

Mensile Materie Prime

Commodity: energetici probabilmente vicini al picco

Energia: outlook Negativo da Mod. Positivo, anche se le tensioni restano alte

Il mercato energetico, come previsto, ha espresso una fortissima pressione rialzista, confermando le nostre previsioni di incremento dei prezzi nella seconda parte dell'anno. La sensazione però è che il movimento rialzista possa essere vicino al suo picco massimo; i produttori continueranno a tenere bassa l'offerta, ma nei prossimi mesi il rallentamento economico dovrebbe mostrare maggiormente i suoi effetti e deprimere la domanda, incidendo così sulle quotazioni del petrolio.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, cala l'appeal degli asset "non remunerativi"

Le riunioni delle banche centrali di settembre hanno modificato le aspettative su tassi e inflazione negli Stati Uniti e in Europa. In particolare, i mercati hanno preso atto della modifica dello scenario sulla Fed, elemento che ha ridato vigore al biglietto verde, vista la prospettiva di tassi alti per lungo tempo negli Stati Uniti, con un ciclo economico resiliente e prezzi in calo ma non alla velocità sperata. Un quadro che, in generale, non sostiene il comparto ma allo stesso tempo, data l'avversione al rischio sui mercati, consente comunque alle quotazioni di restare alte.

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

Si accentua quella diversificazione dello scenario che descriviamo da molti mesi. Il verificarsi di nuovi ribassi per la maggior parte delle componenti del comparto resta legato alla delusione per la scarsa domanda cinese di metalli e in generale per il rallentamento economico in corso. Resta valida l'idea di una maggior pressione rialzista di lungo termine quando la domanda generata dalla transizione green investirà un impreparato settore dei metalli.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo con volatilità in deciso aumento

Si ampliano le tensioni sul comparto degli Agricoli: nel breve termine pesa la mancata intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero, mentre nel medio-lungo preoccupa l'impatto del cambiamento climatico sui prodotti agricoli (e soft commodity) nelle principali aree di coltivazione mondiali. La pressione di base sulle derrate alimentari resta alta anche a causa degli elevati costi dei fattori produttivi come pesticidi, fertilizzanti e carburanti, che rischiano di diventare elementi strutturali, il cui effetto negativo difficilmente potrà esaurirsi nel medio termine.

Soft Commodity:

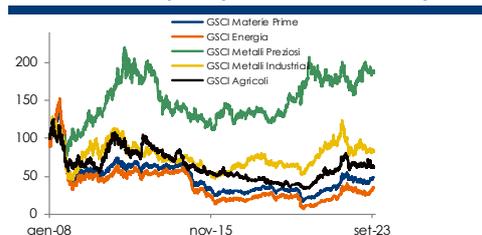
- Cotone:** i bassi consumi pesano più della riduzione di offerta e scorte, frenando i prezzi.
- Zucchero:** il calo della produzione e il rincaro del greggio ne hanno alimentato il rialzo.
- Caffè:** la CONAB conferma che El Niño potrebbe danneggiare più i raccolti di Robusta.
- Cacao:** potrebbe arrestarsi la corsa dei prezzi, anche se continuano le pressioni di fondo.

Performance degli indici commodity

	Valore 25.09.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.743,8	7,1	38,9	32,7
GSCI Energia	689,1	12,8	62,7	22,0
GSCI Met. Preziosi	2.165,6	4,2	8,2	52,5
GSCI Met. Industriali	1.543,9	-7,9	-12,5	21,1
GSCI Prod. Agricoli	530,6	-5,1	14,0	51,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.09.2023

Andamento dei principali indici commodity



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

26 settembre 2023 - 16:19 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 settembre 2023 - 16:25 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Set.	Lug.
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	11,7	6,7
Brent	8,6	10,5
Gas naturale	-41,0	20,0
Gasolio	4,8	38,1
Oro	5,0	-0,1
Argento	-3,7	2,9
Rame	-2,7	-13,9
Alluminio	-6,1	-15,3
Zinco	-16,5	-16,3
Nickel	-36,4	44,8
Mais	-29,1	14,4
Frumento	-25,6	2,8
Soia	-14,6	14,3
Cotone	3,7	-26,0
Caffè Arabica	-11,1	-24,9

Fonte: Bloomberg. Dati al 25.09.2023

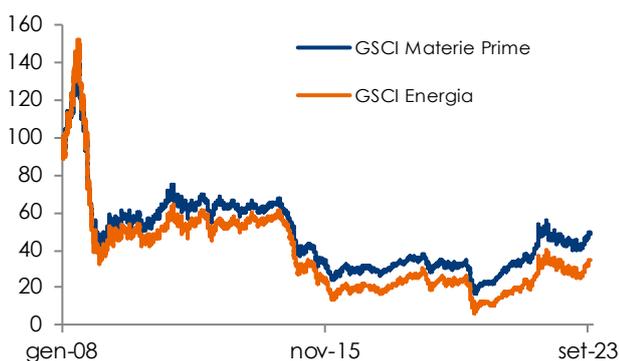
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.09.2023 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: pressione rialzista in possibile rientro ma restano i rischi

**Commodity: il rallentamento economico incombe frenando tutte le materie prime, ma il petrolio è temporaneamente risalito.** Lo scenario sulle Commodity resta fortemente vincolato al rallentamento economico e di conseguenza alla richiesta futura di risorse di base. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha abbassato le stime della crescita globale, prevedendo per il 2023 un +2,8% contro il +3,4% del 2022. Le economie sviluppate sono quelle che subiranno il rallentamento più significativo, con una crescita complessiva del PIL reale prevista intorno all'1,3%, uno scenario a cui però si sottrae l'economia USA, che mostra una resilienza inaspettata soprattutto se raffrontata col corposo rialzo dei tassi effettuato dalla Fed. In questo contesto macroeconomico è lecito attendersi un finale d'anno all'insegna del ribasso, per le materie prime, fatta esclusione per gli Agricoli, sostenuti da dinamiche strettamente endogene e parzialmente slegate dalla crescita economica. Il tema energetico resta al centro del quadro, non solo per le implicazioni legate al possibile rialzo dell'inflazione ma anche in relazione alle attese di transizione ecologica. Il rincaro dei prezzi del petrolio sembra essere in parte strutturale, vista l'efficacia della strategia di riduzione dell'offerta attuata dai principali produttori, non appena le quotazioni tentano di scendere, coerentemente con uno scenario di decrescita economica. Tuttavia, nonostante possibili ulteriori rialzi nel breve, il rallentamento dell'economia globale appare destinato a prevalere sulle riduzioni di offerta. Gas naturale ed energia elettrica restano sotto pressione: avevamo anticipato come non avrebbe dovuto ingannare il fatto che i costi del metano si mantenessero così bassi. L'arrivo della stagione fredda, esattamente come lo scorso anno (ma in condizioni decisamente meno allarmanti), ha subito innalzato la tensione sulle forniture mettendo immediatamente alla prova il sistema energetico europeo, che registra però un livello delle scorte intorno al 95%. Il comparto Agricolo resta estremamente instabile, preoccupa l'eccessivo rincaro degli alimenti anche nell'ottica delle dinamiche inflattive: i cambiamenti climatici e i rischi geopolitici (mancato accordo sui cereali nel Mar Nero) alimentano la volatilità dei prezzi. Infine, la maggior parte dei metalli industriali continua il suo trend di consolidamento al ribasso, ma i fondamentali del comparto restano critici: bassi livelli di scorte, insufficienti investimenti minerari, scarsissima innovazione degli impianti, una situazione paradossale, visto che le attese sono invece per uno strutturale e corposo aumento della domanda legata alla rivoluzione ecologica. In conclusione, 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 che è prevista aumentare, col rischio di tornare ad alimentare nuovamente l'inflazione.

### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

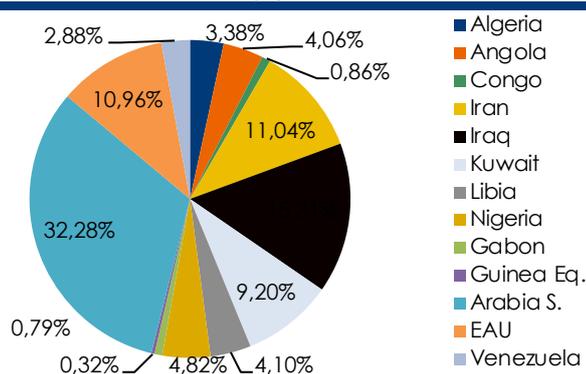
	Valore 25.09.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.743,8	7,1	38,9	32,7
GSCI Energia	689,1	12,8	62,7	22,0
WTI (\$)	89,7	11,7	21,2	25,3
Brent (\$)	93,3	8,6	19,5	14,7
Gas Naturale (\$)	2,6	-41,0	-48,7	-12,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: non si arresta il rialzo dei prezzi petroliferi, una dinamica in linea con le nostre aspettative di pressioni rialziste ma che potrebbe esaurirsi entro fine anno.** A partire dalla fine di giugno, la tendenza al rialzo del prezzo del petrolio non si è sostanzialmente mai arrestata. Ad aggravare la situazione, Russia (-500.000 più altri -300.000 barili) ed Arabia Saudita (-1 milione di barili) hanno annunciato, a inizio settembre, la volontà di prorogare fino alla fine dell'anno i tagli produttivi

volontari decisi a inizio estate, con l'intento di sostenere le quotazioni petrolifere e garantire maggiori introiti ai loro sistemi economici, attuando un vero e proprio razionamento dell'offerta. Con le principali economie attese in rallentamento e la domanda di petrolio che dovrebbe conseguentemente diminuire ci si dovrebbe aspettare un calo del prezzo del greggio, che invece non si concretizza grazie all'efficace strategia posta in essere dai principali produttori. Nel recente passato la diminuzione della produzione dell'OPEC+ era stata compensata dall'aumento dell'attività produttiva in altri Paesi, in primis gli Stati Uniti, ma l'attuale congiuntura non consente all'offerta statunitense di essere immessa sul mercato globale per riequilibrarlo. L'impossibilità della produzione USA di petrolio di sopperire al divario di offerta rende il mercato estremamente teso: 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 strategia che riduce lo spazio di manovra americano, anche qualora si volesse intervenire a livello globale per raffreddare i prezzi. In conclusione, mentre gli Stati Uniti sembrano aver scongiurato il rischio di una recessione e mantengono alti i livelli di consumo, la contrazione dell'economia cinese potrebbe pesare sulla domanda globale di petrolio, nonostante l'OPEC+ (che tornerà a riunirsi a Vienna solo il 26 novembre), guidata dall'Arabia Saudita, appaia fortemente determinata a sostenere il prezzo del greggio. In questo scenario incerto pensiamo che la tensione sui prezzi possa continuare nel breve, ma che il potenziale rialzista possa essere in fase di esaurimento, di pari passo con l'accentuarsi del rallentamento economico globale.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.08.2023

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

	Media 2000-19	2020	2021	2022	Stime 2023	Stime 2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	85,7	112,4	111,9
Azerbaijan	51,9	66,3	57,9	63,6	77,0	78,2
Bahrain	83,2	113,7	134,8	133,6	126,2	129,1
Iran	85,6	546,5	259,4	278,3	351,7	375,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	66,3	75,8	76,4
Kazakistan	...	192,1	183,5	95,5	99,8	83,9
Kuwait	46,8	76,2	62,4	63,1	70,7	66,3
Libia	71,7	141,7	52,0	85,1	64,4	62,2
Oman	69,1	86,4	76,7	62,1	72,2	66,4
Qatar	45,1	49,3	46,5	44,7	44,8	42,5
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	85,8	80,9	75,1
Turkmenistan	...	40,5	32,3	37,3	38,1	40,0
Emirati Arabi Uniti	49,9	51,7	53,1	55,1	55,6	54,8

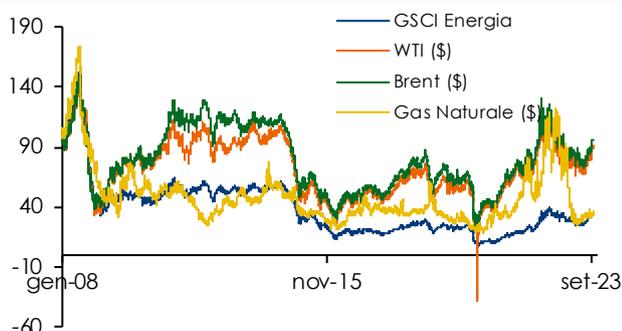
Fonte: FMI Outlook, aprile 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Gas: sale la tensione sul metano, complici l'imminente stagione invernale e le difficoltà delle forniture norvegesi.

Le previsioni meteo in Europa per questa prima parte dell'autunno, i guai tecnici legati al gasdotto norvegese e il protrarsi delle trattative salariali in Australia (comparto LNG) stanno fortemente alimentando le tensioni sulle quotazioni del gas. I fondamentali di mercato sono gli elementi al centro della nostra previsione e la volatilità del comparto è destinata a rimanere significativa. Nel breve termine, le scorte piene al 95% in Europa potrebbero mantenere sotto controllo la domanda grazie alla sicurezza rappresentata dalle forniture accantonate. In aggiunta, se le condizioni meteorologiche fossero favorevoli (come accaduto lo scorso anno) e le preoccupazioni per le interruzioni dell'offerta si attenuassero, i prezzi del gas potrebbero tornare a raffreddarsi nel mese di ottobre (pur rimanendo inevitabilmente su livelli medio-alti ma lontani dagli eccessi dello scorso inverno). Di fondo, ovviamente, resta valido il nostro scenario che vede molti rischi al rialzo per i mesi centrali dell'inverno europeo. Temperature più rigide rispetto allo scorso anno, interruzioni delle forniture inattese (al netto del cuscinetto rappresentato dalle scorte), l'intensa concorrenza asiatica sui mercati del gas naturale liquefatto (LNG) e i rischi di una minore produzione di energia da fonti nucleari o rinnovabili sono tutti elementi che rafforzano l'idea che le tensioni rialziste sui prezzi possano aumentare facilmente. Ancora una volta ribadiamo che la forza di economie complesse come

quelle europee è strettamente legata alla sicurezza dei loro sistemi energetici e alle costanti e garantite forniture. Di contro, anche solo la sensazione di incertezza legata a questi elementi risulta sufficiente a indebolire tutta la struttura, ancor prima che si verifichi una reale interruzione degli approvvigionamenti.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Negativo da Moderatamente Positivo: la corsa dei prezzi del petrolio sembra essere giunta al suo massimo; i prezzi, resteranno strutturalmente medio-alti ma lontani dagli attuali valori. Maggiori rischi rialzisti per il metano.** Il mercato energetico, come previsto, ha espresso una fortissima pressione rialzista, confermando le nostre previsioni di incremento dei prezzi nella seconda parte dell'anno, in scia allo stagionale aumento della domanda di entrambi i combustibili (petrolio e gas). 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, hanno favorito il rincaro dei costi energetici. Anche la prevedibile necessità di ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing, negli Stati Uniti, è stata procrastinata per evitare ulteriori pressioni sui prezzi, un altro fattore che certifica la situazione di forte tensione in atto. La sensazione però è che il movimento rialzista possa aver raggiunto il suo picco massimo; i produttori continueranno a tenere bassa l'offerta ma nel 4° trimestre il rallentamento economico dovrebbe mostrare maggiormente i suoi effetti e deprimere la domanda, incidendo così sulle quotazioni del petrolio.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	25.09.23	2023	2023	2024	2023	2024
WTI (\$)	89,7	80,0	80,0	80,0	82,3	79,0
Brent (\$)	93,3	85,0	85,0	84,3	84,0	80,5
Gas Naturale (\$)	2,6	3,1	3,5	3,3	3,5	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Performance di medio termine

	25.09.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	689,1	29,5	17,8	13,4	12,8
WTI (\$)	89,7	29,3	29,5	16,9	11,7
Brent (\$)	93,3	25,8	24,4	11,0	8,6
Gas Naturale (\$)	2,6	-5,4	19,1	-61,8	-41,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.09.23	2023	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	89,7	76,0	75,0	74,0	74,0	72,0
Brent (\$)	93,3	81,0	79,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	2,6	3,1	3,2	2,8	3,0	2,9
TTF (€/MWh)	42,8	50,0	48,0	27,0	35,0	30,0

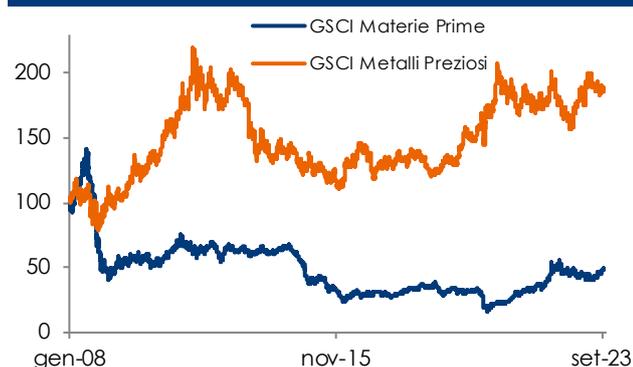
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: si riduce la tensione rialzista dopo le banche centrali

**La tornata di banche centrali di settembre ha modificato lo scenario sui tassi e questo potrebbe frenare ulteriormente oro e Preziosi.**

