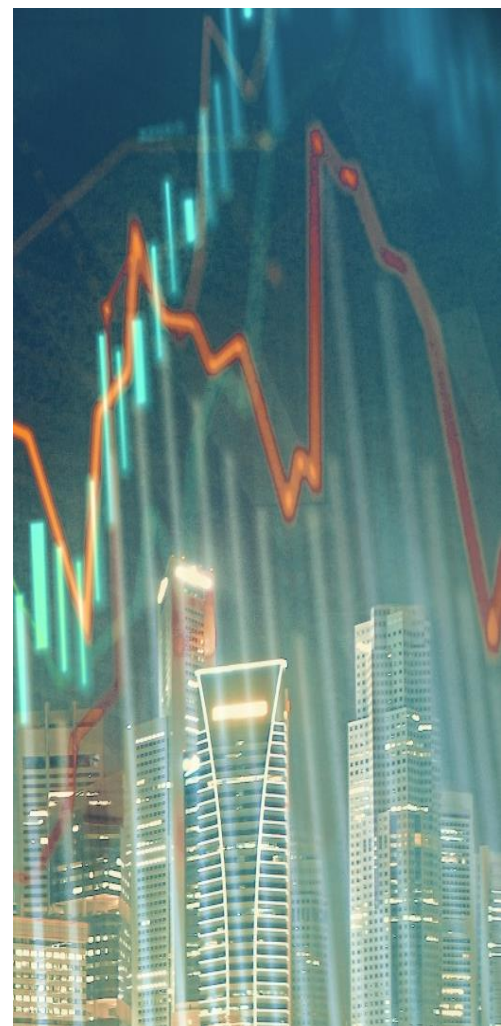
Sul versante orientale, decisamente interessanti sono le statistiche rilasciate dall' AIE (Agenzia Internazionale dell'Energia) sulle modalità con cui la Cina sta portando avanti il processo di transizione energetica, ponendosi come modello di riferimento per la produzione di energia green (verde) e la riduzione di CO2 (in calo del 3%); in pratica, il messaggio di fondo è che la transizione energetica è sempre più una questione cinese: non solo perché Pechino controlla in misura crescente le filiere green (dalle materie prime come il silicio o le terre rare di cui è quasi monopolista) fino ai prodotti finiti (tipo pannelli solari e batterie), ma anche in ragione del



fatto che a tutt'oggi il Dragone si pone quale principale motore di traino della decarbonizzazione, processo appoggiato da quasi 200 Paesi alla Cop28 di Dubai.

Stando ai numeri, solo la Cina sembra in grado di centrare quello che è considerato uno dei principali obiettivi stabiliti dall'ultima conferenza ONU sul clima, ovvero triplicare le rinnovabili entro il 2030; in sostanza, per quanto la Cina continui a bruciare enormi quantità di carbone (e dunque non possa essere additata come esempio di virtù ambientalista), a livello mondiale sta surclassando tutti i Paesi quanto a rapidità ed efficacia nella conversione alle energie pulite: solo l'anno scorso il gigante asiatico ha battuto ogni record, installando quasi 350 GW di nuova capacità di generazione rinnovabile, più di quanto non ce ne sia oggi negli Stati Uniti, ed è già a un soffio dall'obiettivo che si era dato per fine decennio, ovvero dotarsi di impianti green per 1200 GW entro il 2030. Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato sul versante occidentale tipiche dinamiche da consolidamento, con l'S&P 500 di nuovo in area 5500 (con nuovo record) e l'Eurostoxx 600 solido oltre quota 500, mentre il fronte orientale ha registrato l'ennesima ottava di successo per il Topix (oltre +3%), a fronte di uno Shanghai Composite titubante negli intorni della soglia psicologica 3000. Rendimenti decennali americani in tendenziale fase ascendente (da un minimo a 4.2%) e corrispettivi tedeschi arrivati a testare il 2.5% (da un minimo a 2.37%), a fronte di uno spread Btp-Bud oscillante nel range 150-160 punti base (con lieve peggioramento in chiusura di ottava).

Moneta unica ancora manifestamente debole e in difficoltà a mantenere quota 1.07 e yen finalmente oltre la soglia 160, con grande apprezzamento da parte del mercato azionario domestico mentre, in tema di commodities, petrolio stabile oltre gli 80 dollari (con vista 83), anche grazie alla forte domanda cinese dovuta all'avviamento del nuovo impianto di raffinazione di Yulong (che potrebbe rappresentare uno degli ultimi grandi progetti della Cina a livello di raffineria, dato che nel contempo procedono spediti gli obiettivi di riduzione delle emissioni); infine, le quotazioni del grano hanno rialzato la testa (dopo i pesanti ribassi delle scorse settimane) in ragione di raccolti più bassi del previsto in Canada, unitamente ad un incremento dell'export da parte degli Stati Uniti.



DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (**TUF**), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.