

Mensile Materie Prime

Commodity: penalizzate dal rallentamento economico

Energia: outlook Negativo, prezzi sempre alti ma si riduce lo slancio rialzista

Il mercato energetico, come atteso, resta sotto pressione aumentando la sua volatilità, anche a causa del riaccendersi delle tensioni in Medio Oriente, un teatro molto critico e fondamentale per la produzione e il trasporto del petrolio. Tale quadro conferma le nostre previsioni di mantenimento dei prezzi su livelli alti nella seconda parte dell'anno, ma al contempo fa emergere come la dinamica rialzista possa aver perso parte del suo slancio.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, il rialzo è dovuto solo alle tensioni in Israele

Il marginale rialzo dei prezzi dell'oro, legato alle nuove tensioni geopolitiche in atto, ha consentito a tutto il comparto di rimanere su livelli alti. Lo scenario è immutato, con i Preziosi che restano legati alle oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, all'andamento dei rendimenti obbligazionari e alla forza relativa del dollaro USA, restandone penalizzati.

Metalli industriali: outlook Neutrale di breve e Mod. Positivo nel lungo termine

Il nostro scenario macroeconomico vede un rallentamento delle principali economie per la fine di quest'anno. Le quotazioni dei metalli sembrerebbero aver metabolizzato questa previsione senza probabilmente segnare nuovi minimi annuali e in qualche caso recuperando in parte. Resta l'auspicio, rafforzato dai recenti dati in Cina, che le nuove misure di stimolo delineate dal Governo, volte a rilanciare il sistema nel suo complesso e in particolare il settore delle costruzioni, possano consentire un maggior recupero della domanda di metalli a cavallo di fine anno.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, permangono i timori legati al clima

Condizioni climatiche più secche nelle principali regioni produttrici, causate dal fenomeno de El Niño, potrebbero ridurre le rese, influenzare negativamente i raccolti e quindi generare pressioni rialziste sui prezzi agricoli, pur in uno scenario macroeconomico sfavorevole. Questa è, in estrema sintesi, la principale preoccupazione che grava sul comparto degli Agricoli. Per le soft commodity, la formazione de El Niño sta alimentando il rincaro dei prezzi, ripetendo in maniera anomala la stessa dinamica avvenuta nella scorsa stagione.

Soft Commodity:

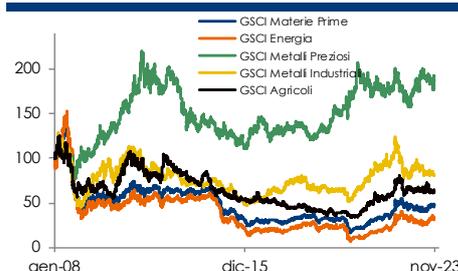
- Cotone:** le revisioni sui valori storici dei dati produttivi in Brasile amplificano la pressione.
- Zucchero:** deficit produttivo e rincaro del greggio in parte già scontati nei prezzi.
- Caffè:** il quadro resta incerto in Brasile con gli effetti del clima al centro dello scenario.
- Cacao:** deficit di offerta e attesa per i consumi legati alle feste tengono alta la tensione.

Performance degli indici commodity

	Valore 24.10.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.628,6	3,8	23,7	32,3
GSCI Energia	661,0	8,2	37,8	22,2
GSCI Met. Preziosi	2.223,1	7,0	7,0	52,2
GSCI Met. Industriali	1.516,0	-9,5	-17,5	20,4
GSCI Prod. Agricoli	533,8	-4,6	12,1	49,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 24.10.2023

Andamento dei principali indici commodity



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

25 ottobre 2023 - 12:57 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 ottobre 2023 - 13:03 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
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.

Performance commodity

(%)	2023	2022
WTI	4,3	6,7
Brent	2,5	10,5
Gas naturale	-33,6	20,0
Gasolio	-4,3	38,1
Oro	8,1	-0,1
Argento	-3,8	2,9
Rame	-3,8	-13,9
Alluminio	-7,9	-15,3
Zinco	-18,9	-16,3
Nickel	-39,2	44,8
Mais	-28,7	14,4
Frumento	-26,7	2,8
Soia	-14,7	14,3
Cotone	-0,5	-26,0
Caffè Arabica	0,5	-24,9

Fonte: Bloomberg; Dati al 24.10.2023

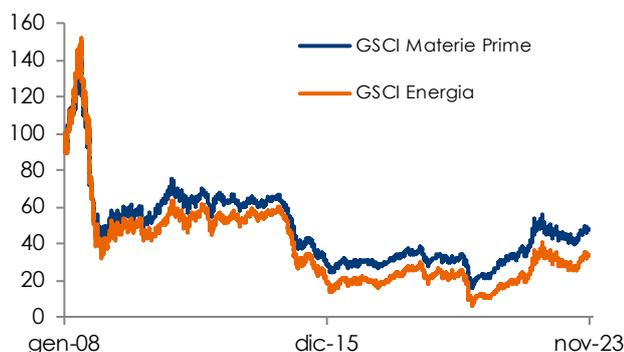
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.10.2023 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: aumenta la volatilità ma il rincaro sembra rallentare

Commodity: il rallentamento economico continua a frenare le materie prime, mentre la pressione rialzista sul petrolio si riduce. Se escludiamo un evidente aumento della volatilità dei mercati, derivante dall'incertezza sulla dinamica dei tassi nelle principali economie e dalle nuove tensioni geopolitiche mondiali, lo scenario sulle Commodity resta legato al rallentamento economico e alla conseguente dimensione della futura domanda di risorse di base. La delusione per la modesta crescita della Cina, il rallentamento nei paesi occidentali, alti tassi di interesse probabilmente per lungo tempo e la minaccia di nuove pressioni inflazionistiche sono gli elementi di un quadro certamente non favorevole alla maggior parte delle materie prime. Il tema energetico resta al centro dello scenario, non solo per le implicazioni legate al possibile rialzo dell'inflazione ma anche in relazione alle attese di transizione ecologica, che sembrerebbe accompagnata da un imprudente e strutturale sotto investimento in quasi tutti i comparti, in particolare Energia e Metalli Industriali. L'IEA (l'Agenda Internazionale per l'Energia), pur essendo la prima promotrice della transizione energetica green, spronando i grandi sistemi economici a maggiori sforzi nell'utilizzo di energia pulita, non nega di essere preoccupata per l'incauta contrazione degli investimenti nei combustibili fossili, come riportato nel suo recente World Energy Outlook 2023. Le incertezze sulla domanda a lungo termine, le preoccupazioni sui costi di finanziamento visti gli alti tassi di interesse e la pressione di molti investitori ad abbandonare questo settore rischiano di ridurre ulteriormente l'offerta, amplificando gli effetti della strategia di contenimento delle produzioni petrolifere attuata dai produttori dell'OPEC+. Situazione pressoché identica per la maggior parte dei metalli industriali, i cui fondamentali di comparto restano critici: bassi livelli di scorte, insufficienti investimenti minerari e scarsissima innovazione degli impianti; una situazione al limite del paradosso, visto che le aspettative di un strutturale e corposo aumento della domanda, legate alla transizione ecologica, si rafforzano costantemente. In conclusione, se nel breve termine è il rallentamento economico a deprimere le quotazioni delle Commodity, nel medio-lungo termine resta alto il rischio di un deficit di offerta per una larga fetta delle principali risorse, a fronte di una domanda prevista in crescita, col rischio di alimentare nuovamente le tensioni inflattive.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.628,6	3,8	23,7	32,3
GSCI Energia	661,0	8,2	37,8	22,2
WTI (\$)	83,7	4,3	-0,0	24,4
Brent (\$)	88,1	2,5	2,4	14,5
Gas Naturale (\$)	3,0	-33,6	-49,6	-7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

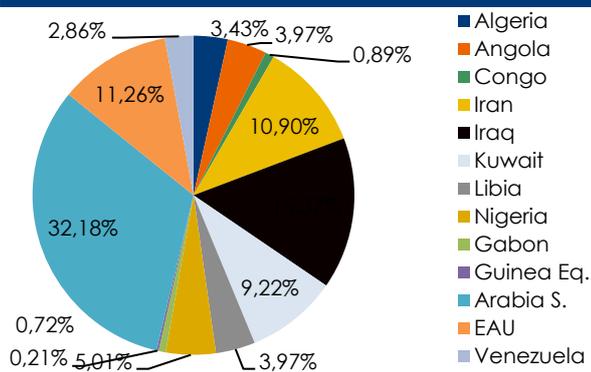
Energia: i prezzi petroliferi restano alti e volatili ma la dinamica rialzista sembra rallentare, in linea con le nostre aspettative.