Le riunioni delle banche centrali di settembre hanno modificato le aspettative su tassi e inflazione negli Stati Uniti e in Europa. In particolare, i mercati hanno preso atto della modifica dello scenario sulla Fed, elemento che ha dato nuovo vigore al biglietto verde, vista la prospettiva di tassi alti per lungo tempo negli Stati Uniti, con un ciclo economico resiliente e un'inflazione in calo ma non alla velocità sperata. Il Dollar Index, l'indice della valuta USA pesato per il commercio estero contro le altre principali divise, resta su livelli molto sostenuti, a segnalare la forza intrinseca della moneta statunitense. Come sappiamo l'oro non offre cedole o tassi di interesse e il suo prezzo è inversamente correlato ai rendimenti reali (depurati dall'inflazione). Il rialzo dei rendimenti reali è quindi un elemento che frena le quotazioni del metallo aureo e dei Preziosi. A spingere i rendimenti reali hanno contribuito soprattutto i dati sorprendentemente resilienti del ciclo economico americano e la ribadita volontà della Fed di mantenere i tassi di interesse a lungo in territorio restrittivo. Un quadro che rischia, al netto delle tensioni geopolitiche, della ricerca di beni rifugio e di asset che difendano dall'inflazione, di non favorire le quotazioni del comparto. Invariati gli elementi che invece influenzano i Metalli preziosi con impieghi maggiormente industriali: le prospettive di rialzo delle quotazioni restano confermate per via dei timori per l'offerta futura a patto che il rallentamento del ciclo economico non sia eccessivo.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 25.09.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.743,8	7,1	38,9	32,7
GSCI Met. preziosi	2.165,6	4,2	8,2	52,5
Oro (\$)	1.916,8	5,0	9,5	60,3
Argento (\$)	23,1	-3,7	3,1	60,5
Platino (\$)	916,5	-14,7	-7,0	11,1
Palladio (\$)	1.230,5	-31,4	-37,6	14,7

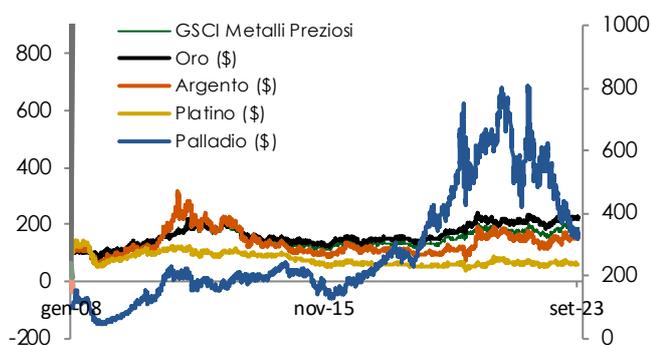
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Lo scenario sui Preziosi in questo finale di 2023 indica un sostanziale consolidamento.** Le scelte di politica monetaria delle principali banche centrali hanno decisamente modificato le aspettative su tassi, crescita e inflazione, restando l'elemento al centro del comparto dei Preziosi. La minor volatilità dei titoli di stato statunitensi e la ritrovata forza del dollaro sono due elementi che esprimono pienamente la nuova realtà del mercato. L'ipotesi di una prossima conclusione del rincaro del costo del denaro da parte della Fed resta plausibile ma si sposta decisamente più avanti nel tempo, complicando ulteriormente il quadro che resta gravato da molte incognite: la dinamica dei tassi, l'inflazione (dopo il rincaro di Energia e Alimenti) e la crescita economica. Tutti fattori che alimentano incertezza e avversione al rischio senza però generare quella pressione rialzista sui Preziosi che continuano solo a consolidare su livelli alti.

L'oro resta tonico ma sempre più distante dai massimi annuali; con una Fed prossima al raggiungimento del picco massimo dei tassi ma destinati a restare alti a lungo, sfuma l'idea di un maggior rialzo delle quotazioni auree. Come se non bastasse, il Tesoro statunitense ha annunciato lo scorso mese un sostanziale aumento del suo fabbisogno finanziario e questo inevitabilmente favorirà un rialzo dei rendimenti obbligazionari per renderli ancor più appetibili sul mercato. Uno scenario che non è favorevole alle quotazioni dell'oro. Infine, il dollaro USA si è rafforzato e potrebbe continuare a beneficiare della combinazione data dalla debolezza delle economie globali rispetto alla tenuta dei dati economici statunitensi, sfruttando inoltre gli alti tassi di interesse e divenendo un ulteriore ostacolo per il prezzo dell'oro che, storicamente, è inversamente correlato anche all'andamento del biglietto verde. Per concludere, la fine del

rialzo dei tassi è un evento favorevole per tutte quelle asset class formalmente "non remunerative", cioè che non producono margini di interesse o non staccano cedole, come appunto l'oro e i metalli preziosi, e questo scenario sembra decisamente meno vicino. I prezzi dell'**argento** hanno avuto un movimento di ulteriore recupero che sembra essersi arrestato, al pari di quello dell'oro. I fattori che freneranno il metallo giallo saranno di ostacolo anche all'argento; resta solo la possibilità di una blanda pressione rialzista legata agli impieghi manifatturieri del metallo, specie nelle apparecchiature elettroniche e nell'economia "green", a patto che non si amplifichi il rallentamento economico. **Platino**: gli ultimi dati del World Platinum Investment Council confermano la possibilità che il 2023 sia un anno di forte deficit sul mercato del platino: -1 milione di once. Un'eventualità che si rifletterà sui prezzi e sulla disponibilità di forniture. Tutto ciò in un contesto in cui si prevede un aumento della domanda automobilistica e industriale legata alla transizione ecologica dei trasporti e della manifattura, giustificando la nostra previsione di rialzo delle quotazioni. Da inizio 2023, la quotazione del **Palladio** è scesa di oltre il 30%, poiché lo stimato aumento dei veicoli elettrici inciderà sulla sua domanda essendo utilizzato principalmente per neutralizzare le emissioni nocive delle auto, una diminuzione che le ultime stime indicano tra 1,5 e 2 milioni di once. Un quadro che non consente di aspettarsi un forte rialzo delle quotazioni ma solo un consolidamento.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.09.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.165,6	-0,3	-3,2	18,5	4,2
Oro (\$)	1.916,8	-0,4	-3,1	17,5	5,0
Argento (\$)	23,1	1,3	-0,5	24,2	-3,7
Platino (\$)	916,5	-1,1	-6,2	6,9	-14,7
Palladio (\$)	1.230,5	-6,0	-12,8	-40,1	-31,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale: cala l'appel degli asset "non remunerativi" e questo penalizza il comparto dei Preziosi, che tornerà a riprendersi solo se i tassi torneranno a scendere.** Consolidano i prezzi dell'oro e questo consente a tutto il comparto di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta incerto: l'inflazione rallenta ma meno di quanto atteso, il rincaro di petrolio e alimentari preoccupa tutte le banche centrali che smussano le attese del mercato circa una rapida fine del ciclo di inasprimento della politica monetaria, come apparso evidente dopo la tornata di riunioni di settembre. La recessione minaccia tutte le grandi economie ma per ora sfiora soltanto gli Stati Uniti, favorendo il nuovo apprezzamento del dollaro, altro elemento che ostacola i prezzi dell'oro e dei Preziosi. Un quadro che, in generale, non sostiene 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 convertire in espansiva la propria politica monetaria, le prospettive di rialzo degli asset "non remunerativi" si farebbe più concreta.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.09.23	2023	2024	2024	2024	2025
Oro (\$)	1.916,8	1.966,4	1.991,7	2.017,5	1.947,5	1.900,0
Argento (\$)	23,1	23,8	24,0	24,3	24,0	23,7
Platino (\$)	916,5	1.000,0	1.050,0	1.077,5	1.092,0	1.200,0
Palladio (\$)	1.230,5	1.400,0	1.340,0	1.350,0	1.473,0	1.400,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.09.23	2023	2024	2024	2024	2025
Oro (\$)	1.916,8	1.960	1.960	1.950	1.950	1.940
Argento (\$)	23,1	25,0	25,3	25,0	25,2	25,2
Platino (\$)	916,5	970	970	990	1.000	1.070
Palladio (\$)	1.230,5	1.270	1.270	1.260	1.260	1.250

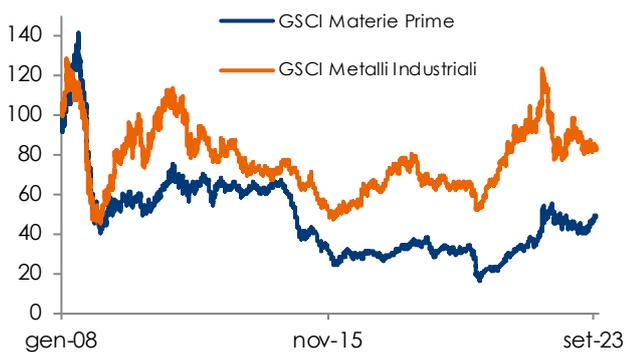
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: i timori di rallentamento frenano i prezzi

