

WEEKLY UPDATE

9 settembre 2024



METALLI PREZIOSI E INDUSTRIALI: PERCHÉ IL TREND RIALZISTA POTREBBE DURARE NEL MEDIO-LUNGO PERIODO

Da quando il Bloomberg Commodity Index, uno dei termometri del trend delle materie prime più seguiti, ha toccato un massimo relativo a maggio di quest'anno per poi realizzare un minimo importante a inizio agosto, l'interrogativo più frequente che si pone la comunità finanziaria riguarda la capacità reattiva delle commodities in ottica prospettica, ovvero se determinate fasi correttive siano da leggere in chiave transitoria e fisiologica oppure in ottica strutturale; di sicuro, esiste un denominatore comune valutativo, condiviso dagli analisti, tale per cui la debolezza delle materie prime (seppur non tutte) del periodo estivo sia per lo più da imputare al deciso calo della domanda cinese.

In effetti, "la Cina ha un impatto sul 50% delle materie prime a livello globale ma i consumi interni molto bassi e la crisi del settore immobiliare e i recenti dazi sulle importazioni hanno giocato un ruolo importante nel calo della domanda. Il mercato delle materie prime ha tenuto fino al Plenum cinese, in attesa di novità che, però, non sono arrivate: ecco perché gli investitori hanno cominciato ad alleggerire le posizioni".

Ovviamente, tra metalli preziosi e metalli industriali è più che opportuno segnalare un distinguo; nello specifico, le forze strutturali che favoriscono i metalli preziosi hanno forti connessioni con ampi deficit fiscali, incertezze geopolitiche e un universo sempre più ristretto di beni rifugio: ecco perché, nel 2022 e 2023, si sono registrati

**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**

acquisti record delle banche centrali, con forte partecipazione della People Bank of China, unitamente ad una corposa domanda sostenuta dalla clientela retail.

Non a caso, in effetti, anche in termini di quotazioni i metalli preziosi hanno risentito solo in parte del recente rallentamento delle materie prime; le condizioni economiche restano favorevoli all'oro, che beneficia di uno scenario caratterizzato da una crescita economica lenta e tassi di interesse in moderazione, così come l'argento è sostenuto soprattutto dalle sue qualità industriali, ma anche da una domanda in crescita e un'offerta che resta limitata; in sostanza, "la domanda industriale di argento ha raggiunto nuovi massimi, spinta dal settore fotovoltaico e dal crescente utilizzo del metallo nel 5G e nell'elettronica delle automobili; gli impianti fotovoltaici hanno superato di molto tutte le previsioni dell'inizio del 2023 e si stima che gli ulteriori incrementi di capacità raggiungeranno un altro record quest'anno".

La richiesta di argento dovrebbe inoltre trarre beneficio dalla svolta tecnologica che ha portato alla produzione di massa di nuove celle solari, a più alta efficienza, che utilizzano appunto più carico di argento, ma resta inteso che "nel settore automobilistico il maggiore utilizzo di componenti elettroniche e gli investimenti nelle strutture di ricarica delle batterie continueranno a stimolare la richiesta del metallo; nel 2023 la domanda di argento da parte dell'elettronica di consumo è stata relativamente debole, ma con l'espansione delle applicazioni dell'intelligenza artificiale nel 2024 prevediamo che la stessa aumenti".

Se poi vogliamo scomodare le banche centrali e il loro potenziale supporto ai metalli preziosi, "la FED e le altre banche centrali ora sembrano in procinto di avviare un ciclo di tagli che vedrebbe tassi di interesse nominali più bassi e potenzialmente anche tassi di interesse reali più bassi; premesso che l'oro tende a muoversi inversamente ai tassi di interesse reali, ne deriva che gli investitori che si attendono tassi reali più bassi potrebbero determinare un prezzo del metallo giallo ancora più alto": senza contare che i metalli preziosi hanno dimostrato da sempre di essere riserve di ricchezza affidabili, anche come asset di diversificazione e riduzione del rischio (dunque "se aggiunti a portafogli con elevate allocazioni in azioni o obbligazioni, l'oro e l'argento possono contribuire a ridurre la volatilità complessiva").