L'escalation delle tensioni in Medio Oriente continua ad alimentare il rincaro del petrolio, con entrambi i contratti, WTI e Brent, che hanno ampliato la loro volatilità pur restando in area 90 dollari al barile. Russia e Arabia Saudita confermano la volontà di mantenere contratta l'offerta di greggio in vista del meeting OPEC+ del 26 novembre a Vienna, dove si affievoliscono le aspettative di una possibile revisione della strategia sull'offerta per il 2024. Qualche settimana fa il mercato ipotizzava che i due leader dell'OPEC+ potessero allentare la morsa sull'offerta, a partire dal prossimo anno, nell'intento di scambiare prezzi più bassi (ovvero rendite minori sulla carta) con un rallentamento minore della domanda (ovvero volumi di vendita

maggiori all'interno di un contesto di probabile rallentamento economico), ma queste aspettative sono velocemente sfumate. In aggiunta, nel recente passato la diminuzione dell'offerta dei produttori (arabi e non) era stata compensata dall'aumento dell'attività produttiva in altri paesi, in primis gli Stati Uniti, ma come abbiamo più volte ripetuto l'attuale situazione non consente all'offerta statunitense di essere immessa sul mercato globale per riequilibrarlo, con il risultato che il mercato resta costantemente sotto pressione. Le scorte strategiche nel sito di stoccaggio di Cushing (in Oklahoma) sono in costante calo nel tentativo del Governo statunitense di calmierare i prezzi dei carburanti, rilasciando le riserve. Una situazione che rischia di essere ingestibile e di creare allarmi dal punto di vista della sicurezza nazionale; in tal senso gli Stati Uniti hanno recentemente dichiarato di puntare ad acquistare fino a 6 milioni di barili di greggio (tra dicembre e gennaio), al fine di rimpinguare le scorte strategiche. Non a caso, sempre gli Stati Uniti hanno allentato le sanzioni al Venezuela, nel tentativo di favorire l'aumento dell'offerta di petrolio globale e togliere pressione ai prezzi. Lo scenario si conferma quindi molto incerto; continuiamo a pensare che la tensione sui prezzi possa consolidare nel breve, ma che il potenziale rialzista possa essere in esaurimento, di pari passo con l'accentuarsi del rallentamento economico globale e al netto delle tensioni geopolitiche.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero tratteggiato da OPEC, EIA e IEA. Nel rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di ottobre, l'organizzazione dei paesi produttori (OPEC) conferma la domanda mondiale di petrolio per il 2023 alla media di 102,1 mb/g. Per il 2024, la stessa previsione è in aumento di 2,2 mb/g su base annua, a una media aggregata di 104,3 mb/g, trainata dalla domanda dei paesi non OCSE (+2,0 mb/g) e molto meno da quella dei paesi OCSE (solo 260.000 b/g). I dati preliminari di settembre hanno mostrato che le scorte totali di petrolio commerciale dell'OCSE sono in calo di 11 milioni di barili, su base mensile, a 2.803 milioni. Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di ottobre, a cura della Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che la crescita globale dell'offerta di petrolio greggio per quest'anno sia limitata dai tagli volontari alla produzione di Arabia Saudita e Russia e dalla riduzione degli obiettivi di produzione da parte di altri paesi OPEC+. Si stima che la produzione di petrolio greggio dell'OPEC+ raggiungerà in media i 38,2 milioni di barili giornalieri a fine 2023, circa 1,4 milioni di barili al giorno in meno rispetto al 2022, prima di scendere ulteriormente a 37,8 milioni di barili al giorno nel 2024. Inoltre, si prevede che la produzione globale di combustibili liquidi (petrolio greggio e altri) aumenterà di 1,3 milioni di barili al giorno nel 2023 e di 0,9 milioni di barili al giorno nel 2024, mentre la produzione non-OPEC crescerà di 2,2 milioni b/g nel 2023, più che compensando il calo della produzione dell'OPEC. Il consumo globale di petrolio dovrebbe passare da 99,16 mb/g nel 2022 a 100,92 mb/g (-0,05 mb/g a/a) nel 2023 per poi passare a 102,24 mb/g (-0,09 mb/g a/a) nel 2024. L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,78 mb/g (confermato) nel 2022 a 67,96 mb/g (rivisto al rialzo dai 67,85 mb/g del mese scorso) nel 2023 e a 69,01 mb/g (-0,11 mb/g rispetto a settembre) nel 2024. L'offerta di greggio OPEC è vista assestarsi su una media di 27,92 mb/g (rivista al rialzo rispetto ai 27,91 mb/g del mese scorso) nel 2023 e scendere a una media di 27,78 mb/g (rivista al ribasso rispetto ai 28,3 mb/g del mese scorso) nel 2024. Infine, l'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (**OMR**) di ottobre, stima che la domanda globale debba crescere dalla media di 99,6 milioni di barili giornalieri (mb/g) (-0,1 mb/g rispetto a settembre) del 2022 ai 101,3 mb/g (rivisto al ribasso di 0,5 mb/g rispetto al mese scorso) nel 2023, col picco massimo delle richieste a 102,9 mb/g nell'ultimo trimestre di quest'anno. L'offerta non-OPEC è confermata a 65,5 mb/g (invariato) nel 2022 e a 66,0 mb/g (-0,2 mb/g rispetto a settembre) nel 2023. La "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio necessaria ad equilibrare il mercato, è stimata in crescita dai 28,8 mb/g del 2022 (confermato) a 29,8 mb/g nel 2023 (-0,4 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 30,2 mb/g di agosto).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.09.2023

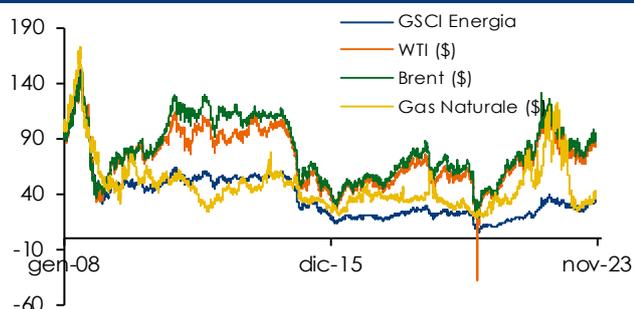
Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori in \$

	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: come avevamo ampiamente previsto, è tornata a salire la tensione sul metano, complici l'inizio della stagione fredda in Europa e le molteplici difficoltà legate alle forniture.

Le forti tensioni geopolitiche rendono sempre più incerto il meccanismo globale delle forniture e questo ha finito per divenire un elemento di estrema volatilità e pressione per tutte le Commodity. Se è apparso scontato il rialzo del petrolio, vista l'importanza del Medio Oriente come area di produzione petrolifera, ha invece sorpreso il deciso rincaro dei prezzi del metano in Europa delle ultime settimane. La pressione rialzista sul TTF ha però una pluralità di cause che hanno tutte una radice comune: l'incertezza delle forniture di gas naturale liquefatto trasportato via mare. Come spesso abbiamo detto, al netto dello straordinario livello delle scorte di metano mediamente raggiunto in Europa (oltre il 95%, dati di metà ottobre), è evidente che resta essenziale che il sistema energetico europeo abbia la garanzia di un costante approvvigionamento di gas, via tubo o via mare. Qualsiasi dubbio finisce infatti per premere al rialzo sui prezzi del gas, sia esso rappresentato dalla pericolosità della rotta marittima mediorientale nel Canale di Suez, dalla chiusura degli impianti al largo delle coste in Egitto, dagli alterni blackout delle forniture del gasdotto dalla Norvegia o dal presunto sabotaggio del condotto di gas liquefatto che collega la Finlandia con le Repubbliche Baltiche. Nel pieno della stagione autunnale e con l'inverno europeo che incombe, viste le previsioni di peggioramento climatico nelle prossime settimane (per altro assolutamente in linea con la stagionalità e per nulla straordinarie), ogni evento che possa anche solo lasciar presupporre una difficoltà nella consegna degli approvvigionamenti pattuiti rischia di tramutarsi in un rialzo delle quotazioni del TTF. A costo di sembrare ripetitivi seguiamo a ribadire come la solidità di economie articolate, come quelle delle principali nazioni europee, sia inevitabilmente subordinata alla sicurezza dei loro sistemi energetici, basati sulla certezza degli approvvigionamenti. Sulla base di questo ragionamento, non deve sorprendere che anche solo il timore che possa venir meno la garanzia delle forniture sia sufficiente a indebolire tutto il sistema, anche senza che si verifichi una reale interruzione o una crisi energetica vera e propria.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Negativo: la corsa del petrolio sembra rallentare, i prezzi resteranno strutturalmente medio-alti ma volatili e senza probabilmente registrare nuovi massimi. Si accentuano i rischi rialzisti per il metano.