**I timori di rallentamento economico restano il principale ostacolo al rialzo dei prezzi nell'immediato, mentre si rafforza l'idea di maggior pressione rialzista nel medio-lungo periodo.**

Riconfermiamo il duplice scenario sui Metalli che vede amplificarsi la divergenza di prospettive tra breve e medio-lungo termine. Svanita l'illusione di un rimbalzo più corposo, dopo l'abolizione delle misure stingenti sul Covid, l'economia cinese resta caratterizzata da una crescita debole; la sofferenza di Pechino produce conseguenze negative sulle aspettative di crescita globale, deprimendo le stime sulla domanda di metalli, almeno nel breve termine. La Cina, infatti, consuma un quinto di tutto il petrolio prodotto a livello globale, metà del rame, del nickel e dello zinco e più del 60% del ferro. Le recenti revisioni delle stime di crescita globale, curate dal Fondo Monetario, hanno confermato le difficoltà cinesi ma hanno anche sorpreso nell'evidenziare un minor rallentamento di una parte delle altre economie del mondo, in particolare gli Stati Uniti, attesi comunque in crescita con una resilienza inaspettata, visto il ciclo di fortissimo rialzo dei tassi effettuato dalla Fed. Chiaramente, osservando questa situazione dal lato della dinamica dei prezzi, le sofferenze della Cina potrebbero rappresentare un sollievo per i consumatori del resto del mondo, in quanto una ridotta domanda di materie prime da parte della seconda economia del mondo sta mantenendo i prezzi delle commodity bassi, alleviando le pressioni inflazionistiche e agevolando il lavoro di contrasto al surriscaldamento dei prezzi delle principali banche centrali. Al contrario, 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 sono in una fase storica molto critica, schiacciati fra erosione delle riserve, costi energetici altissimi e mancati investimenti a causa degli alti tassi di interesse. Un quadro che amplifica la sensazione di inadeguatezza del comparto rispetto alla prospettiva di una prossima ripresa globale che alimenti la domanda di metalli e manufatti siderurgici. Sembra ormai evidente come scarseggino i significativi investimenti necessari per attuare la transizione energetica o volti a creare catene di approvvigionamento più solide, atte a fronteggiare la probabile richiesta che potrebbe manifestarsi. In conclusione, la totale sottovalutazione di questo scenario può rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale, quando questo insieme di fattori premerà inevitabilmente sui prezzi dei Metalli, trovando un settore largamente impreparato.

### GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 25.09.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.743,8	7,1	38,9	32,7
GSCI Industriali	1.543,9	-7,9	-12,5	21,1
Rame (\$)	8.145,5	-2,7	-12,7	29,7
Alluminio (\$)	2.233,5	-6,1	-23,4	8,2
Zinco (\$)	2.509,0	-16,5	-19,6	-0,2
Nickel (\$)	19.120,0	-36,4	-1,4	49,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: i dati economici di agosto evidenziano un'incoraggiante tendenza verso la stabilizzazione della crescita, permane invece l'instabilità nel settore immobiliare.** L'economia cinese mostra segni di ripresa ad agosto, trainata dalla forte crescita dei viaggi estivi e supportata dagli stimoli di spesa dei consumatori e dalla produzione industriale. **La tendenza positiva dei servizi si è leggermente rafforzata** (+6,8% su base annua rispetto al 5,7% di luglio), sostenuta dalla ripresa delle **vendite al dettaglio**, in espansione del +4,6% a/a in termini di volume rispetto al 2,8% di luglio, registrando la crescita più rapida da maggio. La **produzione industriale** aumenta,

portandosi a ritmi pari a +4,5% a/a ad agosto, rispetto al 3,7% di luglio. Alcuni segmenti di mercato hanno registrato in agosto boom di crescita eccezionali. Si tratta per lo più di settori tecnologici ad alta crescita, come celle solari, robot di servizio e dispositivi optoelettronici, in aumento rispettivamente del 77,8%, 73,7% e 29,9% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Resta debole il settore immobiliare: i volumi di **vendita di case** sono crollati del -24% a/a in agosto rispetto al dato precedente, pesando sul rallentamento della crescita degli investimenti totali. Due delle più grandi città cinesi hanno allentato i limiti sui mutui consentendo agli acquirenti di case di godere di prestiti preferenziali per l'acquisto della prima casa, indipendentemente dal loro precedente record di credito, nella speranza di stimolare gli acquirenti. Pechino spera che la riduzione delle rate dei mutui contribuirà a rilanciare la domanda di beni immobili. Scende ad agosto anche il **tasso di disoccupazione urbana** al 5,2%, leggermente inferiore a quello del mese precedente. L'**inflazione** torna in territorio positivo a +0,3% su base mensile, mentre si registra un aumento dello 0,1% su base annua. Nel mese di agosto, il **surplus commerciale** della Cina è sceso a 68,36 miliardi di dollari, rispetto ai 78,65 miliardi di dollari registrati nello stesso periodo dell'anno precedente. Le **esportazioni** sono diminuite dell'8,8% su base annua, segnando il quarto mese consecutivo di calo. Tuttavia, questo dato è leggermente migliore rispetto alle previsioni del mercato, che avevano previsto un calo del 9,2%. Allo stesso modo, le **importazioni** sono diminuite del 7,3%, registrando il sesto mese consecutivo di calo. Il surplus commerciale con gli Stati Uniti è aumentato a 33,06 miliardi di dollari ad agosto, rispetto ai 30,3 miliardi di dollari di luglio, portando il surplus accumulato dall'inizio dell'anno a 214,88 miliardi di dollari. In conclusione, nonostante ci siano segnali di stabilità nell'industria manifatturiera e negli investimenti, il calo degli investimenti nel settore immobiliare continuerà a gravare sul sistema penalizzando la crescita economica.

**Rame: frenano i prezzi a causa del calo della domanda e dell'aumento delle scorte.** I problemi del settore delle costruzioni in Cina si riflette in maniera evidente sulla domanda di rame. La domanda del più grande consumatore mondiale sta rallentando in un periodo dell'anno in cui solitamente cresce. Il mercato del rame è senza dubbio uno dei più importanti indicatori dello stato di salute dell'economia cinese e, conseguentemente, di quella globale. Il fatto che le aziende stiano vedendo i propri margini di guadagno ridursi indica che si preferisce contrarre i costi anche evitando di prendere commesse dai ricavi incerti e questo è un pessimo segnale. Le scorte di rame al London Metal Exchange (LME) sono più che raddoppiate nel giro di due mesi. È un segno evidente che la domanda si sta indebolendo. Un quadro che non mina però le attese di rialzo prospettico dei prezzi nei prossimi anni, ma l'offerta risulterà decisamente sottodimensionata rispetto alla domanda.

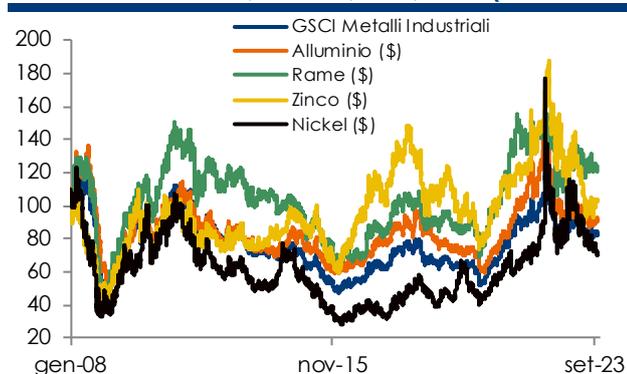
**Alluminio: i costi dell'elettricità continuano a pesare sulla siderurgia riducendo la domanda di metallo grezzo.** Al pari del rame anche per l'alluminio sono i timori sulla domanda al centro del quadro. Le quotazioni sono rimaste su livelli bassi, per nulla stimolate dalla domanda cinese nel post-Covid e depresse dalla drammatica situazione della siderurgia europea. La domanda di alluminio in Europa è così debole che i contratti di fornitura di materia prima per il 2024 sono sostanzialmente rimandati addirittura al prossimo anno, in vista di un miglioramento dello scenario. Nessuna azienda europea vuole ritrovarsi con un eccesso di metallo visto che la domanda di prodotti finiti resta drammaticamente bassa. Sullo sfondo, però, ribadiamo come la situazione di breve rischi di rappresentare il primo passo verso la formazione di un grosso deficit sul mercato fisico, alimentando il recupero dei prezzi nel medio-lungo termine.

**Zinco: rischia di accentuarsi la debolezza.** I prezzi dello zinco hanno registrato fortissimi movimenti durante tutto il periodo estivo, a causa di un susseguirsi di situazioni che (specie in Europa) hanno minato la struttura produttiva del settore. Resta allarmante la situazione in Europa, dove il costo del metano, seppur lontanissimo dai prezzi altissimi dello scorso anno, sta tornando a salire col rischio di impattare nuovamente sulla bolletta elettrica, alimentando la contrazione della produzione di zinco. Nel medio-lungo termine, anche lo zinco sarà investito dalla domanda derivante dalla transizione green ma in maniera decisamente inferiore ad altri metalli, limitandone il recupero.