Che dire poi dei metalli industriali? Se prendiamo il rame come benchmark di riferimento in ragione dei molteplici usi e impieghi nelle varie filiere, i numeri (attuali e attesi) sono manifestamente esplicativi di quale possa essere il futuro prospettico del metallo rosso; la domanda di rame nel 2023 è stata di 25.2 milioni di tonnellate, ma nel 2025 lo scenario dovrebbe mutare perché a fronte di una produzione stabile potrebbe crescere di molto la domanda: essenzialmente per due ragioni, ovvero la transizione green e lo sviluppo di data center.



In effetti, è noto che “il rame è fondamentale nella costruzione delle turbine eoliche, ma anche per i data center che sfruttano il cloud, sempre più strategico per le aziende: questi due driver contribuiranno a far crescere la richiesta di rame, facendolo diventare un vero e proprio megatrend”; anche dal punto vista dei fondamentali, “i bilanci previsionali suggeriscono che la scarsità di rame si verificherà probabilmente nel 2026-2027, con tangibili effetti rialzisti sulla domanda”.

Del resto, è risaputo che il metallo rosso, indispensabile per la decarbonizzazione, è quello che ha l'utilizzo più trasversale in tutti i settori interessati dalla transizione energetica, motivo per cui gli strategist sulle materie prime sono fermamente convinti che le eventuali fasi di debolezza delle quotazioni siano, in realtà, occasioni di acquisto alla luce del fatto che il ruolo del rame resta cruciale e imprescindibile per le maggiori sfide del prossimo futuro.

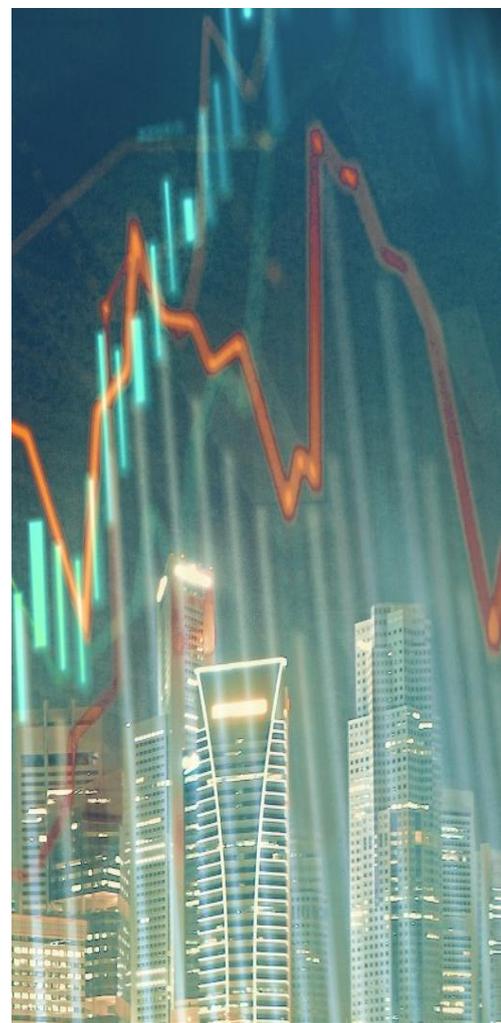
E se non bastasse, proprio pochi giorni fa, il Ceo di Bhp (M. Henry) ha dichiarato che la frenata della Cina, in particolare sul fronte dell'acciaio, spinge sempre più i giganti del comparto minerario ad accelerare la revisione delle strategie, puntando più sul rame piuttosto che sul ferro (per il quale la multinazionale australiana prevede un eccesso globale di offerta almeno fino al prossimo anno legato alla crisi della siderurgia cinese, che si è acuita sollevando un allarme crescente sia a livello domestico che internazionale).

In più, esiste un ulteriore fattore, forse meno monitorato dagli analisti ma non per questo meno incisivo, che agisce sulle quotazioni del rame, anche con effetti imprevedibili e non facilmente stimabili: le guerre.