Il mercato energetico, come atteso, resta sotto pressione aumentando la sua volatilità anche a causa del riaccendersi delle tensioni in Medio Oriente, un teatro molto critico e fondamentale per la produzione e il trasporto del petrolio. Tale quadro conferma le nostre previsioni di mantenimento dei prezzi su livelli alti nella seconda parte dell'anno ma al contempo fa emergere come la dinamica rialzista possa aver perso parte del suo slancio. La contrazione dell'offerta OPEC+, sommata ai tagli volontari di Arabia Saudita e Russia, e l'impossibilità della produzione statunitense di essere immessa per riequilibrare il mercato petrolifero globale, come spesso accaduto in passato, restano elementi fondamentali alla base del rincaro dei costi energetici. La prevedibile necessità di ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing, negli Stati Uniti, continuamente procrastinata per evitare ulteriori tensioni sui prezzi, appare oramai un evento inevitabile e di ulteriore pressione sul mercato petrolifero. La sensazione però è che il movimento rialzista possa aver perso parte della sua forza, anche in virtù delle aspettative di ribasso della domanda a seguito del rallentamento economico e nonostante la contrazione dell'offerta operata dai produttori, e che quindi le quotazioni del petrolio possano frenare sul finale d'anno.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.23	2023	2024	2024	2023	2024
WTI (\$)	83,7	85,0	85,0	83,0	83,5	80,9
Brent (\$)	88,1	90,0	88,0	86,8	85,0	82,9
Gas Naturale (\$)	3,0	3,1	3,3	3,0	3,4	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

Performance di medio termine

	24.10.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	661,0	9,1	9,5	1,6	8,2
WTI (\$)	83,7	5,2	8,7	-1,9	4,3
Brent (\$)	88,1	5,3	9,0	-5,8	2,5
Gas Naturale (\$)	3,0	8,8	28,8	-47,1	-33,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

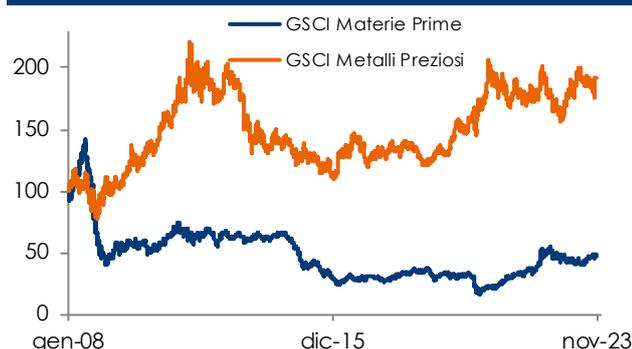
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.23	2023	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	83,7	76,0	75,0	74,0	74,0	72,0
Brent (\$)	88,1	81,0	79,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	3,0	3,1	3,2	2,8	3,0	2,9
TTF (€/MWh)	49,8	50,0	48,0	27,0	35,0	30,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sostenuti solo dalle recenti tensioni geopolitiche

Dopo la modifica dello scenario sui tassi sale l'attesa per la tornata di banche centrali di ottobre e novembre; l'escalation militare in Israele ha evitato ribassi maggiori. E' probabile che senza le recenti tensioni in Medio Oriente, seguite all'attacco di Hamas ad Israele, il comparto dei Preziosi non avrebbe visto accrescere il proprio appeal come asset difensivo, in risposta alla nuova avversione al rischio sui mercati seguita a questi tragici eventi. Negli ultimi mesi, oro, argento e platino hanno mantenuto quotazioni mediamente alte, scambiando però in maniera volatile e all'interno di un ampio *trading range*, senza mai tornare ai massimi primaverili, quando le preoccupazioni sulla solidità di diversi istituti finanziari, dopo i primi fallimenti, avevano aumentato i timori per il settore bancario negli Stati Uniti e in Europa. Il palladio resta invece costantemente penalizzato dalle aspettative sul settore auto e consolida la propria performance negativa, avendo forse raggiunto dei livelli minimi oltre i quali, fisiologicamente, non ci aspettiamo che possa andare. Se i meeting delle banche centrali di settembre avevano modificato le aspettative su tassi e inflazione negli Stati Uniti e in Europa ("tassi alti e più a lungo del previsto"), sale ora l'attesa per la tornata delle riunioni di fine ottobre e inizio novembre. Le nuove tensioni geopolitiche, il rincaro del petrolio, il rallentamento economico e i timidi segnali di decelerazione dell'inflazione sembrano rendere più complicato il quadro sia per la Fed che per la BCE. Powell è apparso molto cauto nelle ultime uscite pubbliche, confermando però come il rialzo dei rendimenti dei Treasury possa aver svolto una parte del lavoro della Fed, consentendole di evitare un nuovo rincaro del denaro e rafforzando le attese che la vedrebbero ferma a novembre. Rimane incerto lo scenario in Europa, dove il ciclo rallenta, i tassi restano alti e il rincaro dei costi energetici rischia di rinvigorire le pressioni inflattive. Il mercato pensa che il rialzo dei tassi europei sia terminato e la BCE resti ferma nella riunione di giovedì 26 ottobre, senza modifiche sostanziali alle indicazioni già espresse a settembre, ma che i primi tagli non avverranno prima dell'estate. Nonostante questo, non cambia l'analisi in particolare sull'oro, che è un investimento che non offre cedole o tassi di interesse e il cui prezzo è inversamente correlato ai rendimenti reali (tolta l'inflazione). Il rialzo dei rendimenti reali, tuttora in corso, resta quindi un elemento che frena le quotazioni del metallo aureo e dei Preziosi. Un quadro che rischia, se non ci fossero tensioni geopolitiche che comunque alimentano la ricerca di asset difensivi, di non favorire le quotazioni del comparto. Si confermano invece i fattori che premiano i metalli preziosi con impieghi industriali: le prospettive di rialzo delle quotazioni restano confermate in scia ai timori per l'offerta futura, ma a patto che il rallentamento del ciclo economico non sia superiore alle attese.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.628,6	3,8	23,7	32,3
GSCI Met. preziosi	2.223,1	7,0	7,0	52,2
Oro (\$)	1.974,4	8,1	9,3	60,5
Argento (\$)	22,9	-3,8	-6,4	56,9
Platino (\$)	887,2	-17,4	-16,5	7,3
Palladio (\$)	1.123,0	-37,4	-45,3	1,7

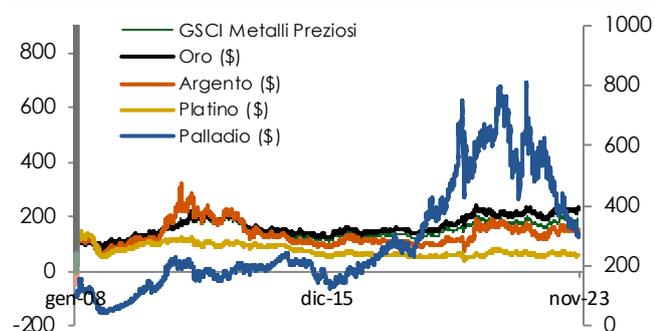
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Confermiamo uno scenario di sostanziale consolidamento, in questo finale di 2023. Il mercato continua a seguire attentamente le evoluzioni riguardanti le decisioni di politica monetaria delle banche centrali, in particolare quelle della Federal Reserve. L'ipotesi di una prossima conclusione del rincaro del costo del denaro da parte della Fed resta valida ma si è tralata più avanti nel tempo, complicando ulteriormente il quadro che, oltre ad essere gravato dalle solite incognite – la dinamica dei tassi, l'inflazione (dopo il rincaro di energia e alimenti) e la crescita economica – deve fare i conti con l'instabilità internazionale. In questa fase di turbolenza geopolitica a

seguito dell'escalation del conflitto in Israele, il dollaro statunitense non ha intercettato la richiesta di beni rifugio degli investitori, che invece gli hanno preferito il franco svizzero e in parte minore proprio i Preziosi, che hanno consolidato su livelli comunque alti.