### Nickel: la pressione ribassista sui prezzi resta forte ma la prospettiva di forti consumi e rischi sull'offerta tengono alte le aspettative di lungo termine.

Prosegue la debolezza sui prezzi del nickel: l'eccesso di offerta, l'economia cinese in difficoltà, la diminuzione della domanda di acciaio inossidabile e la mancanza di fiducia nella borsa metalli di Londra continuano a gravare sul sentiment degli investitori. Nel 2° trimestre le esportazioni di nickel dell'Indonesia hanno raggiunto le 450.000 tonnellate, ovvero circa il 55% dell'offerta globale di metallo, un risultato superiore a qualsiasi attesa. La produzione del paese è aumentata del 40% solo quest'anno, come effetto del nuovo ruolo di leader di mercato viste le sanzioni imposte alla Russia, spingendo l'International Nickel Study Group ad attendersi che l'offerta globale supererà i consumi di oltre 200.000 tonnellate quest'anno, con evidenti effetti depressivi per i prezzi. Nel lungo periodo, resta immutato il nostro scenario che scommette su un nuovo rialzo dei prezzi dovuto alla domanda di metallo che genererà il settore delle batterie, all'innalzamento delle politiche protezionistiche e all'inasprirsi dei vincoli ecologici per le concessioni minerarie in tutto il Sud-Est asiatico.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.09.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.543,9	0,6	-7,0	6,6	-7,9
Rame (\$)	8.145,5	-2,9	-8,7	11,0	-2,7
Alluminio (\$)	2.233,5	4,0	-4,4	4,4	-6,1
Zinco (\$)	2.509,0	6,7	-14,2	-16,9	-16,5
Nickel (\$)	19.120,0	-5,8	-18,5	-13,9	-36,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Immutato il nostro outlook Neutrale di breve e Moderatamente Positivo nel lungo termine.** Si accentua quella diversificazione dello scenario che descriviamo da molti mesi. Il verificarsi di nuovi ribassi per la maggior parte delle componenti del comparto resta legata alla delusione per la scarsa domanda cinese di metalli. Le nuove misure di stimolo delineate dal Governo, volte a rilanciare l'economia nel suo complesso ed in particolare a sostenere il settore delle costruzioni dovrebbero consentire un maggior recupero del ciclo nell'ultimo trimestre dell'anno. Infine, se le aspettative di ripresa economica nel 2024 si confermassero e l'inflazione desse maggior segnali di rallentamento riducendo i timori, potremmo vedere i primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali. A quel punto, potrebbero iniziare a manifestarsi le prime pressioni al rialzo sulle quotazioni dei metalli. Nel lungo termine non cambia invece il nostro scenario: la domanda è comunque destinata a crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle riserve aggraverà gli equilibri di mercato rendendo ancora più sottile dell'offerta, già minata dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, anche a causa degli alti tassi di interesse che rendono molto costoso prendere a prestito il denaro. Un quadro che dovrebbe finire per premere al rialzo sulle quotazioni di tutte le componenti del comparto.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Rame (\$)	8.145,5	8.400	8.595	8.600	8.818	9.053
Alluminio (\$)	2.233,5	2.250	2.350	2.345	2.469	2.550
Zinco (\$)	2.509,0	2.500	2.500	2.500	2.750	2.756
Nickel (\$)	19.120,0	20.475	20.950	21.000	20.944	20.000

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Rame (\$)	8.145,5	8.400	8.500	8.700	8.750	9.500
Alluminio (\$)	2.233,5	2.175	2.200	2.250	2.275	2.470
Zinco (\$)	2.509,0	2.400	2.425	2.485	2.500	2.700
Nickel (\$)	19.120,0	20.600	20.900	21.400	21.500	23.300

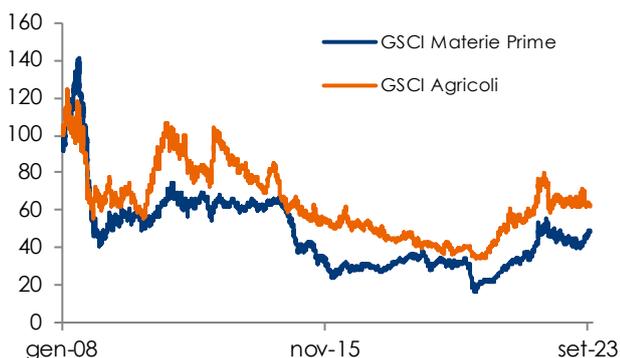
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: si ampliano i timori di pressioni rialziste sugli alimenti

**Aumentano le pressioni rialziste sui prezzi a causa del mancato accordo sui cereali dal Mar Nero (nel breve) e dei rischi legati ai danni dovuti agli eventi climatici negativi (medio-lungo periodo).**

Si aggravano ma non cambiano gli elementi che caratterizzano lo scenario del mercato agricolo globale. La maggior parte dei prodotti alimentari resta destinata a subire forti pressioni e volatilità in questa fine d'anno, a dispetto del calo dell'indice FAO degli alimenti, che registra soprattutto i prezzi alla fonte, cioè il livello di prezzo contenuto nei contratti con gli agricoltori, e non coglie a pieno invece i rincari legati alle catene distributive e alle speculazioni commerciali favorite dall'incertezza sulla disponibilità delle forniture. Il mix di elementi che grava sullo scenario è sempre il medesimo: al ritorno dei rischi geopolitici si sommano i timori per gli eventi meteorologici che, nel loro insieme, minano un quadro che avrebbe dovuto essere caratterizzato da forniture adeguate e conseguente bassa pressione rialzista, accompagnato da una minor domanda come conseguenza del rallentamento economico in atto. Al contrario, la mancata estensione dell'accordo sul trasporto dei cereali dall'Ucraina via mare ha nuovamente accentuato i rischi sistemici, questo nonostante qualche cargo riesca comunque a superare il blocco nel Mar Nero e le trattative, sottotraccia, non si siano sostanzialmente mai interrotte. 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 estreme entro la fine del 2023, impattando su tutte le colture in entrambi gli emisferi del mondo, a dispetto delle abituali consuetudini che indicherebbero una maggior frequenza degli eventi a nord dell'Equatore. Infine, diviene cronica la tensione sui fattori produttivi: carburanti, fertilizzanti e pesticidi hanno nuovamente registrato rincari di prezzo consistenti, complice il forte rialzo delle quotazioni petrolifere, continuando a incidere sui costi di produzione. La fiammata rialzista del petrolio, dovuta alla strutturale strategia di riduzione dell'offerta da parte dei produttori, rende più conveniente l'impiego di prodotti agricoli (mais, zucchero, oli vegetali) nella produzione di biocarburanti, sfavorendone il naturale utilizzo come alimenti e premendo al rialzo sui prezzi. A conferma di questo, negli Stati Uniti, la produzione di etanolo ha registrato un forte incremento nel mese di settembre, mentre le scorte sono scese al livello minimo annuale, secondo i dati dell'Energy Information Administration.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

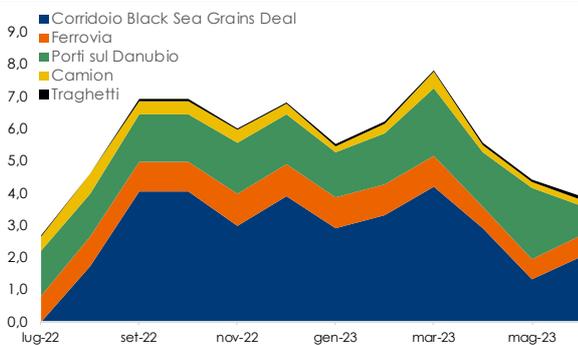
	Valore 25.09.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.743,8	7,1	38,9	32,7
GSCI Agricoli	530,6	-5,1	14,0	51,2
Mais (\$ cent)	481,3	-29,1	-8,6	32,6
Frumento (\$ cent.)	589,0	-25,6	-18,6	13,8
Soia (\$ cent)	1.297,8	-14,6	1,0	52,7
Cotone (\$ cent)	86,4	3,7	-10,8	7,5
Cacao	3.496,0	34,5	34,9	62,5
Zucchero	26,3	31,3	37,7	165,8
Caffè (arabica)	148,8	-11,1	-23,4	52,2
Caffè (robusta)	2.596,0	38,9	19,6	71,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il mancato rinnovo del Black Sea Grain Initiative accentua la volatilità dei prezzi e le tensioni geopolitiche.** L'accordo sui cereali nel Mar Nero, scaduto il 17 luglio, è definitivamente terminato, portando con sé una serie di conseguenze negative e di natura diversa. Formalmente il dialogo fra Russia e Ucraina, patrocinato da Turchia e ONU, è interrotto ma in realtà le trattative sottotraccia non si sono mai fermate. Negli scorsi giorni è trapelata con clamore un'indiscrezione di stampa secondo cui l'ONU avrebbe avanzato 4 proposte (in un memorandum riservato) al Ministro russo Lavrov per sbloccare l'accordo sul grano. Le ipotesi proposte riguardavano