La storia insegna che le materie prime spesso scatenano guerre, ma insegna anche che è quasi impossibile vincere una guerra senza le materie prime; in altri termini, per combattere, e prima ancora per dotarsi di mezzi militari, armi e munizioni, servono combustibili e servono grandi quantità di acciaio, alluminio e rame (per non dire di titanio, grafite, terre rare e antimonio, di cui la Cina ha appena deciso di limitare le esportazioni).

La corsa agli armamenti scatenati dal conflitto in Ucraina e dalla necessità di ricostituire e ammodernare gli arsenali della Nato ha riportato in primo piano un tema che decenni di relativa stabilità avevano spinto ad accantonare non solo in Europa ma persino negli Stati Uniti: il difficile accesso ai cosiddetti “materiali critici”, per cui deploriamo l'eccessiva dipendenza dalla Cina, non costituisce uno svantaggio solo nella pacifica rivoluzione verde della transizione energetica ma anche in ambito militare.

Dettagliando meglio i termini della questione, lo sforzo produttivo per rifornire Kyiv di munizioni per artiglieria pesante (i proiettili da 155mm di standard Nato, di cui si sono ormai quasi esaurite le scorte) potrebbe ad esempio accrescere ulteriormente in misura non irrilevante i consumi di rame; entro il 2026 l'industria degli armamenti



potrebbe assorbire il 14% dell'offerta globale di rame, contro il 10.5% del 2021, secondo uno studio a cura di Simon Hunt Strategic Services.

La maggior parte dei proiettili contiene il metallo rosso (in genere sono rivestiti di ottone, una lega di rame e zinco) e in ogni munizione da 155mm c'è mezzo chilo di rame (e solo l'esercito ucraino ne spara fino a settemila al giorno, secondo la EDA – European Defence Agency).

In sostanza, “la guerra fa bene al business dei metalli; la resilienza dimostrata dai prezzi del rame, in rapporto a quella di altri metalli base, si potrebbe in parte spiegare anche con l'aumento di domanda dovuto alla guerra in Ucraina” (e, almeno a detta di Putin, il conflitto è destinato a protrarsi per qualche anno ancora).

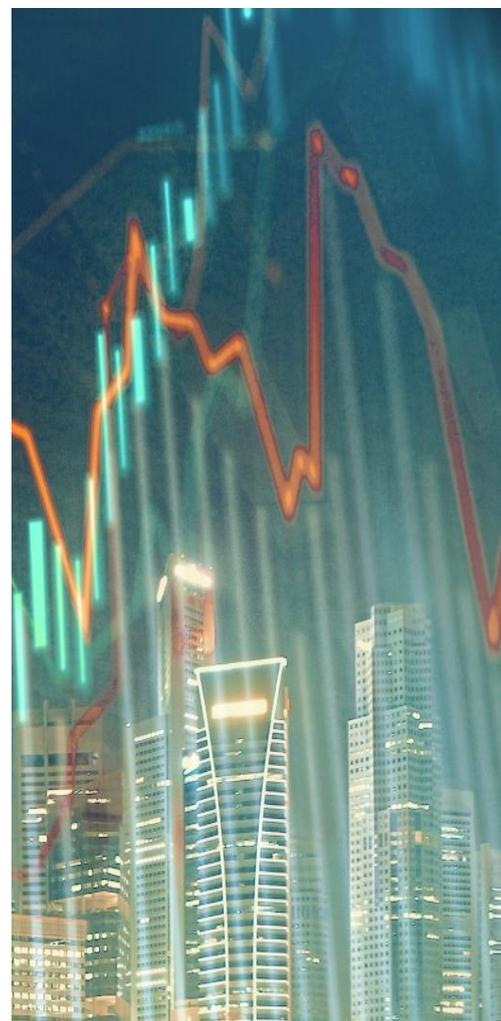
Basti pensare che prima del conflitto russo-ucraino gli Usa producevano appena 14.400 proiettili da 155mm al mese, mentre oggi sono a quota 36mila e puntano ad arrivare a 100mila entro la fine del 2025. L'Unione europea, da parte sua, si è impegnata a più che triplicare la capacità produttiva, superando 2 milioni di unità l'anno entro fine 2024 e 3 milioni entro fine decennio; non solo, ma Bruxelles ha stanziato anche fondi destinati specificatamente a questo scopo: 500 milioni di euro con l'Act in Support of Ammunition Production e un miliardo e mezzo con lo European Defence Investment.