L'oro resta tonico ma sempre distante dai massimi annuali, nonostante il maggior appeal esercitato nelle ultime settimane come bene rifugio, dopo il rialzo dell'avversione al rischio seguita al conflitto in Medio Oriente. Con una Fed probabilmente giunta al picco massimo dei tassi, destinati a restare alti a lungo, appare improbabile un maggior rialzo delle quotazioni auree. E' proseguito il rialzo dei rendimenti obbligazionari statunitensi, un movimento che ha motivazioni legate al rincaro del costo del denaro della Fed ma rende i Treasury appetibili, visto l'annuncio del Tesoro USA di una massiccia agenda di emissioni, volta a finanziare il fabbisogno statale, mentre si è fermato l'apprezzamento del dollaro, un altro elemento che risultava sfavorevole alla dinamica dell'oro. In conclusione, non cambiano le prospettive che indicano nella fine del rialzo dei tassi un evento favorevole per tutte quelle asset class formalmente "non remunerative", cioè che non producono interessi o non staccano cedole, come appunto l'oro e i metalli preziosi, e questo scenario di taglio dei tassi resta oggettivamente non così imminente. I prezzi dell'argento hanno registrato un movimento di marginale recupero, che sembra essersi esaurito al pari di quello dell'oro. I fattori che frenano il metallo giallo saranno di ostacolo anche all'argento; l'unico elemento che potrebbe generare una blanda pressione rialzista è l'impiego manifatturiero e industriale del metallo, specie nelle apparecchiature elettroniche e nell'economia "green", a patto che il rallentamento economico non sia eccessivo. E' probabile che possa proseguire la sovraperformance del platino sul palladio, in quanto quest'ultimo resta penalizzato dai processi di sostituzione ed elettrificazione nel settore automobilistico e dall'affievolirsi dei rischi di approvvigionamento dalla Russia, mentre il platino vede confermata la sua previsione di mercato in deficit di offerta. Tuttavia, entrambi i metalli hanno rallentato, di pari passo col peggioramento dello scenario macroeconomico. La domanda di platino e palladio rimarrà contenuta nei prossimi tre-sei mesi, mentre la modesta ripresa dei consumi da noi ipotizzata si sposta nel 2024 se l'economia globale dovesse accelerare e le politiche monetarie diventare più accomodanti.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.223,1	-0,2	-1,8	19,2	7,0
Oro (\$)	1.974,4	0,6	-0,8	19,4	8,1
Argento (\$)	22,9	-7,0	-7,4	18,6	-3,8
Platino (\$)	887,2	-8,5	-18,2	-3,4	-17,4
Palladio (\$)	1.123,0	-12,8	-24,6	-41,6	-37,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: al netto delle recenti tensioni geopolitiche pensiamo che il comparto dei Preziosi tornerà a riprendersi strutturalmente solo se i tassi torneranno a scendere. Il marginale rialzo dei prezzi dell'oro, legato alle nuove tensioni geopolitiche in atto, ha consentito a tutto il comparto di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta però immutato, con i metalli preziosi che hanno costantemente seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, l'andamento dei rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano, restandone penalizzati. Tutti questi elementi rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi. Le previsioni indicano prospettive in peggioramento per la domanda di gioielli (oro ma in generale tutti i preziosi), ma una contrazione dei consumi in questo settore potrebbe essere compensata da una rinnovata domanda degli investitori per l'oro come asset difensivo, grazie al rallentamento della crescita globale e alle aspettative di un nuovo ciclo di allentamento monetario con i conseguenti rischi inflattivi. Un quadro che, in generale, non esprime sostegno

per il comparto ma allo stesso tempo, data l'incertezza e l'avversione al rischio sui mercati, consente comunque alle quotazioni dei Preziosi di restare alte. Nel medio-lungo termine, qualora si ampliasse il rallentamento economico e le banche centrali dovessero rapidamente mutare il loro approccio e tornare espansive, le prospettive di rialzo degli asset "non remunerativi" sarebbero più concrete.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	1.974,4	1.917,5	1.950,0	1.950,0	1.900,0	1.900,0
Argento (\$)	22,9	23,3	23,5	24,0	24,0	23,8
Platino (\$)	887,2	950,0	965,0	1.000,0	1.052,5	1.217,5
Palladio (\$)	1.123,0	1.245,0	1.240,0	1.237,5	1.360,3	1.400,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	1.974,4	1.960	1.960	1.950	1.950	1.940
Argento (\$)	22,9	25,0	25,3	25,0	25,2	25,2
Platino (\$)	887,2	970	970	990	1.000	1.070
Palladio (\$)	1.123,0	1.270	1.270	1.260	1.260	1.250

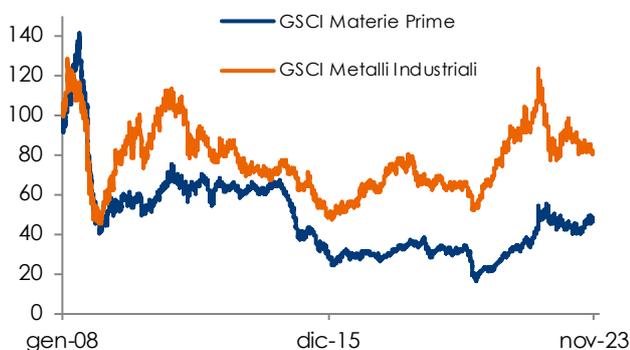
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: tassi alti e rallentamento frenano i prezzi

Utilizzo delle scorte di magazzino, timori di rallentamento economico e alti costi di finanziamento sono i principali elementi che ostacolano il rialzo dei prezzi nell'immediato. Nel 3° trimestre i prezzi

della maggior parte dei metalli industriali hanno consolidato, restando su livelli contenuti, come conseguenza delle evidenze emerse dai mercati fisici e finanziari che tratteggiano un quadro di deterioramento delle prospettive a breve termine, in seguito al rallentamento dei cicli produttivi, alle tensioni geopolitiche e agli alti costi di finanziamento. Gli operatori commerciali stanno attingendo alle riserve interne di metalli (erodendole) proprio per tagliare i costi di acquisto sui mercati e ridurre l'impatto degli alti tassi di interesse, viste le prospettive di debolezza della domanda finale. Di conseguenza, le scorte di metalli detenute dalle principali borse merci stanno rapidamente aumentando, segnalando un calo dei consumi e delle transazioni commerciali. Le recenti revisioni delle stime di crescita globale, curate dal Fondo Monetario, hanno confermato che non solo la Cina, a causa dei problemi nel settore delle costruzioni, ma anche le altre economie avanzate difficilmente vedranno incrementi della domanda di metalli. La Cina impiega un quinto di tutto il petrolio mondiale, metà del rame, del nickel e dello zinco e più del 60% del ferro. Nonostante i recenti dati economici mostrino un miglioramento dell'economia del gigante asiatico, è sempre il settore immobiliare a destare le maggiori preoccupazioni e a frenare il maggior recupero del sistema cinese. Tuttavia, si rafforza il nostro scenario di moderato ottimismo nel medio-lungo termine, frutto del probabile squilibrio fra domanda e offerta di metalli. Il mercato fisico dei metalli e la sua struttura produttiva restano scossi dall'erosione delle riserve, dagli alti costi energetici e dai mancati investimenti a causa degli elevati tassi di interesse. Un quadro che conferma la prospettiva di una futura difficoltà del comparto nel fronteggiare un'eventuale ripresa globale che alimentasse la domanda di metalli e manufatti siderurgici. In aggiunta, il rischio è che l'eccessiva sottovalutazione di questo scenario sui Metalli possa rappresentare un elemento nuovamente inflazionistico per l'economia globale, aggravandone i problemi.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.628,6	3,8	23,7	32,3
GSCI Industriali	1.516,0	-9,5	-17,5	20,4
Rame (\$)	8.051,5	-3,8	-18,4	29,3
Alluminio (\$)	2.191,0	-7,9	-23,8	9,9
Zinco (\$)	2.435,2	-18,9	-30,4	-10,1
Nickel (\$)	18.274,0	-39,2	-10,0	50,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: PIL cinese vicino al target del 5% e tasso di disoccupazione al minimo da due anni ma preoccupa il mercato immobiliare.

L'economia cinese mostra segni di miglioramento anche nel 3° trimestre, trainata dall'incremento di spesa nella maggior parte dei settori, che ha compensato l'effetto frenante della crisi immobiliare; un quadro che rende plausibile l'obiettivo di crescita annuale fissato da Pechino per il 5%. Il prodotto interno lordo (PIL), nel 3° trimestre, si è espanso del 4,9% a/a e dell'1,3% t/t, superando di gran lunga le aspettative degli economisti. Dai dati mensili di settembre si evince una stabilizzazione della dinamica della produzione industriale, un lieve miglioramento del comparto dei servizi e una netta accelerazione delle vendite al dettaglio (+5,5% a/a rispetto al 4,6% di agosto). Un insieme di dati che rafforza la possibilità di un superamento del punto di minimo del ciclo economico cinese. Gli investimenti immobiliari sono diminuiti del 9,1% nel periodo gennaio-settembre, in contrazione anche le nuove

costruzioni immobiliari del 23,4%. Scende, però, sempre a settembre, il tasso di disoccupazione urbana al 5%, un dato che rappresenta il minimo a due anni. Il dato sui prezzi al consumo (sempre di settembre) ha sorpreso al ribasso, attestandosi allo 0,0% a/a da +0,1% a/a registrato ad agosto, condizionato dal calo dei beni di consumo (CPI) a fronte di una crescita stabile dei prezzi dei servizi; in frenata la deflazione dei prezzi alla produzione (PPI) usciti a -2,5% a/a dal precedente -3,0% a/a (+0,4% m/m, l'aumento mensile più elevato da maggio 2022). Al contrario, i dati cinesi di commercio estero (espressi in dollari) dello stesso mese hanno sorpreso al rialzo, registrando un minor calo sia delle esportazioni (da -8,8% a/a a -6,2% a/a in settembre) che delle importazioni (da -7,3% a/a a -6,2% a/a) rispetto ad agosto e ad aspettative di consenso meno rosee. Alla luce di tale contesto, sia la banca centrale (PBoC) che il Governo cinesi ritengono difficile prevedere l'andamento dei futuri dati macroeconomici data la forte divergenza tra i dati rassicuranti di questo inizio autunno e le forti preoccupazioni per la debolezza del settore immobiliare, il comparto che più al mondo assorbe la produzione di metalli e prodotti edilizi. A conferma di ciò, il Fondo Monetario Internazionale, nel suo rapporto sulle prospettive economiche, ha ridotto le proiezioni di crescita della Cina per il 2023 e il 2024, stimando che la seconda economia più grande del mondo crescerà del 5% quest'anno e del 4,2% l'anno prossimo, in calo rispetto ai dati di aprile del FMI, previsti rispettivamente al 5,2% e al 4,5%. Nelle scorse settimane, la PBoC ha lasciato invariati i tassi sui prestiti, in linea con le attese, di fatto limitando il supporto al sistema economico; la stabilizzazione del ciclo emersa dai recenti dati (al netto dei guai del sistema immobiliare) e l'eccessiva svalutazione dello yuan hanno impedito un ulteriore allentamento monetario.