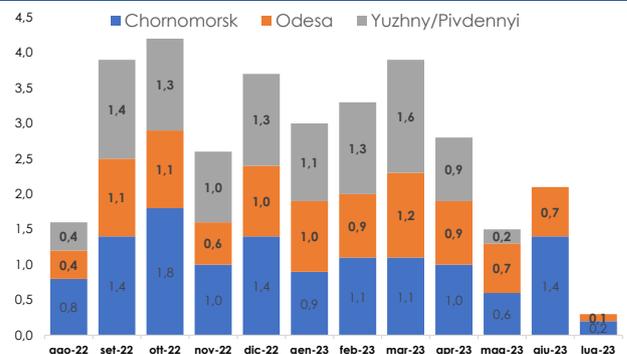
ovviamente i soliti temi: l'aggiramento delle sanzioni UE per la RAB (la Banca Agricola Russa) tramite l'autorizzazione ad operare attraverso una filiale "ad hoc" su suolo europeo con accesso al sistema di pagamento SWIFT (di fatto aggirando le sanzioni imposte); l'assicurazione per le navi russe contro gli attacchi ucraini; il parziale recupero dei capitali congelati dalle sanzioni UE; l'accesso delle navi russe con alimenti e prodotti chimici nei porti europei con autorizzazioni più rapide. Il mancato rinnovo e il blocco del passaggio via mare delle navi hanno ovviamente accentuato la pressione sui trasporti via terra, attraverso i paesi confinanti con l'Ucraina, generando di nuovo tensioni politico-commerciali in Europa. La Polonia aveva annunciato che intendeva mettere sotto embargo il grano ucraino per proteggere i suoi agricoltori, misura non del tutto revocata dopo alcuni chiarimenti fra i governi, mentre l'Ungheria ha formalmente vietato il transito del grano di Kiev a partire dal 15 settembre, adducendo le medesime motivazioni. Perfino gli Stati Uniti hanno cambiato atteggiamento mediatico nei confronti della Russia, provando a distendere il clima: secondo il Dipartimento dell'Agricoltura USA, infatti, Mosca dovrebbe esportare 49 milioni di tonnellate di grano quest'anno, superando ai 6 milioni di tonnellate che l'Ucraina non riuscirà a spedire a causa della guerra, dando un grosso contributo alla stabilizzazione del mercato cerealicolo, specie nei paesi a basso reddito. Infine, negli ultimi giorni, Kiev ha creato un corridoio navale utilizzato da diverse navi mercantili, fra cui anche due navi partire dal porto di Chernomorsk con destinazione Turchia, contenenti cereali. La sicurezza di questi trasporti è garantita dalla marina ucraina e sembrerebbe tollerata dalle forze navali russe che per ora restano ferme, nonostante le minacce iniziali secondo cui qualsiasi nave partita o diretta verso i porti ucraini sarebbe stata considerata come un obiettivo militare. E' evidente che questa situazione di estrema fragilità non può rappresentare una soluzione al problema e non può in alcun modo ridurre la volatilità e la tensione sui prezzi dei cereali. E' quindi auspicabile l'individuazione di un'intesa più robusta che torni a rendere agevole l'export di granaglie dall'Ucraina, abbassando le pressioni di mercato. Il timore, infatti, è che il rincaro del petrolio, sommato alle incertezze sulle derrate alimentari, incrementi i costi di distribuzione e logistica, alimentando nuovamente l'inflazione in Europa.

#### Export di granaglie Ucraina (milioni di tonnellate metriche)



Fonte: UKR Agri Consult, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 30.06.2023

#### Export di granaglie dai principali porti dell'Ucraina sul Mar Nero



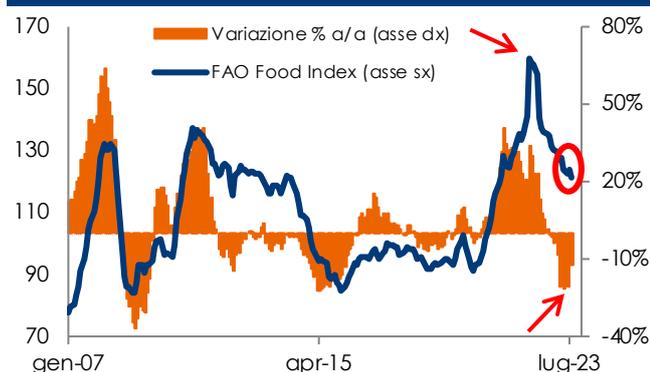
Fonte: Nazioni Unite, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 10.07.2023 espressi in milioni di tonnellate metriche

**FAO: prosegue il calo dell'indice dei prezzi dei prodotti alimentari ad agosto.** L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari conferma la sua tendenza al ribasso, spinto dalla forte offerta e trainato dal calo di vari prodotti di base ad eccezione di riso e zucchero. L'indice FAO ha raggiunto un valore medio di 121,4 punti ad agosto, in calo del 2,1% da luglio e del 24% rispetto al picco di marzo 2022. L'indice FAO dei prezzi dei cereali è sceso dello 0,7% rispetto al mese precedente, spinto dalle quotazioni internazionali di cereali secondari che nel mese di agosto hanno risentito di una contrazione del 3,4%, determinata da un eccesso di offerta a livello globale, dovuto sia a un raccolto senza precedenti in Brasile sia in vista dell'inizio del periodo di raccolta negli Stati Uniti. Registrano una contrazione anche i prezzi internazionali del grano (-3,8% rispetto al -1,3% di luglio); sono invece in controtendenza i prezzi del riso, che registrano il valore

più alto degli ultimi 15 anni, guadagnando il 9,8% dal mese precedente. Questa performance record trova giustificazione nel divieto imposto dall'India sulle esportazioni di riso bianco "Indica" che induce i paesi coinvolti negli scambi a trattenere le proprie scorte, rinegoziare i contratti o sospendere la formulazione di proposte di prezzo. Ripiegano i prezzi degli oli vegetali (-3,1% rispetto a luglio) e dei prodotti lattiero-caseari, in frenata del 4%, in scia al deciso calo delle quotazioni del latte in polvere (a causa di un eccesso di offerta del mercato australe) e di burro e formaggi. In controtendenza rispetto al calo generale dei prezzi alimentari è invece lo zucchero, che registra un aumento dell'1,3% da luglio, con un valore di mercato superiore del 34,1% rispetto allo scorso anno, un segnale innescato dalle preoccupazioni per l'impatto de El Niño sui raccolti di canna da zucchero nelle varie regioni di coltivazione. Infine, l'indice FAO dei prezzi della carne è diminuito del 3%, trainato prevalentemente dal forte calo dei prezzi mondiali della carne ovina (a causa di un inatteso aumento dell'offerta) e dall'indebolimento della domanda di quasi tutte le tipologie di carni da parte della Cina.

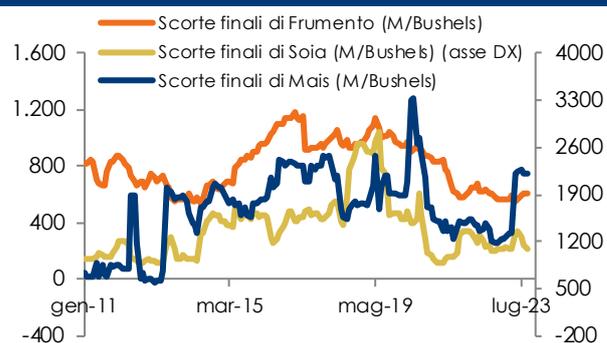
**FAO: riviste al ribasso le stime di crescita della produzione cerealicola per il 2023.** Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda dei cereali, la FAO ha rivisto le stime di crescita della produzione mondiale complessiva di cereali in calo dello 0,2% rispetto al mese precedente, per un volume di 2.815 milioni di tonnellate. Nonostante le previsioni al ribasso della produzione globale di grano (-2,6% rispetto al 2022), il volume complessivo di cereali secondari è previsto in aumento del 2,7%, spinto da un eccesso di offerta di mais che dovrebbe raggiungere la dimensione di 1.215 milioni di tonnellate, grazie a un'abbondante produzione in Brasile e Ucraina. In aumento (+0,8% rispetto al livello del 2022/23) anche il consumo mondiale di cereali, previsto a 2.807 milioni di tonnellate. Con riferimento alle scorte cerealicole mondiali, la FAO ha rivisto al rialzo le stime per il 2023/24, prevedendo un volume di 878 milioni di tonnellate (+2,2% rispetto al periodo precedente), che porterebbe il rapporto mondiale tra scorte e utilizzo di cereali al 30,5%, soglia che la FAO considera un livello complessivamente favorevole e in media storica. Si stima inoltre che le riserve mondiali di riso dovrebbero raggiungere il livello record di 198,1 milioni di tonnellate, con India e Cina che ne detengono circa i tre quarti del totale. La FAO ha rivisto al ribasso anche le previsioni sugli scambi commerciali nel 2023/24, indicando una possibile riduzione dell'1,7% rispetto alla stagione precedente, a causa del calo generale dei volumi di grano e mais per effetto di una concomitanza di aspetti, tra cui il repentino calo delle esportazioni dall'Ucraina a causa delle turbolenze negli scambi commerciali legate al mancato rinnovo dell'accordo sul Mar Nero.