Ovviamente, è appena il caso di sottolineare che se il rame ha un ruolo di assoluto protagonista sul palcoscenico bellico, anche gli altri comprimari recitano un ruolo di peso; si pensi ad esempio al cobalto, usato tra l'altro nei motori dei caccia e nei missili di precisione, mentre l'alluminio è ritenuto una delle commodity in assoluto più rilevanti a livello strategico in ambito militare e, secondo un recente studio, è presente in quasi tutti i mezzi e le attrezzature militari, siano esse destinate all'aeronautica, alla marina o all'offensiva di terra.

Insomma, pochi dubbi sul fatto che, parafrasando un famoso film del 1974, “finché c'è guerra, (per i metalli industriali e non solo) c'è speranza”, anche perché un'analisi del CRS, il servizio di ricerca del Congresso Usa, ha evidenziato un'insufficienza di scorte strategiche di 88 materie prime necessarie per la Difesa (erano 53 nel 2021); in caso di conflitto su larga scala, secondo lo studio, i metalli detenuti come scorte coprirebbero solo il 38% delle carenze in ambito militare e il 7.5% in ambito civile: con il risultato che, in condizioni di emergenza, il rifornimento potrebbe essere un serio problema.

L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Prima settimana di settembre con mercati borsistici orfani di Wall Street nella giornata di lunedì 2 settembre (per via della ricorrenza del Labor Day), ma l'umore della comunità finanziaria internazionale, al netto di un martedì 3 particolarmente volatile, è subito parso nel complesso improntato all'ottimismo, poiché il dato sull'inflazione



americana di venerdì 30 agosto, certificato dall'indice PCE relativo ai consumi personali, ratificando il raffreddamento dei prezzi ha di fatto confermato che l'economia Usa può permettersi il lusso di crescere con una dinamica inflattiva sotto controllo; del resto, a ulteriore conferma, il mese di agosto era iniziato con il "lunedì nero", ma poi si è concluso con un grande recupero e svariati record: con la grande riscossa dei settori più tradizionali (i cosiddetti Value) che hanno rimontato i titoli growth contribuendo al record storico dell'indice Msci World.

Al di là delle prevedibili rotazioni settoriali growth – value, comunque, anche uno sguardo più generale ai mercati borsistici in ottica prospettica trova sostanzialmente d'accordo gestori e strategist in merito al fatto che il trend azionario abbia ancora fiato da spendere da qui a fine anno; in effetti, "l'impostazione di fondo rimane positiva anche perché, dopo l'ultima buona tornata di trimestrali, stimiamo che nel 2025 in America la redditività delle società quotate salirà ancora a doppia cifra percentuale e pure le prospettive delle borse UE non paiono negative: perché la rotazione dal growth al value aiuta proprio quei mercati, quali quelli europei, che non sono così focalizzati sull'Hi-Tech".

Non solo, ma se l'Europa conferma il proprio ritardo rispetto agli Usa sul tema dell'intelligenza artificiale (con 786 brevetti a fronte dei 16mila d'oltreoceano), sul versante americano la sfida lanciata dalle Tech company al "fortino" di Nvidia è sintomatica di una fase ciclica particolarmente innovativa e creativa (in senso schumpeteriano) che altro non può che giovare alle dinamiche evolutive dei conti societari e, di riflesso, ai mercati azionari.

Le concorrenti dirette di Nvidia hanno lanciato il guanto di sfida al colosso guidato da Jensen Huang con il dichiarato intento di scardinare una sorta di monopolio nella fornitura di chip per l'intelligenza artificiale.

In che modo? Puntando direttamente al cuore della questione, ossia creando chip alternativi al binomio "H100-Cuda", che ha fatto la fortuna della società di Santa Clara (California), affrancandosi definitivamente dal "marchio Nvidia" e, in tale ottica, i rivali si stanno già muovendo con solerzia: da AMD a Intel, fino a Qualcomm e Broadcom (ma anche a Microsoft, Meta e Google che vogliono produrre i loro chip per l'AI).

A tutt'oggi, il progetto più concreto si chiama "Triton", un software rilasciato per la prima volta da OpenAI e progettato per far sì che il codice sia adattabile ad un'ampia gamma di semiconduttori, non solo quelli di Nvidia (e i big della tecnologia globale sperano che Triton e progetti simili contribuiscano a spezzare la morsa che il produttore californiano esercita al momento sull'hardware).

Inoltre, non c'è solo il comparto Hi-Tech a catalizzare l'attenzione in quanto l'intervista di Kamala Harris alla CNN a fine agosto, finalizzata a raccogliere ampio consenso presso la classe media americana in



vista delle elezioni di novembre, ha riaperto il faro dell'interesse anche su quella fracking Industry che, almeno inizialmente, sembrava non al centro dei programmi del partito Democratico Usa.

Il fracking (o fratturazione idraulica), è bene precisare, ha rivoluzionato l'industria del petrolio e del gas negli Stati Uniti, consentendo l'estrazione dove prima era troppo difficile o troppo oneroso, fermo restando che si tratterebbe di una tecnica molto controversa e contestata, al punto che molti si sarebbero espressi in termini di limitarla, se non addirittura vietarla; nota sin dagli anni Sessanta, negli Stati Uniti, questa tecnica ha avuto un boom negli ultimi 15 anni, tanto da arrivare a rappresentare circa due terzi della produzione nazionale di petrolio e più di tre quarti di quella di gas: per di più, dal 2009 ad oggi, il fracking ha spinto a livelli record la produzione, trasformando gli Usa nel più grande produttore di greggio e gas al mondo.

Tutto bene? Non propriamente. Secondo l'Agenzia Usa per la protezione dell'ambiente, il fracking aumenta il rischio di inquinamento localizzato del terreno e delle falde acquifere, provocando inoltre il rilascio in atmosfera di ingenti emissioni di gas naturale, sottoforma di metano che ha potere riscaldante 80 volte rispetto a quello dell'anidride carbonica in un arco di 20 anni (la ricerca scientifica stima che il 25% del riscaldamento globale sia proprio dovuto alle emissioni di metano): ciò detto, l'incombente dell'appuntamento elettorale ha verosimilmente un po' smorzato la tradizionale vena ambientalista della componente democratica, in funzione di un business (quello petrolifero) in grado di garantire un bacino di voti non trascurabile.

Mondo finanziario ed economia reale Usa, dunque, trasudano un gran fervore imprenditoriale su più fronti, anche se la FED, almeno da quanto traspare dalle ultime evidenze del Beige Book, tende a trasmettere cautela in quanto "il numero dei distretti che hanno riportato un'attività economica piatta o in rallentamento è salito da cinque del periodo precedente a nove nel periodo attuale e l'attività manifatturiera ha rallentato il passo nella maggior parte dei distretti, così come la maggior parte dei distretti ha segnalato un indebolimento delle vendite di case" (la qual cosa, peraltro, ha indotto Bostic a ribadire che "è tempo di muoversi sui tagli dei tassi, pur agendo con cautela").

Nel Vecchio Continente, la sorpresa più lieta di fine agosto è stata il calo dell'inflazione in Germania, con l'indice dei prezzi al consumo tornato al target del 2% per la prima volta in più di tre anni, anche se a zavorrare l'inflazione è stato soprattutto il calo dei prezzi energetici mentre la componente "Servizi" ha segnato anche in agosto un rialzo significativo pari al +3.9%. Ciò ha subito suggerito a Nagel, noto "falco" del Board BCE, un atteggiamento prudentiale in termini di taglio ai tassi, ovvero "considerato nel suo complesso, un ritorno tempestivo alla stabilità dei prezzi non può essere dato per scontato; di conseguenza, dobbiamo essere attenti a non abbassare i tassi troppo velocemente", anche se Lane, capo economista BCE, ha



tenuto a precisare che la crescita dei salari rallenterà significativamente nel 2025-2026.

In effetti, “la seconda metà di quest’anno vedrà ancora molti aumenti salariali, ma il recupero dei salari rispetto all’inflazione sta ora raggiungendo il suo picco e il ritmo sarà molto meno rapido nei prossimi due anni; è da qui che deriva la fiducia nel ritorno all’obiettivo”.

D’altra parte, è innegabile che le stime di Lane facciano, in particolare, riferimento all’ex locomotiva europea, dove la stagnazione economica, il calo degli ordini e l’export debole stanno costringendo molte grandi aziende tedesche a tagliare posti di lavoro in vista di delicati rinnovi contrattuali e rivendicazioni salariali per il caro vita; in più l’indice sull’attività manifatturiera è calato ancora in agosto e vi sono pochi dubbi sul fatto che sui big dell’acciaio stia calando l’ombra della crisi.

I grandi gruppi come Thyssen-Krupp e Salzgitter devono affrontare economia debole e cambiamenti strutturali della produzione; in buona sostanza, l’industria siderurgica tedesca ha registrato un forte calo negli ultimi anni principalmente per due fattori: l’uscita dal gas russo, dopo l’invasione dell’Ucraina, e la riduzione delle esportazioni nel settore auto, con il governo federale che ha fatto poco per aiutare le imprese del settore quando i prezzi del gas sono schizzati incontrollati (senza contare che la transizione verde nel settore dell’acciaio è costosissima e i tempi della burocrazia e degli iter autorizzativi in Germania sono estremamente lunghi, oltre cinque anni, e non coincidono con i tempi aziendali che necessitano di programmazione e certezze nel medio termine).

Il dato macro, comunque, più ghiotto della scorsa ottava, particolarmente atteso dalla comunità finanziaria, riguardava il mercato del lavoro negli Stati Uniti, giusto per capire se la dinamica congiunturale fosse ancora solida o si dovesse mettere in conto qualche ipotesi recessiva nei prossimi mesi.

Ebbene, i numeri rilasciati venerdì 6 hanno evidenziato che dopo il marcato e inatteso deterioramento delle condizioni del mercato del lavoro registrato nel mese di luglio, in agosto la crescita dell’occupazione ha mostrato un modesto recupero (largamente in linea con le nostre attese), mentre il tasso di disoccupazione è sceso solo leggermente dopo il forte aumento del mese precedente; nello specifico, alla luce delle ultime revisioni, la crescita media degli addetti negli ultimi tre mesi è ora di 116 mila unità e risulta così in netto calo a partire dallo scorso marzo, quando era arrivata vicino alle 270 mila unità, a fronte comunque di una dinamica dei salari decisamente più robusta.

Nel complesso, dunque, i dati hanno confermato il progressivo rallentamento della crescita dell’occupazione negli ultimi mesi, che appare ora anche più marcato alla luce della significativa revisione al ribasso dei dati di giugno e luglio, ragion per cui il nostro scenario



centrale per la prossima riunione della FED rimane un taglio di 25 pb, seguito da altri due tagli (sempre di 25 pb) nelle due successive riunioni prima della fine dell'anno, anche se riteniamo probabile che un numero significativo di membri del FOMC sia propenso ad una mossa anche più aggressiva.

Il saldo settimanale dei principali listini azionari ha evidenziato una colorazione rossa, soprattutto in ragione di un martedì post Labor Day particolarmente volatile (poi riconfermato in chiusura di ottava), con l'S&P 500 in strenua difesa del livello 5400, l'Eurostoxx 600 arroccato oltre la soglia 500 e, sul versante orientale, con il Topix giapponese al test di 2600 (soffrendo il rafforzamento dello yen ancora in direzione 140) e lo Shanghai Composite in lieve chiusura sotto 2800.

Universo obbligazionario decisamente favorevole, con lo yield decennale americano sceso al test del 3.7% e il corrispettivo tedesco in calo sotto il 2.2%, a fronte di uno spread Btp-Bund sovente in area 140 pb (o di poco sopra). Moneta unica di nuovo in ripresa oltre quota 1.11 mentre, in tema di commodities, il petrolio ha violato al ribasso il livello 70 su voci di un'abbondante offerta globale, nonostante l'Opec+ abbia deciso di differire di un paio di mesi l'aumento della produzione già pianificato da tempo.



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.