Rame: aumento delle scorte e calo della domanda frenano i prezzi. Lo scenario sul rame resta immutato dal mese scorso: i problemi del settore delle costruzioni in Cina si riflettono in maniera diretta sulla domanda di rame. Nonostante i dati macroeconomici migliori pubblicati in Cina nelle ultime settimane, la domanda del più grande consumatore mondiale resta bassa, in un periodo dell'anno in cui solitamente cresce. Le scorte di rame al London Metal Exchange (LME) sono vicine ai massimi storici, un segno evidente che la domanda si sta indebolendo e che le aziende preferiscono attingere alle proprie riserve di metallo interne (erosione del magazzino) piuttosto che sottoscrivere nuovi contratti di forniture. Un quadro che non mina però le attese di rialzo prospettico dei prezzi nei prossimi anni, quando l'offerta risulterà decisamente sottodimensionata rispetto alla domanda globale, sostenuta dagli investimenti in elettrificazione, interconnessioni di rete e transizione energetica.

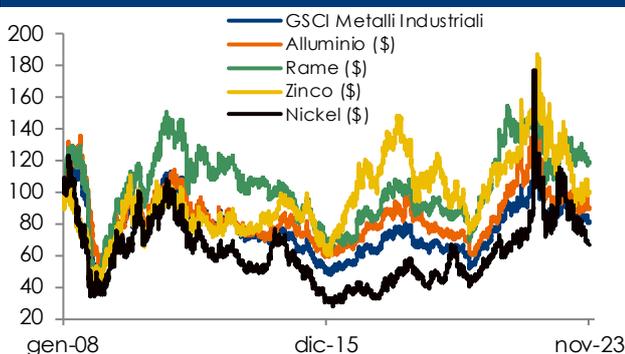
Alluminio: rallentamento economico, costi energetici e inasprimento delle norme ecologiche peseranno sulla domanda. Così come per il rame, anche per l'alluminio i timori sulla domanda restano l'elemento al centro del quadro. Le quotazioni sono rimaste basse e caratterizzate da una forte volatilità, alimentata dalle oscillazioni dei prezzi dell'energia, ma anche da problemi alle forniture. In aggiunta, le ormai stagionali chiusure invernali e i vincolanti target di riduzione dell'inquinamento atmosferico in Cina avranno un ampio impatto a causa del peso cinese nella catena di fornitura globale. In aggiunta, dal 1° ottobre l'Unione Europea ha dato il via alla fase transitoria di applicazione del regolamento CBAM (Carbon border adjustment mechanism), che inizialmente si applicherà alle importazioni di determinati manufatti siderurgici e precursori chimici la cui produzione è ad alta intensità di emissioni di carbonio tra i quali: alluminio, acciaio, ferro e cemento. L'Europa esporta oggi il 20% della sua produzione siderurgica, una percentuale che sarà destinata a diventare prossima allo zero a causa degli alti costi di produzione che rischiano di porre il sistema europeo decisamente fuori competizione nel mercato internazionale. Le nuove norme che impatteranno su tutte le produzioni siderurgiche porteranno le industrie europee a produrre di meno (l'esempio più recente è il quasi totale abbandono della lavorazione dello zinco) e quindi i costi interni saranno più alti a parità di consumi, col risultato che i volumi di importazione non diminuiranno, ma anzi aumenteranno. Un quadro che nel breve, a causa dell'incertezza generale, dovrebbe consentire solo un consolidamento dei prezzi ma che nel lungo potrebbe generare una maggior pressione rialzista.

Zinco: forte disallineamento fra mercato fisico e andamento dei contratti derivati sui mercati finanziari.

Lo zinco resta il secondo peggior performer tra i metalli scambiati al London Metal Exchange (LME) quest'anno con un calo del 19% circa, solo il contratto sul nickel è andato peggio, ma sappiamo delle polemiche sulla reale rappresentatività di quest'ultimo, visti i problemi con le forniture russe e il ruolo dominante dell'Indonesia. La sottoperformance dello zinco è legata anche al recente cambio di scenario sul mercato fisico, che lo vedrebbe passare da una carenza di offerta a un surplus (in aumento) di prodotto. A inizio ottobre l'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) ha invertito la sua valutazione sul mercato dello zinco: ad aprile stimava un piccolo deficit di offerta di 45.000 tonnellate per quest'anno mentre ora ipotizza che il 2023 possa chiudersi con un surplus di prodotto di 248.000 tonnellate, con un eccesso che crescerà fino a 367.000 tonnellate nel 2024. Al contrario, le scorte all'LME (80.325 tonnellate) sono le più basse da luglio, segnalando un'evidente disconnessione tra il prezzo e le dinamiche reali del mercato fisico ed evidenziando la possibilità di movimenti speculativi in atto. Lo zinco è particolarmente sensibile alle aspettative sulla ripresa del settore immobiliare cinese; le difficoltà di quest'ultimo potrebbero essere l'elemento che giustifica le attese di eccesso di offerta, pur col rischio che un eventuale recupero del comparto possa rapidamente erodere questo surplus e tornare a premere al rialzo sui prezzi.

Nickel: le aspettative di lungo termine restano positive. Se nel medio-lungo periodo l'elevata domanda di metallo nel settore delle batterie, i rischi geopolitici e le politiche protezionistiche nel Sud-est asiatico restano gli elementi a supporto di un rialzo delle quotazioni, nel breve permangono le difficoltà. Le prospettive del nickel sono in gran parte determinate da Cina e Indonesia, con i due paesi che attualmente rappresentano il 70% della domanda e dell'offerta globale del metallo. Dopo l'emarginazione della Russia come operatore, l'Indonesia rappresenta ormai il 55% dell'attuale offerta globale e si prevede che possa ampliare la sua influenza fino a raggiungere oltre il 70% nei prossimi cinque anni. Nonostante il tasso di crescita tendenziale della domanda di nickel in questo decennio si attesti ormai intorno al 7% annuo, il più alto tra tutti i metalli, le previsioni di mercato indicano ancora un cospicuo surplus di prodotto, a causa del massiccio aumento della capacità di lavorazione e offerta proveniente proprio dall'Indonesia. Le dinamiche di consumo non sembrano invece cambiare: la crescita della domanda in Cina appare sufficiente a compensare il declino che si sta manifestando in altre realtà; il sentiment negativo in Europa non influenza le dinamiche del nickel in modo così drammatico come invece accade per altri metalli di base. Nel lungo periodo, resta immutato il nostro scenario che scommette su un nuovo rialzo dei prezzi dovuto alla domanda di metallo che genererà la transizione energetica.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.516,0	-5,7	-6,2	1,4	-9,5
Rame (\$)	8.051,5	-7,2	-5,6	7,0	-3,8
Alluminio (\$)	2.191,0	-2,2	-6,2	-1,1	-7,9
Zinco (\$)	2.435,2	1,3	-8,4	-19,1	-18,9
Nickel (\$)	18.274,0	-18,6	-21,7	-18,1	-39,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambia il nostro outlook che resta Neutrale nel breve e Moderatamente Positivo nel lungo termine. Il nostro scenario macroeconomico globale vede un rallentamento delle principali economie per la fine di quest'anno e i primi mesi del 2024. Le quotazioni dei metalli

semberebbero aver metabolizzato questo scenario consolidando le pressioni al ribasso in questo finale di 2023 senza probabilmente testare nuovi minimi annuali e in qualche caso recuperando qualche posizione. Resta l'auspicio, rafforzato dalle recenti statistiche sull'economia in Cina, che le nuove misure di stimolo delineate dal Governo, volte a rilanciare il sistema nel suo complesso e in particolare a sostenere il settore delle costruzioni, possano consentire un maggior recupero del ciclo a cavallo di fine anno. Immutato invece il possibile scenario di medio-lungo termine: se le aspettative di ripresa economica nel 2024 si confermassero e l'inflazione desse maggiori segnali di rallentamento, potremmo vedere i primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali già dalla prossima estate, che genererebbero le prime pressioni al rialzo sulle quotazioni dei metalli. Nel lungo termine il nostro scenario resta improntato a un maggior ottimismo: la domanda dovrebbe essere destinata a crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle riserve interne alle singole aziende che stiamo osservando nel presente peserà sugli equilibri di mercato nel futuro, rendendo ancora più insufficiente l'offerta, già compromessa dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, anche a causa degli alti tassi di interesse che rendono molto costoso prendere il denaro a prestito, in un comparto dove qualsiasi nuova iniziativa (esplorazione, giacimenti, impianti di lavorazione) necessita fisiologicamente di una grandissima mole di finanziamenti. Un quadro che potrebbe finire per premere al rialzo sulle quotazioni di tutte le componenti del comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.23	2023	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.051,5	8.396	8.515	8.500	8.775	9.039
Alluminio (\$)	2.191,0	2.250	2.350	2.350	2.444	2.550
Zinco (\$)	2.435,2	2.500	2.528	2.500	2.724	2.756
Nickel (\$)	18.274,0	20.000	20.000	20.958	20.125	19.929