**FAO Food Index da gennaio 2007**



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (agosto 2023)

**Scorte finali di cereali, stime WASDE**

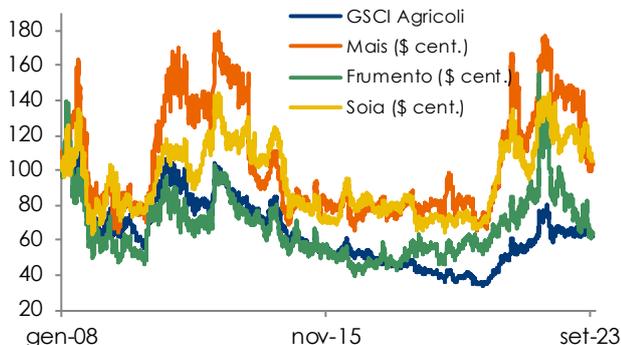


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (agosto 2023)

**WASDE: ancora prospettive ribassiste, in particolare per mais e soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha confermato le deboli prospettive di rialzo, rilanciando nuovamente il suo scenario di possibile ribasso dei prezzi. Questo nonostante

L'USDA abbia mostrato una possibile diminuzione della produzione (e del potenziale di rendimento per acro) per i raccolti di mais e soia di quest'anno, un elemento che però il mercato sembrerebbe aver da tempo metabolizzato. In aggiunta, anche i prezzi del grano continuano a essere depressi dalle grandi forniture globali, a dispetto delle tensioni derivanti dalla questione sul Mar Nero, i cui effetti si scaricano sui prezzi nei passaggi successivi a quello agricolo, impattando su distribuzione, commercializzazione e garanzie di costanti forniture. **Mais.** L'USDA si attende una produzione ridotta, un commercio leggermente inferiore e scorte più ampie rispetto al mese scorso. Le aspettative di resa delle colture sono in aumento in Ucraina, mentre le stime di produzione sono scese nell'Unione Europea. Le scorte finali di mais a livello globale hanno registrato un deciso aumento in Brasile, Messico, Ucraina e Cina, che hanno parzialmente compensato le riduzioni in Argentina. Le scorte finali mondiali sono così cresciute di 114,2 milioni di bushel rispetto ad agosto, raggiungendo i 12,36 miliardi. **Soia.** Secondo il report WASDE, a livello globale, le scorte finali di soia sono scese di circa 7,3 milioni di bushel rispetto al mese scorso a 4,380 miliardi. Rivista al ribasso la quantità di soia macinata a livello globale con conseguenti riduzioni per la produzione di olio e farina di soia: -1,8 milioni di tonnellate, con volumi inferiori previsti per Argentina, Pakistan, UE, Tailandia e Stati Uniti. **Fruento.** Questo mese l'USDA ha deciso di non apportare alcuna modifica alle sue prospettive per l'offerta e l'utilizzo di grano, anche se l'agenzia ha fatto notare come ci siano stati alcuni cambiamenti nelle dinamiche di esportazione e commercializzazione del frumento a livello mondiale. L'USDA ha ridotto le sue stime per le scorte finali mondiali di altri 257,2 milioni di bushel per un nuovo ammontare di 9,502 miliardi; se questo dato venisse confermato si tratterebbe del livello più basso mai registrato dalla stagione 2015-16. L'USDA ammette poi che le forniture globali di grano non sono ancora così stabili come lo erano prima dell'invasione russa dell'Ucraina, ma la riduzione del consumo stimato dovrebbe, conseguentemente, allentare le preoccupazioni sulle forniture. Appare evidente che se le turbolenze geopolitiche continuassero anche nel 2024, resterebbe alta la convenienza a seminare (e poi raccogliere) più grano e questo dovrebbe mitigare la pressione rialzista sui prezzi e rimpinguare le scorte globali.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.09.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	530,6	-9,4	-1,5	-4,8	-5,1
Mais (\$ cent.)	481,3	-24,5	-25,2	-27,8	-29,1
Frumento (\$ cent.)	589,0	-18,7	-14,5	-31,4	-25,6
Soia (\$ cent.)	1.297,8	-14,7	-9,1	-8,0	-14,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Mod. Positivo da Neutrale: le tensioni rialziste aumentano a causa del mancato rinnovo dell'accordo del Mar Nero (nel breve) e a causa dei cambiamenti climatici (nel medio-lungo termine).** Si ampliano le tensioni sul comparto degli Agricoli: nel breve termine pesa la mancata intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero mentre nel medio-lungo preoccupa l'impatto del cambiamento climatico sui prodotti agricoli nelle principali aree di coltivazione mondiali. La pressione di base sulle derrate alimentari resta alta anche a causa degli elevati costi dei fattori produttivi come pesticidi, fertilizzanti e carburanti, che rischiano di diventare elementi strutturali, il cui effetto negativo difficilmente potrà esaurirsi nel medio termine. I timori di una possibile crisi alimentare dovuta a un eccessivo rincaro dei prodotti di primo consumo è un allarme che la FAO ha ribadito anche nel suo recente rapporto mensile, benché l'indice dei prezzi sia in realtà sceso

e i volumi di produzione e scorte cerealicole siano stati definiti "in linea con la media storica". Infine, per le soft commodity, la formazione del modello climatico de El Niño ha alimentato il rischio che gli effetti negativi sulle colture, già registrati la scorsa stagione, colpiscano anche quest'anno. Uno scenario che sta già amplificando le pressioni rialziste sui prezzi. Una situazione anomala dal punto di vista climatico visto che, abitualmente, El Niño tende a sviluppare i suoi effetti negativi al di sopra dell'Equatore, mentre le aree di coltivazione della maggior parte dei coloniali sono collocate nell'emisfero meridionale.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	481,3	475,0	500,0	480,0	482,5	510,0
Fruento (\$ cent.)	589,0	625,0	652,5	640,5	616,5	619,0
Soia (\$ cent.)	1.297,8	1.375,0	1.375,0	1.365,0	1.265,0	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	481,3	460	460	450	450	440
Fruento (\$ cent.)	589,0	610	600	595	595	580
Soia (\$ cent.)	1.297,8	1.375	1.350	1.330	1.330	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

### Soft commodity

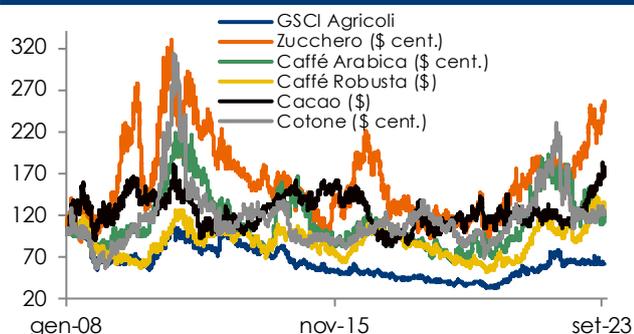
Le quotazioni della maggior parte delle soft commodity sono salite moltissimo, complici i timori per le conseguenze negative del cambiamento climatico anche nelle aree di coltura dei coloniali. I rischi per la resa dei raccolti del 2023 hanno spinto al rialzo i prezzi nonostante la formazione de El Niño abbia comunque avuto effetti più sfumati sui coloniali. Il generale contesto di siccità globale e fortissimo rialzo delle temperature ha finito comunque per gravare su queste coltivazioni.

**Cotone: i bassi consumi pesano più della riduzione dell'offerta e delle scorte, mantenendo i prezzi in trading range.** Il WASDE di settembre, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA), ha tratteggiato un quadro piuttosto negativo per il comparto del cotone. La produzione mondiale diminuirà di 1,7 milioni di balle in questa stagione, poiché le riduzioni dei raccolti di Stati Uniti, India, Africa Occidentale, Grecia e Messico compenseranno l'aumento straordinario della resa delle piantagioni in Brasile. Anche il consumo mondiale è calato di oltre 1 milione di balle rispetto alla precedente rilevazione, con riduzioni in India, Bangladesh, Messico e Vietnam. Il commercio mondiale ha registrato una contrazione degli scambi per un volume di circa 600.000 balle, con diminuzioni nette delle importazioni per Bangladesh e Vietnam e riduzioni delle esportazioni per l'Africa occidentale, gli Stati Uniti, l'Australia, la Grecia e il Messico, che compensano l'export di 550.000 balle per il Brasile. Le scorte iniziali sono inferiori di circa 1,0 milioni di balle, poiché le revisioni al rialzo effettuate per i consumi sugli anni precedenti in Cina e Turchia hanno mitigato l'effetto delle maggiori scorte iniziali di Stati Uniti e Brasile. Anche le scorte finali mondiali sono diminuite di 1,6 milioni di balle questo mese, attestandosi a 90,0 milioni. Un quadro che conferma la nostra previsione di consolidamento dei prezzi del cotone lungo tutto l'orizzonte previsivo.

**Zucchero: la riduzione delle stime sulle produzioni e il rincaro del greggio hanno accentuato la pressione sui prezzi.** Il rialzo dei prezzi dello zucchero è da imputare a due fattori. Il primo è la conferma di una possibile riduzione complessiva inferiore al 10% delle stime sulla produzione, a fronte di una domanda sostanzialmente ferma. Calo che avrebbe finito per pesare durante la negoziazione estiva dei contratti per le forniture di dolcificante, in vista della classica produzione dolciaria di fine anno, che coincide con un periodo di feste e aumento stagionale dei consumi. Acquirenti e produttori di zucchero hanno dovuto fare i conti col rincaro dei fattori produttivi, come concimi, fertilizzanti e carburanti, questi ultimi in particolare aumentati in maniera rapidissima negli ultimi due mesi. I prezzi dello zucchero erano già saliti molto: questo perché l'India, uno dei principali esportatori, ha ridotto le sue consegne e anche le spedizioni da Pakistan e Thailandia sono risultate decisamente sotto la media storica. Il secondo elemento è ovviamente la rapida impennata dei costi del petrolio, una situazione che ha spinto la produzione di etanolo, tornato ad essere economicamente conveniente, spostando così una larga parte dei raccolti di canna da zucchero e barbabietole dalla produzione di dolcificante verso quella di biocarburanti. In virtù delle previsioni sul petrolio, stimato in ribasso dagli attuali

livelli, nei prossimi due trimestri, per lo stesso principio pensiamo che anche la pressione sui prezzi dello zucchero possa scemare, favorendo lo storno delle quotazioni dai livelli attuali.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.09.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	530,6	-9,4	-1,5	-4,8	-5,1
Cotone	86,4	10,7	12,9	-8,5	3,7
Cacao	3.496,0	9,0	21,2	55,9	34,5
Zucchero	26,3	10,9	26,4	43,4	31,3
Caffè (arabica)	148,8	-11,4	-17,0	-33,5	-11,1
Caffè (robusta)	2.596,0	-10,5	20,0	15,9	38,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Caffè: la CONAB conferma che El Niño potrebbe danneggiare più i raccolti di Robusta che di Arabica.

El Niño si conferma come l'elemento al centro dello scenario del caffè, con la CONAB (Companhia Nacional De Abastecimento), l'agenzia del Ministero dell'Agricoltura brasiliano, che ribadisce la possibilità di forti impatti sulla produzione di caffè. Secondo l'ultima analisi diffusa, il raccolto di caffè brasiliano nel 2023 raggiungerà i 54,36 milioni di sacchi, in calo rispetto alla cifra prevista a maggio (54,74 milioni di sacchi), a causa della minore produzione della varietà Robusta. Anche se il 2023 è un anno inattivo nel ciclo biennale del caffè in Brasile (una dinamica che alterna anni di alta e bassa produzione), la produzione dovrebbe comunque crescere del 6,8% rispetto al 2022; un dato molto affidabile visto che circa il 95% dei frutti dell'attuale stagione sono stati già raccolti. La produzione di Arabica dovrebbe raggiungere i 38,16 milioni di sacchi, al di sopra della stima precedente di 37,9 milioni di sacchi. L'aumento rifletterebbe un'espansione del 2,4% nella superficie coltivata, insieme a un incremento di produttività stimato intorno al 13,9%. Il caffè Robusta, d'altro canto, dovrebbe registrare un calo della produzione dell'11% rispetto all'anno precedente, a 16,2 milioni di sacchi, poiché la minor resa delle piantagioni dovuta agli eventi climatici si è registrata proprio nel principale stato brasiliano produttore della varietà (Espírito Santo). Le spese che i grandi produttori sono quindi costretti ad affrontare a causa dell'impatto del cambiamento climatico si sono riflesse sui prezzi, saliti molto negli ultimi mesi. Sullo sfondo, a rendere ancora più teso lo scenario, alcuni recenti studi hanno ipotizzato che entro i prossimi 20 anni fino al 50% delle terre attualmente coltivabili a caffè non sarà più utilizzabile: il caffè cresce solo nella fascia tropicale, soggetta a piovosità media e a specifiche temperature. Al variare di queste condizioni la produzione soffre e il surriscaldamento globale costringerà a spostare le piantagioni a quote superiori, per ritrovare il giusto mix di calore e umidità. Un quadro che giustifica un profilo previsivo ancora parzialmente rialzista per le quotazioni del caffè.

#### Cacao: potrebbe arrestarsi la corsa dei prezzi, anche se permane il deficit di offerta in vista dei consumi stagionali legati alle festività di fine anno.

La corsa dei prezzi del cacao è alimentata da due diversi fattori: 1) il maltempo che ha impattato sul raccolto in Ghana e Costa D'avorio, seppur non in maniera così eclatante ma sufficiente ad aumentare i timori di un possibile deficit di offerta; 2) l'aspettativa di incremento della domanda in vista delle festività, quando i regali e il consumo di dolci e pasticceria esprimono un picco stagionale. La Costa d'Avorio e il Ghana stanno registrando una forte contrazione dei semi di cacao in arrivo nei magazzini di stoccaggio e nei porti di spedizione; le condizioni calde e secche segnalate in precedenza in Costa d'Avorio potrebbero limitarne la produzione così come le piogge eccessive hanno favorito la formazione di alcuni parassiti delle piante, limitando la resa di alcune piantagioni in Ghana. Il prezzo del cacao è salito anche a causa dell'aumento della domanda: la richiesta di cioccolato è cresciuta dopo la riapertura dai blocchi del Covid-19. Questa domanda probabilmente

continuerà ad aumentare con la crescita della popolazione mondiale e ha visto affacciarsi nuovi consumatori e nuovi mercati di sbocco, come quello rappresentato dalla Cina. Il consumo cinese di cioccolato è in costante aumento dal 2020, con un'impennata proprio dopo la fine delle rigide misure sanitarie. Come per lo zucchero, anche per il cacao le tradizionali festività di fine anno stimolano la produzione dolciaria, un elemento che preme sulla domanda proprio in questa fase dell'anno, quando contratti e forniture vengono sottoscritte per garantire gli approvvigionamenti e fronteggiare i picchi produttivi autunnali e poi i successivi consumi invernali. Infine, come per tutto il comparto agricolo ma in particolare per il cacao, l'alto utilizzo di fertilizzanti è un elemento di distorsione che ne ha aumentato i costi produttivi. Come per il caffè che ha una produzione molto localizzata, ricordiamo che circa il 75% di tutto il cacao del mondo è prodotto da sole quattro nazioni: Costa d'Avorio (circa il 50% della fornitura mondiale), Ghana (2° produttore al mondo) e, a maggior distanza, Camerun e Nigeria. Il rincaro dei costi produttivi e la siccità dell'anno scorso avevano già alzato i prezzi del cacao; i nuovi danni provocati da El Niño hanno completato il rincaro di un prodotto così delicato e geograficamente vincolato. Nel nostro scenario, però, tutti gli elementi di pressione rialzista (visto anche il quasi completamento del raccolto africano) sono stati scontati dal mercato e non escludiamo uno storno dei prezzi.

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	86,4	85,0	86,0	85,0	84,1	85,5
Cacao	3.496,0	3.300	3.175	3.025	2.938	2.550
Zucchero	26,3	24,0	21,6	21,0	20,7	19,4
Caffè (arabica)	148,8	155,0	160,0	162,5	165,0	160,0
Caffè (robusta)	2.596,0	2.400	2.300	2.300	2.300	2.150

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.09.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	86,4	88	86	85	85	83
Cacao	3.496,0	3.550	3.460	3.415	3.415	3.300
Zucchero	26,3	25,5	25,0	24,8	24,7	24,1
Caffè (arabica)	148,8	155	160	160	160	158
Caffè (robusta)	2.596,0	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 20.07.2023.

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