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.23	2023	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.051,5	8.400	8.500	8.700	8.750	9.500
Alluminio (\$)	2.191,0	2.175	2.200	2.250	2.275	2.470
Zinco (\$)	2.435,2	2.400	2.425	2.485	2.500	2.700
Nickel (\$)	18.274,0	20.600	20.900	21.400	21.500	23.300

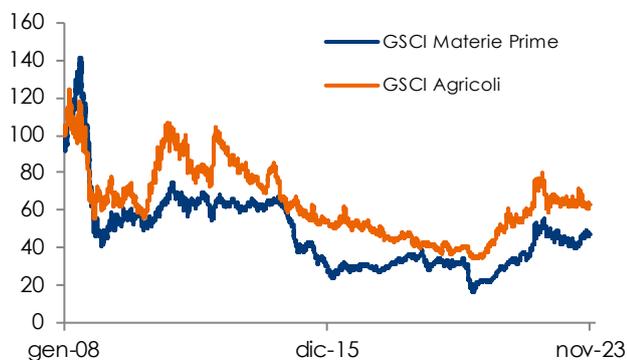
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: clima e geopolitica i due fattori da monitorare

Consolida il ribasso dei prezzi agricoli nonostante il mancato accordo sui cereali dal Mar Nero (nel breve) e i possibili danni che potrebbero derivare dagli eventi climatici negativi (medio-lungo periodo).

La maggior parte delle materie prime agricole continua a scontare uno scenario di rallentamento della crescita e di conseguenza di riduzione della domanda di derrate alimentari, consolidando le performance negative da inizio anno. Nonostante il mancato rinnovo dell'accordo sui cereali dal Mar Nero, sembrano affievolirsi le preoccupazioni sulla garanzia delle forniture, anche se i rischi geopolitici sono in aumento e le politiche protezionistiche di molti paesi produttori continuano ad alimentare la volatilità. Il mix di elementi che grava sullo scenario resta sempre lo stesso: al ritorno dei rischi geopolitici si sommano i timori per gli eventi meteorologici che, nel loro insieme, minacciano la relativa sicurezza delle forniture. Quest'ultimo, sorprendentemente, è il principale motivo che sta mantenendo bassa la pressione rialzista in particolare sui cereali, a cui si aggiunge una minor domanda come conseguenza del rallentamento economico in atto. Se appare in secondo piano la questione del passaggio via mare dei cereali ucraini, grazie ai corridoi di solidarietà che attraversano i paesi europei confinanti, si ampliano invece i timori per gli effetti del cambiamento climatico sulle produzioni agricole, confermandosi come l'elemento di massima influenza negativa per lo scenario di medio-lungo termine. Il fenomeno meteorologico de El Niño vede accresciute le probabilità di generare condizioni climatiche estreme che possano colpire le colture in entrambi gli emisferi del mondo, a dispetto delle abituali consuetudini che indicherebbero una maggior frequenza degli eventi a nord dell'equatore. Permane inoltre il rincaro dei fattori produttivi: carburanti, fertilizzanti e pesticidi, complice il costante rialzo delle quotazioni petrolifere che continua a incidere sui costi di produzione. Prosegue l'impiego di prodotti agricoli (mais, zucchero, oli vegetali) per la produzione di biocarburanti, sfavorendone il naturale utilizzo come alimenti e premendo al rialzo sui prezzi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.628,6	3,8	23,7	32,3
GSCI Agricoli	533,8	-4,6	12,1	49,9
Mais (\$ cent)	484,0	-28,7	-10,0	34,1
Frumento (\$ cent.)	580,5	-26,7	-23,6	19,1
Soia (\$ cent)	1.295,3	-14,7	4,7	53,9
Cotone (\$ cent)	82,9	-0,5	-23,6	6,8
Cacao	3.729,0	43,4	44,4	74,5
Zucchero	27,5	37,4	44,3	96,5
Caffè (arabica)	168,2	0,5	-15,9	39,8
Caffè (robusta)	2.604,0	39,3	22,0	54,3

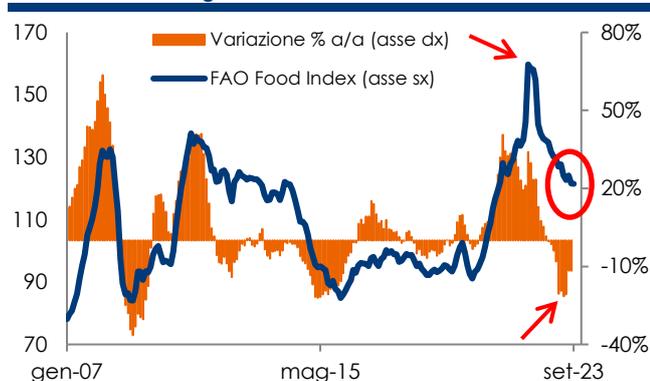
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il mancato rinnovo del Black Sea Grain Initiative e le rotte alternative dei cereali ucraini. Da quando, lo scorso 17 luglio, la Russia ha deciso unilateralmente di non rinnovare l'accordo sul passaggio navale nel Mar Nero, che in un anno aveva permesso l'esportazione di quasi 33 tonnellate di cereali dai porti ucraini, sono i corridoi di solidarietà che attraversano i paesi europei via terra e sul Danubio ad aver garantito l'export ucraino. **L'ammontare complessivo dei prodotti trasportati, solo ad agosto, superava i 4 milioni di tonnellate di cereali.** Per questo motivo l'Unione Europea vuole potenziare tutte le infrastrutture lungo il corso del Danubio, la cui rotta attraversa Germania, Austria, Repubblica Ceca, Slovacchia, Ungheria, Bulgaria, Romania, Moldavia e Ucraina, avendo ormai assunto il ruolo di principale via di sfogo della produzione agricola ucraina, con un contributo pari a circa il 50% di tutte le esportazioni attraverso i corridoi di solidarietà (ovvero circa 2 milioni). In particolare, la stretta cooperazione tra Ucraina, Romania e Moldavia ha facilitato il passaggio di tutti i tipi di merci agricole (non solo cereali ma anche verdura e pollame) attraverso i confini di questi paesi. L'obiettivo della Commissione Europea è

quello di raddoppiare la capacità di transito mensile di cereali ucraini sul Danubio da 2 a 4 milioni di tonnellate al mese. Questa situazione sta consentendo di ridurre i timori sulle forniture e di limitare le pressioni rialziste sul mercato mondiale dei cereali.

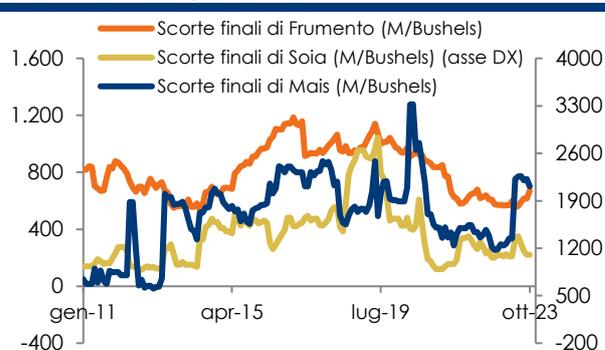
FAO: stabile a settembre l'indice dei prodotti alimentari. Si conferma stabile la tendenza del mese di settembre per l'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari, con il ribasso delle quotazioni di oli vegetali, prodotti lattiero-caseari e carni che è stato controbilanciato da un sostanziale incremento dei prezzi di mais e zucchero. L'indice FAO ha registrato un valore medio di 121,5 punti a settembre, rispetto ai 121,4 di agosto. Rispetto al mese precedente, i prezzi dei cereali sono aumentati dell'1%, sospinti da un aumento del 7% del prezzo del mais, dovuto alla forte domanda di forniture dal Brasile, a un rallentamento delle vendite agricole in Argentina e, infine, all'incremento delle tariffe di trasporto su chiatte negli USA, a causa dell'abbassamento dei livelli di acqua sul fiume Mississippi. Registrano, invece, una contrazione i prezzi internazionali del grano del -1,6% e quelli del riso del -0,5%. Anche l'indice FAO dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 3,9%, in scia alla contrazione delle quotazioni degli oli di palma, di semi di girasole, di soia e colza, una discesa in parte spiegata dall'ampia produzione stagionale e dall'eccesso delle esportazioni internazionali. Prosegue la dinamica di aumento dei prezzi dello zucchero (+9,8%), che ha raggiunto il valore più alto dal novembre 2010, a causa delle condizioni incerte legate alla produzione mondiale nella prossima stagione, in particolare in Thailandia ed India per via del persistere delle preoccupazioni per l'impatto de El Niño sui raccolti di canna da zucchero. In flessione per il nono mese consecutivo i prezzi dei prodotti lattiero-caseari, influenzati principalmente da una scarsa domanda a livello mondiale e dalle abbondanti scorte possedute dai principali paesi produttori. Infine, l'indice FAO dei prezzi della carne è diminuito dell'1% risentendo di un indebolimento della domanda di importazioni e di un eccesso di prodotti per l'esportazione, prevalentemente per la carne suina, ovina e di pollame. In controtendenza i prezzi internazionali della carne bovina, supportati da un incremento delle importazioni di carne magra principalmente negli Stati Uniti.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2023)

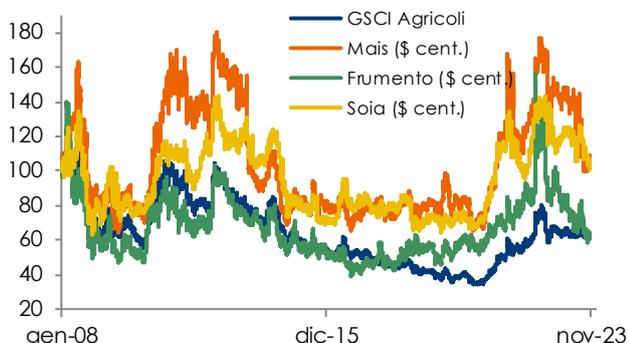
FAO: scorte mondiali di cereali destinate a raggiungere volumi record. La FAO, nell'ultimo bollettino relativo alla domanda e offerta di cereali di ottobre, ha rivisto la stima della produzione mondiale complessiva di cereali in aumento dello 0,9%, rispetto all'anno precedente, per un volume di 2.819 milioni di tonnellate. Il dato rivisto al rialzo rispetto al mese precedente riflette il rinnovato ottimismo sulla produzione di grano da parte della Russia e dell'Ucraina, in aggiunta al perdurare delle condizioni meteorologiche favorevoli. La produzione di cereali secondari è prevista a 1.511 milioni di tonnellate per il 2023 (+2,7% rispetto al 2022), mentre si stima una produzione mondiale di riso a 523,1 milioni di tonnellate. In aumento (+0,8% rispetto al livello del 2022-2023) anche il consumo mondiale di cereali, previsto a 2.804 milioni di tonnellate, con un maggior quantitativo di grano che sarà destinato al consumo come alimento anziché come

mangime. Con riferimento alle scorte cerealicole mondiali, la FAO ha rivisto al rialzo le stime per il 2023-2024, prevedendo un volume di 884 milioni di tonnellate, superando i livelli iniziali del 3% e segnando così un valore record. Alla luce di queste stime, il rapporto mondiale tra scorte e utilizzo di cereali dovrebbe aumentare a 30,8%, in aumento dello 0,3% rispetto al dato di settembre. L'ultima stima della FAO circa gli scambi commerciali conferma un volume di 466 milioni di tonnellate, non registrando alcuna variazione rispetto al mese precedente, ma con una contrazione annua dell'1,7% rispetto al livello del 2022-2023.

WASDE: le stime di ottobre appaiono neutrali per grano e mais e leggermente rialziste per la soia.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha confermato il suo scenario di possibile contenimento dei prezzi agricoli globali. I prezzi del grano continuano a essere depressi dalle grandi forniture disponibili, col mercato che sembra aver metabolizzato per intero la questione legata al mancato accordo sul Mar Nero. **Mais.** L'USDA si attende che la produzione globale di mais salga rispetto al mese scorso a un totale di 1.214,47 milioni di tonnellate. Le esportazioni globali sono aumentate leggermente a 196,25 milioni di tonnellate. Le scorte finali globali per il nuovo raccolto sono previste a 312,4 milioni di tonnellate, in calo di 1,59 milioni di tonnellate. La produzione ucraina si è mantenuta stabile a 28 milioni di tonnellate e le esportazioni ucraine sono state all'incirca pari a 19,5 milioni di tonnellate. La produzione del Brasile è rimasta a 137 milioni di tonnellate e le esportazioni si sono mantenute a 57 milioni di tonnellate. La produzione argentina viene confermata a 34 milioni di tonnellate con le esportazioni stabili a 23 milioni di tonnellate. **Soia.** L'USDA ha ridotto le scorte finali del 2023-24 di soia di 3,63 milioni di tonnellate, portandole a 115,62 milioni di tonnellate; è questo l'unico dato distante dalle attese e che potrebbe alimentare un rincaro dei corsi della soia. Il calo è dovuto a un mix di fattori: da una maggior erosione delle scorte iniziali, ereditate dal precedente raccolto, alla produzione inferiore in alcune aree e a una maturazione eccessiva che ha abbassato la qualità delle granaglie. Le prime stime dell'USDA sulla produzione di soia in Argentina e Brasile ammontano rispettivamente a 48 milioni di tonnellate e 163 milioni di tonnellate. **Frumento.** Questo mese l'USDA ha fissato la produzione globale di grano a 793,43 milioni di tonnellate, in aumento rispetto ai 787,34 milioni di tonnellate di settembre. Le scorte finali mondiali sono stimate a 258,13 milioni di tonnellate, in leggero calo rispetto ai 258,61 milioni di tonnellate di settembre. La produzione di grano in Russia è stata stimata a 85 milioni di tonnellate, invariata rispetto alla previsione di settembre. Le esportazioni di grano ucraino sono rimaste invariate a 11,0 milioni di tonnellate. L'USDA stima che la produzione annuale del paese ammonti a 22,5 milioni di tonnellate, anch'essa invariata rispetto al mese scorso. La produzione di grano in Australia è stata fissata a 24,5 milioni di tonnellate in ottobre, in calo rispetto ai 26 milioni di tonnellate del mese scorso. La produzione in Argentina è stimata a 16,5 milioni di tonnellate, invariata rispetto a settembre.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	533,8	-11,2	-2,9	-3,4	-4,6
Mais (\$ cent.)	484,0	-13,2	-25,1	-29,5	-28,7
Frumento (\$ cent.)	580,5	-23,6	-9,1	-30,5	-26,7
Soia (\$ cent.)	1.295,3	-14,5	-10,4	-6,3	-14,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: prosegue il consolidamento dei prezzi nel breve ma permangono i timori di rincaro per fine anno e in generale nel medio-lungo termine.

Condizioni climatiche più secche nelle principali regioni produttrici, causate dal fenomeno de El Niño, potrebbero ridurre le rese, influenzare negativamente i raccolti e quindi generare pressioni rialziste sui prezzi agricoli, pur in uno scenario macroeconomico sfavorevole. Questa è, in estrema sintesi, la principale preoccupazione che grava sul comparto degli Agricoli. Nel breve termine, il mercato sembra aver totalmente metabolizzato la mancata intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero, smorzando qualsiasi tensione rialzista sui prezzi. Al contrario, nel medio-lungo preoccupa l'impatto del cambiamento climatico sui prodotti agricoli nelle principali aree di coltivazione mondiali. Non si affievolisce ma sembra anch'essa scontata nei prezzi la pressione sulle derrate alimentari dovuta agli elevati costi dei fattori produttivi come pesticidi, fertilizzanti e carburanti, ormai divenuta strutturale, ma il cui effetto negativo non potrà esaurirsi nel medio termine. Per le soft commodity, la formazione del modello climatico de El Niño sta alimentando il rincaro dei prezzi, ripetendo sostanzialmente la stessa dinamica avvenuta nella scorsa stagione. Una situazione anomala dal punto di vista climatico visto che abitualmente i maggiori effetti negativi si hanno al di sopra dell'equatore, mentre le aree di coltivazione della maggior parte dei coloniali sono collocate nell'emisfero sud. Uno scenario che rischia di ampliare le pressioni rialziste sui prezzi in questo finale d'anno, rispetto alle nostre attuali previsioni. Abitualmente, l'arrivo delle festività genera un aumento stagionale del consumo di alcuni di questi prodotti, come cacao, zucchero e caffè, a patto che il rallentamento economico non sia così accentuato da incidere su questa tipologia di consumi definiti "voluttuari".

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	484,0	485,0	495,0	490,0	502,5	450,0
Fruento (\$ cent.)	580,5	610,0	616,7	628,0	600,0	619,0
Soia (\$ cent.)	1.295,3	1.310,0	1.277,5	1.290,0	1.300,0	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	484,0	460	460	450	450	440
Fruento (\$ cent.)	580,5	610	600	595	595	580
Soia (\$ cent.)	1.295,3	1.375	1.350	1.330	1.330	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Le quotazioni della maggior parte delle soft commodity restano alte, complici i timori per le conseguenze negative del cambiamento climatico anche nelle aree di coltura dei coloniali. Caffè (Robusta), cacao e zucchero hanno rialzi a doppia cifra da inizio anno e probabilmente vedranno un incremento dei consumi sul finale d'anno, in coincidenza della classica stagionalità legata alle festività. La formazione de El Niño continua a tenere sotto pressione i coloniali, in teoria esclusi dagli effetti negativi ma nella realtà, e in maniera del tutto anomala, anch'essi danneggiati dal fenomeno.

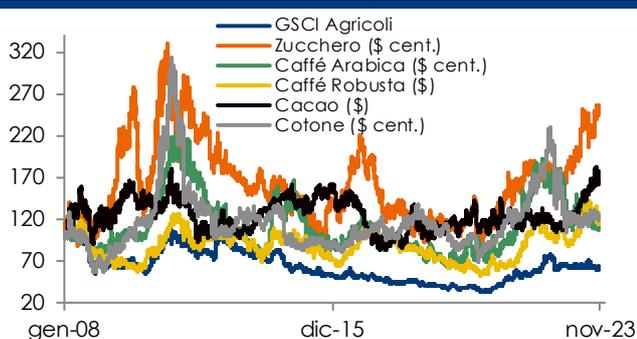
Cotone: le revisioni in atto sui valori storici dei dati produttivi in Brasile amplificano la pressione sui prezzi.

Il WASDE di ottobre, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA), ha tratteggiato un quadro di possibile ulteriore pressione per il comparto del cotone, attuando una forte revisione delle stime mondiali a causa del ricalcolo dei valori storici relativi al mercato del cotone brasiliano. In particolare, le scorte finali brasiliane e di conseguenza quelle globali stimate dall'USDA erano significativamente più alte perché riflettevano livelli eccessivi della produzione. A seguito di questa revisione, le scorte mondiali di cotone iniziali, relative alla stagione in corso, risultano inferiori di 10,3 milioni di balle rispetto alla stima di settembre, per un valor complessivo (in calo) di 82,8 milioni di balle. Anche le scorte finali relative al consuntivo della stagione mondiale 2023/24 (in corso) sono state diminuite di 10,0 milioni di balle a causa di questo cambiamento. La stima per l'attuale raccolto brasiliano (per il 2023/24) è stata rivista al rialzo dall'USDA: +160.000 balle a 14,56 milioni, riflettendo le modifiche apportate lo scorso 10 ottobre da parte della Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) brasiliana (l'agenzia del Ministero dell'Agricoltura brasiliano). La produzione mondiale è vista in aumento di 210.000 balle rispetto ai valori di settembre poiché i maggiori raccolti in Brasile, Argentina e Tanzania

compensano le riduzioni negli Stati Uniti, in Australia e in Grecia. Il consumo e il commercio mondiale sono rimasti praticamente invariati, rispettivamente in calo di 89.000 e 35.000 balle.

Zucchero: mercato in deficit e rincaro del greggio continuano a premere sui prezzi, ma il rialzo potrebbe essere vicino ad esaurirsi. Scenario immutato e rialzo dei prezzi dello zucchero ancora da imputare a due fattori. Il primo resta legato alle stime pubblicate ormai a metà agosto dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), che, dopo aver indicato un surplus di circa 0,5 milioni di tonnellate nella stagione 2022/23, prevede un deficit nel 2023/24 per circa 2,1 milioni di tonnellate, a causa di un calo della produzione legato ai deludenti raccolti in India e Thailandia e alla stagionalità negativa in Brasile, uniti a un aumento dei consumi. Il secondo elemento è ovviamente il consolidamento su livelli molto alti del prezzo del petrolio, che rende molto profittevole la produzione di etanolo, spostando così un'ampia fetta del raccolto di canna da zucchero e barbabietole dalla produzione di dolcificante verso quella di biocarburanti. Se le nostre previsioni sul petrolio, che stimano un marginale ribasso dagli attuali livelli nei prossimi due trimestri, saranno confermate, verrà meno l'effetto sostituzione fra carburanti di derivazione petrolifera e biocarburanti, facendo scemare la pressione sui prezzi dello zucchero e agevolando uno storno delle quotazioni.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	533,8	-11,2	-2,9	-3,4	-4,6
Cotone	82,9	-6,3	7,7	5,7	-0,5
Cacao	3.729,0	9,1	16,4	59,6	43,4
Zucchero	27,5	10,5	6,3	51,8	37,4
Caffè (arabica)	168,2	3,2	-14,5	-11,7	0,5
Caffè (robusta)	2.604,0	-8,9	1,6	33,1	39,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: il quadro resta incerto in Brasile ma permane l'idea che la siccità possa danneggiare più i raccolti di Robusta che di Arabica. La stagione 2022/23 è ormai terminata e col mese di ottobre ha ufficialmente preso il via la stagione 2023/24 e, come sempre accade in questi casi, c'è molta tensione in vista delle nuove previsioni sul risultato del prossimo raccolto. L'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO) non ha ancora rilasciato stime ufficiali per la stagione 2023/24 ma soggetti industriali e istituzioni finanziarie stimano un surplus di caffè nella prossima stagione, grazie alla prevista ripresa della produzione mondiale, trainata dal Brasile. Il raccolto appena terminato in Brasile è stato abbondante e anche quello della stagione ventura potrebbe rivelarsi elevato e questo potrebbe generare un calo dei prezzi del prodotto. Dopo la fioritura precoce avvenuta a cavallo fra agosto e settembre, nelle prossime settimane, precipitazioni consistenti saranno fondamentali per evitare l'interruzione della fioritura nelle piantagioni brasiliane. Se si prolungassero le condizioni di siccità e caldo, queste potrebbero potenzialmente ridurre la resa produttiva del raccolto 2024. Finora, le precipitazioni di settembre e ottobre sono state inferiori alla media nella maggior parte delle regioni produttrici di arabica, un elemento non banale visto che la CONAB (Companhia Nacional De Abastecimento), l'agenzia del Ministero dell'Agricoltura brasiliano, prevede che nei prossimi mesi possano verificarsi almeno altre due fasi di fioritura, accompagnate dalla relativa necessità di acqua. Di contro, Colombia e Vietnam potrebbero registrare un calo dei loro raccolti visto che gli agricoltori locali stanno facendo fronte a condizioni climatiche tutt'altro che ideali per le piante di caffè, con effetti possibili sulla produzione mondiale del prossimo anno. Un quadro che resta molto complicato e incerto e che

giustifica un profilo previsivo di consolidamento per l'Arabica e parzialmente rialzista per le quotazioni della Robusta.

Cacao: il deficit di offerta e le attese per i consumi stagionali legati alle festività di fine anno alimentano la tensione sul comparto.

Come per lo zucchero, anche la corsa dei prezzi del cacao è alimentata da due fattori. Il primo è relativo alle stime pubblicate nel Quarterly Bulletin of Cocoa Statistics di agosto dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), che segnalano come, nella stagione in corso, il mercato globale del cacao potrebbe registrare un secondo anno consecutivo di deficit, anche se inferiore rispetto all'annata precedente. L'ICCO stima, infatti, un deficit di circa 116.000 tonnellate, al ribasso rispetto al deficit di 142.000 tonnellate previsto in precedenza e al deficit di 216.000 tonnellate registrato un anno fa. La produzione mondiale di cacao è prevista aumentare ma meno di quanto previsto in precedenza e le scorte finali potrebbero diminuire del 6,3% a/a a 1,7 milioni di tonnellate. Il secondo elemento riguarda le aspettative di incremento della domanda in vista delle festività, quando i regali e il consumo di dolci e pasticceria esprimono un abituale picco stagionale. La Costa d'Avorio e il Ghana continuano intanto a registrare una forte contrazione dei semi di cacao in arrivo nei magazzini di stoccaggio e nei porti di spedizione. I parassiti e le malattie che hanno colpito le piantagioni di Ghana e Costa d'Avorio sono il principale fattore di incertezza per l'industria del cacao, e rappresentano un timore maggiore persino del cambiamento climatico e delle condizioni meteorologiche estreme. Ancora una volta, come per il caffè che ha una regione di coltura estremamente localizzata, anche il cacao concentra il 75% della sua produzione mondiale in sole quattro nazioni: Costa d'Avorio (circa il 50% della fornitura mondiale), Ghana (al 2° posto) e in maniera molto marginale Camerun e Nigeria. Il rincaro dei costi produttivi, la siccità dell'anno scorso e le malattie delle piante di cacao, in un'area così concentrata, evidentemente diventano elementi determinanti in grado di influenzare i prezzi mondiali.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	82,9	87,0	90,0	89,5	88,5	85,5
Cacao	3.729,0	3.483	3.383	3.258	3.100	2.750
Zucchero	27,5	25,8	24,5	22,0	23,1	19,4
Caffè (arabica)	168,2	155,0	155,0	157,0	160,0	158,0
Caffè (robusta)	2.604,0	2.450	2.465	2.390	2.423	2.100

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 24.10.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	82,9	88	86	85	85	83
Cacao	3.729,0	3.550	3.460	3.415	3.415	3.300
Zucchero	27,5	25,5	25,0	24,8	24,7	24,1
Caffè (arabica)	168,2	155	160	160	160	158
Caffè (robusta)	2.604,0	2.700	2.780	2.780	2.780	2.740

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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.09.2023.

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 e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi