

Mensile Materie Prime

Commodity frenate dall'ipotesi di tassi alti ancora a lungo

Energia: outlook Neutrale ma i rischi su gas e petrolio sono sempre al rialzo

Dopo la tanto attesa decisione OPEC+ che ha sancito il prolungamento dei tagli strutturali all'offerta fino al 2025 ma ha annunciato una progressiva riduzione di quelli volontari, pensiamo che i prezzi petroliferi resteranno sui livelli medio-alti visti negli ultimi mesi, probabilmente senza registrare nuovi massimi annuali. I robusti volumi di approvvigionamento via gasdotto e via nave, nel mese di maggio, hanno agevolato il consueto riempimento dei depositi europei al termine dell'anno termico, riducendo la pressione sui prezzi del gas continentale.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, oro e argento consolidano i rialzi

Oro e argento accentuano la loro correlazione, in questa fase, consolidando la loro dinamica su prezzi medio-alti. A interferire in questa situazione è il ritorno di forza del dollaro USA, un asset direttamente concorrente e in grado di sottrarre flussi di investimenti ai Preziosi, intercettando una parte delle preferenze dei soggetti avversi al rischio. Lo scenario più probabile resta quello di un robusto consolidamento, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza sui tassi e da uno scenario geopolitico surriscaldato.

Metalli industriali: outlook Neutrale, i prezzi rinsaldano ma i rischi sono rialzisti

Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine, anche se il rialzo da inizio anno resiste e le attese sui prezzi delle singole componenti sono di consolidamento su livelli alti; un quadro che sostiene il nostro outlook Neutrale nell'immediato. In aggiunta, il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora resta valido, impedendo per ora lo storno dei prezzi.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale, consolidano i prezzi ma restano le tensioni

Il nostro approccio resta Neutrale, pensiamo che il grosso dei rialzi sia avvenuto ma un ulteriore aumento delle tensioni in Medio Oriente potrebbe generare nuovi rincari per tutto il comparto agricolo e, in particolare, per le soft commodity. Immutato il quadro di medio-lungo termine: gli effetti negativi del cambiamento climatico restano il maggior rischio che investe le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti e riducendo l'offerta.

Soft Commodity:

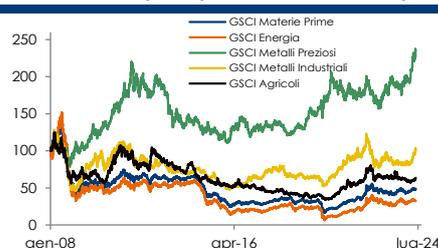
- Cotone:** prosegue la frenata, le stime sulla nuova stagione tolgono pressione ai prezzi.
- Zucchero:** prezzi volatili, e pesa l'incertezza sui dati del nuovo raccolto in Brasile.
- Caffè:** rallentano i prezzi ma la tensione rialzista, generata dalla speculazione, resta forte.
- Cacao:** dopo lo storno dei prezzi in maggio, il deciso rimbalzo di giugno azzera i ribassi.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	17.06.24	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.704,8	10,7	-7,4	53,8
GSCI Energia	663,3	14,5	-9,9	50,6
GSCI Met. Preziosi	2.615,2	12,9	26,1	65,1
GSCI Met. Industriali	1.729,1	8,0	1,5	45,9
GSCI Prod. Agricoli	511,3	-0,3	-18,9	40,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati, Bloomberg e previsioni di consenso al 17.06.2024

Andamento dei principali indici commodity



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

18 giugno 2024 - 11:35 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

18 giugno 2024 - 11:40 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

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

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

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	12,1	-10,7
Brent	9,4	-10,3
Gas naturale	10,9	-43,8
Gasolio	2,2	-18,5
Oro	11,6	-0,7
Argento	22,0	-7,7
Rame	12,9	-12,1
Alluminio	4,9	2,2
Zinco	4,7	-44,7
Nickel	5,2	-9,3
Mais	-5,8	-20,7
Frumento	-5,8	-14,9
Soia	-10,5	2,7
Caffè (arabica)	20,6	63,0
Cotone	-13,7	0,0

Fonte: Bloomberg; Dati al 17.06.2024

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 17.06.2024 (salvo diversa indicazione).

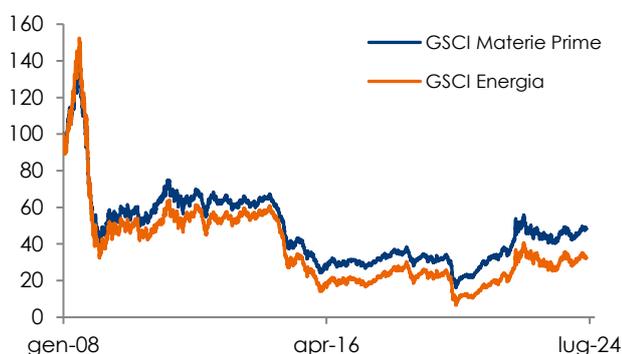
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: la strategia di contrazione dell'offerta OPEC+ prosegue

**Temi immutati per le Commodity rispetto al mese scorso: l'incertezza sulla riduzione del costo del denaro, la forza del ciclo in Cina, le tensioni geopolitiche e la contrazione dell'offerta petrolifera restano i temi chiave.**

Prosegue il moderato rallentamento economico, accompagnato da una dinamica di raffreddamento dei prezzi più lenta del previsto, ma si complica la prospettiva di riduzione del costo del denaro. Un indesiderato elemento di incertezza che si somma ai dubbi sulla forza dell'economia in Cina, alle costanti tensioni geopolitiche (Medio Oriente, Cina-Stati Uniti, Russia-Ucraina) e agli effetti della rinnovata strategia di contrazione dell'offerta petrolifera, rendendo meno certa la dimensione della futura domanda di materie prime. Il calo del costo del denaro, negli Stati Uniti, è ormai spostato verso la parte finale dell'anno, rischiando di essere anche l'unico taglio dei tassi Fed, visti i toni restrittivi emersi dalla recente riunione di giugno. Il dollaro ha immediatamente iniziato a scontare questa nuova prospettiva, interrompendo il suo movimento di debolezza e tornando a rafforzarsi contro tutte le principali valute. In Europa, l'atteso taglio dei tassi BCE si è finalmente concretizzato ma, anche in questo caso, i toni espressi appaiono tutt'altro che espansivi, riducendo le aspettative sul ritmo e sul numero delle riduzioni entro dicembre. Gli alti tassi di interesse degli ultimi anni hanno frenato gran parte degli investimenti in materie prime (dall'estrazione mineraria, al trasporto e alla lavorazione), progetti che fisiologicamente sono caratterizzati dalla necessità di moltissima liquidità presa a credito. La prospettiva di un calo del costo del denaro lento e piuttosto contenuto alimenta il nostro scenario di strutturale deficit dell'offerta, che nel breve crea incertezza ma nel medio-lungo termine rischia di acuitizzare le pressioni rialziste, quando la richiesta tornerà forte. Dal lato della domanda, il tenore dei consumi in Cina resta un elemento di incertezza, poiché bassa inflazione, crisi del comparto immobiliare e delle costruzioni e crescita contenuta alimentano i dubbi sulla futura richiesta di materie prime da parte del primo consumatore al mondo. E ancora resta tesa la situazione in Medio Oriente, al netto di un mercato che, come spesso accade, cinicamente, alla lunga metabolizza parte delle tensioni. Restano però intatte le incertezze che ne derivano e che investono trasversalmente quasi tutti i comparti, spaziando dai rischi per l'estrazione e il trasporto del greggio e del gas naturale (vista la natura dell'area coinvolta), alle immutate paure per i trasporti marittimi commerciali sia nel sud del Mar Rosso (Stretto di Bab el-Mandeb) sia nello Stretto di Hormuz. Il tutto in un contesto di rinnovata strategia di contrazione dell'offerta, decisa dai produttori nel recente meeting OPEC+ del 2 giugno. Una conferma che ha rafforzato la nostra previsione di prezzi petroliferi all'interno dell'intervallo 75-85 dollari al barile, inteso come sintesi semplificata delle dinamiche dei due contratti WTI e Brent. Per concludere, aumentano i dubbi sulla dimensione del calo dei tassi di interesse, rendendo più incerto il futuro sulle materie prime.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 17.06.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.704,8	10,7	-7,4	53,8
GSCI Energia	663,3	14,5	-9,9	50,6
WTI (\$)	80,3	12,1	-26,7	49,0
Brent (\$)	84,3	9,4	-25,5	35,6
Gas Naturale (\$)	2,8	10,9	-59,9	19,8

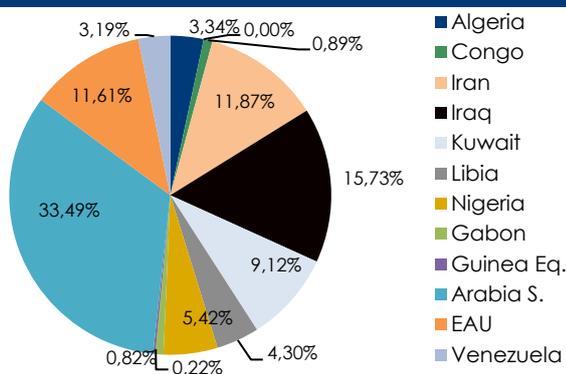
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'OPEC+ rimodula la scadenza dei tagli all'offerta, mentre il mercato si interroga sulla capacità di assorbire la possibile nuova produzione.** I produttori OPEC+ hanno deciso di estendere i tagli strutturali all'offerta fino alla fine del 2025, mentre quelli "volontari" saranno prolungati solo di tre

mesi. L'OPEC e i suoi alleati guidati dalla Russia, già dal 2022, hanno tagliato la produzione petrolifera di circa 5,86 milioni di barili al giorno, pari al 5,7% della domanda globale. Dei 5,86 milioni di tagli giornalieri, 3,66 milioni di barili sono considerati strutturali ed erano in scadenza a fine 2024, mentre i restanti 2,2 milioni, effettuati volontariamente, terminavano a giugno 2024. L'accordo proroga di un anno la contrazione strutturale dell'offerta mentre intende gradualmente ridurre i tagli volontari, fino ad azzerarli, in un lasso di tempo da ottobre 2024 a settembre 2025. Una strategia di maggior offerta che, nel medio termine, si adeguerebbe alla previsione di recupero dei consumi già alla fine di quest'anno e poi nel 2025, riequilibrando il mercato petrolifero. Rimandata alla prossima riunione OPEC+, del 1° dicembre 2024, la discussione sul ricalcolo delle quote produttive e conseguentemente dei tagli. L'esito dell'OPEC+ del 2 giugno ha di fatto consentito al petrolio di restare su livelli alti ma senza spingersi oltre i 75 e 80 dollari al barile, rispettivamente per WTI e Brent. A pesare sullo scenario è la prospettiva di un'offerta più robusta a partire da ottobre, quando la dimensione dei tagli volontari verrà via via ridotta. Il mercato continua, infatti, ad interrogarsi sulla capacità del sistema di assorbire proprio questo "nuovo eccesso di offerta" che si genererebbe con la riduzione, più o meno rapida, delle contrazioni volontarie alla produzione.

**Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA.** Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di giugno, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), conferma tutte le indicazioni di maggio e prevede che la domanda mondiale salga a 104,5 mb/g nel 2024 (+2,2 mb/g a/a, invariato da maggio) e al massimo storico di 106,3 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da maggio). L'offerta non-DoC (la Declaration of Cooperation, DoC, è l'insieme dei produttori OPEC più altri produttori esterni al Cartello ma strategicamente alleati dell'OPEC) dovrebbe attestarsi a 53,0 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a) e a 54,1 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a). Si stima che il "call on DoC", ovvero la quantità di greggio che i produttori e i loro alleati dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, cresca da 43,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a, invariata da maggio) a 43,9 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, circa uguale a maggio). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di giugno (**OMR**), stima che la domanda globale possa crescere di circa 1,0 milioni di barili al giorno (sostanzialmente invariata rispetto a maggio), per un consumo complessivo sostanzialmente invariato di 103,2 milioni giornalieri. Per il 2025 si stima un aumento di 1,0 mb/g (-100.000 barili da maggio) per un consumo complessivo di 104,2 (da 104,3) milioni giornalieri. Secondo l'IEA, la domanda globale di greggio supererà i 105 milioni di barili al giorno già nella seconda metà del 2025. Si stima che la "call on OPEC" resti a 27,4 mb/g, e a 26,9 mb/g nel 2025. L'offerta non-OPEC dovrebbe salire, secondo l'IEA, a una media di circa 70,2 mb/g nel 2024 (da 70) e di circa 72 mb/g nel 2025. Infine, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di giugno, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stato tratteggiato uno scenario di marginale deficit per il mercato petrolifero nel corso del 2024, circa 400.000 barili al giorno. Il consumo mondiale crescerà di circa 1,1 mb/g (dai +920.000 barili al giorno precedenti) attestandosi a 103,0 (da 102,84) milioni di barili giornalieri nel 2024. Nel 2025 il consumo globale è atteso a 104,5 mb/g (+1,5 mb/g) rivisto da 104,3 mb/g di maggio. L'agenzia ha di nuovo aumentato le previsioni di produzione da regioni al di fuori dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio, confermando la debolezza della futura domanda delle economie sviluppate.

**Produzione membri OPEC (%)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.05.2024

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

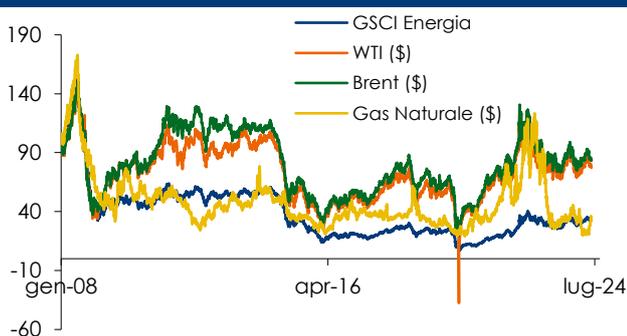
Dollari	Media				Stime	Stime
	2000-20	2021	2022	2023	2024	2025
Algeria	101,1	111,4	109,8	93,8	125,7	119,4
Azerbaijan	52,6	57,5	67,3	76,4	88,2	89,3
Bahrain	85	131,6	131,8	138,4	125,7	127,8
Iran	92,4	118,8	131,4	105,1	121,0	123,9
Iraq	70,9	54,2	68,5	80,4	93,8	90,0
Kazakistan	-	183,5	95,3	109,3	123,5	109,3
Kuwait	59,6	87,6	81,5	81,0	83,5	78,3
Libia	75	52,2	64,4	65,9	66,0	63,7
Oman	70,1	76,7	55,4	57,2	58,1	53,9
Qatar	45,3	47,7	46,3	46,5	43,1	40,4
Arabia Saudita	80	83,6	88,1	93,3	96,2	84,7
Turkmenistan	37,9	28,9	31,5	34,2	35,8	37,1
Emirati Arabi Uniti	50	53,0	46,6	51,6	56,7	54,3

Fonte: FMI Outlook, aprile 2024, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Gas: il livello delle scorte europee frena la corsa del gas mentre il ritmo degli approvvigionamenti torna regolare.**

Il sistema energetico europeo continua a mostrare una certa stabilità nonostante le tensioni dovute al prolungamento delle manutenzioni in Norvegia e alla diatriba fra Austria e Gazprom. I rifornimenti di gas liquefatto (GNL) e via gasdotto sembrano essere tornati equilibrati, togliendo parzialmente pressione ai prezzi del metano europeo. Complici le difficoltà tecniche di un importante impianto di esportazione di GNL degli Stati Uniti e il prolungarsi (oltre l'atteso) delle manutenzioni programmate in Norvegia, la Russia ha fornito circa il 15% di tutto il metano importato in Europa a maggio, scavalcando gli USA (14%), che sono da circa due anni il primo fornitore. Le consegne di GNL russo (non gravate da sanzioni o embargo) e le maggiori forniture attraverso la Turchia, in vista della manutenzione del gasdotto programmata a giugno, hanno agevolato l'abituale rifornimento dei depositi in vista dell'estate (generazione di elettricità e picco dei consumi per il condizionamento degli ambienti). Riteniamo che questo sorpasso russo sarà di breve durata perché giustificato da fattori contingenti. A fine anno dovrebbero comunque interrompersi i flussi russi via Ucraina per la volontà di non rinnovare l'accordo sul transito. Restiamo dell'idea che le quotazioni del gas europeo possano registrare una media d'anno inferiore agli attuali livelli, ma una maggiore volatilità. Vediamo più probabili pressioni ribassiste fra fine agosto e l'autunno, e più possibili pressioni rialziste nella stagione invernale.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	17.06.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	663,3	-1,1	9,7	11,4	14,5
WTI (\$)	80,3	-2,9	10,8	11,9	12,1
Brent (\$)	84,3	-3,0	8,1	10,0	9,4
Gas Naturale (\$)	2,8	63,7	11,4	5,9	10,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale: la tensione sul mercato petrolifero resta costante ma il sistema sembra aver metabolizzato il prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera senza generare nuovi eccessi.**

Dopo la tanto attesa decisione OPEC+ che ha sancito il prolungamento dei tagli strutturali all'offerta fino al 2025 ma ha annunciato una progressiva riduzione di quelli volontari, pensiamo che i prezzi petroliferi resteranno sui livelli medio-alti visti negli ultimi mesi, probabilmente senza

registrare nuovi massimi annuali. Un quadro che favorisce il mantenimento del nostro outlook Neutrale, pur sottolineando come, nel breve, i rischi siano sempre più rivolti verso l'alto piuttosto che verso il basso. Il mercato sembra aver metabolizzato la rimodulazione della strategia di contenimento dell'offerta da parte dei produttori e sembra più interessato a capire se il sistema, a partire dall'autunno, sarà in grado di assorbire proprio questo "nuovo eccesso di offerta" che si genererebbe con il ritiro, più o meno celere, delle riduzioni volontarie di produzione. Permangono i disagi sui trasporti, con conseguenze minime sulle forniture del gas naturale liquefatto dal Mar Rosso, visti i volumi di approvvigionamento via gasdotto e via nave dalla Russia. Una situazione che ha consentito il consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico, calmierando la pressione sui prezzi. Immutato anche il clima di tensione e incertezza che grava su petrolio e metano dovuto al protrarsi della crisi in Medio Oriente, che non accenna a diminuire, indipendentemente dalle reali conseguenze negative sulle materie prime. Come più volte detto, il complesso scenario attuale rischia tendenzialmente di favorire un rincaro dei costi energetici nel breve più che ridurli.

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	80,3	80,3	79,0	78,0	75,9	75,9
Brent (\$)	84,3	84,8	85,0	83,0	78,8	78,8
Gas Naturale (\$)	2,8	2,5	3,1	3,4	3,7	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	80,3	81,0	80,0	74,0	74,0	73,0
Brent (\$)	84,3	81,0	80,0	79,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	2,8	3,0	3,2	3,5	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	34,0	26,0	34,0	31,0	28,0	26,0

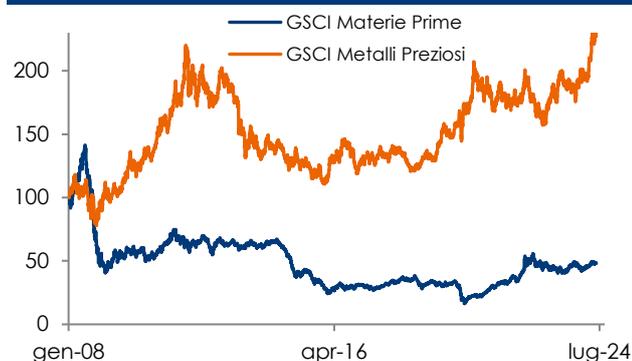
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: spinti dall'avversione al rischio ma frenati dai tassi

**Si complica il quadro sui Preziosi: se l'avversione al rischio degli investitori, alimentata dalle tensioni geopolitiche e dalla volatilità dei mercati, resta un elemento di sostegno, l'incertezza sul taglio dei tassi rende meno certi i rialzi delle quotazioni.**

I Preziosi restano sostenuti da una combinazione di preoccupazioni di mercato e timori geopolitici che continuano a spingere gli investitori a cercare rifugio negli asset più difensivi. A complicare il quadro però resta la rimodulazione delle attese sulle mosse future delle banche centrali, dopo la tornata di riunioni di giugno che ha confermato i timori della vigilia e cioè che sia largamente tramontata l'ipotesi di una generale riduzione del costo del denaro, nelle principali aree economiche, facendo emergere le possibili divergenze. Si è infatti concretizzata la distanza fra BCE e Fed: la prima ha varato il suo primo taglio dei tassi ma lanciando un messaggio decisamente restrittivo che ha smorzato le attese di un ritmo sostenuto di calo del costo del denaro in Europa. Messaggio ancor più restrittivo quello della Fed, che conferma come la riduzione dei tassi sia ormai spostata verso la parte finale dell'anno (probabilmente con un unico taglio). La nuova situazione, appena descritta, ha immediatamente portato a un repentino movimento di apprezzamento del dollaro, che ha conteso ai Preziosi il ruolo di bene rifugio, intercettando parte dell'interesse degli investitori avversi al rischio. Inoltre, i recenti segnali sul fronte della dinamica dei prezzi, pur se confortanti, non paiono rassicurare totalmente: la sensazione è che l'inflazione, pur restando distante dai massimi, non sia del tutto domata e possa rimanere più alta di quanto atteso. Questa prospettiva favorisce la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto. Per concludere, con il mantenimento di un clima di generale incertezza economica e politica, la tensione sul comparto resterà comunque alta, sostenendo il nostro outlook Moderatamente Positivo. Permane un prudente ottimismo per i Preziosi con usi più industriali: il consolidamento dei prezzi è legato, in questa fase, più al sentiment positivo prevalente per il comparto che al reale impiego di questi materiali: auto elettrica, pannelli solari ma anche elettronica vivono un momento di stasi e non esercitano quella pressione manifatturiera che favorirebbe il recupero di questi metalli. Più nel lungo termine, resta valida la prospettiva di un'insufficiente disponibilità futura quando la domanda derivante dalla transizione energetica si farà più robusta.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 17.06.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.704,8	10,7	-7,4	53,8
GSCI Met. preziosi	2.615,2	12,9	26,1	65,1
Oro (\$)	2.317,0	11,6	26,0	71,9
Argento (\$)	29,3	22,0	35,3	95,1
Platino (\$)	968,9	-2,3	3,7	20,8
Palladio (\$)	894,3	-18,7	-50,8	-39,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

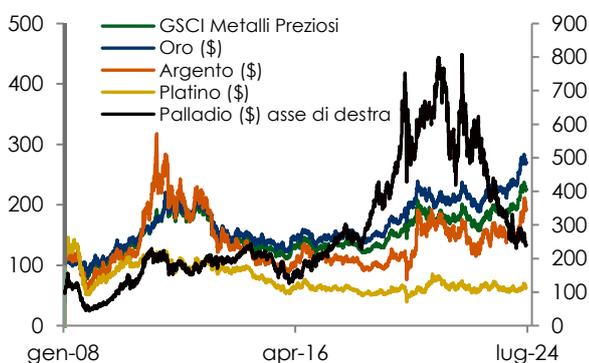
### Consolidano i Preziosi, supportati dall'avversione al rischio sui mercati e dai dubbi sull'effettiva svolta espansiva delle principali banche centrali.

Consolidano le quotazioni dei metalli preziosi, sorretti dalla costante crisi geopolitica, mentre si addensano le incertezze sulla dimensione e il ritmo della riduzione dei tassi di interesse, dopo i messaggi restrittivi e le posizioni parzialmente divergenti espresse da BCE e Fed. Le costanti tensioni geopolitiche e la nuova volatilità dei mercati finanziari restano i principali elementi che continueranno a sostenere i Preziosi. Le banche centrali mondiali dovrebbero proseguire il loro accumulo di oro come riserva ma il ritmo è destinato fisiologicamente a rallentare, pur restando valide le motivazioni della corsa al metallo giallo: la diversificazione delle proprie attività in bilancio ma anche la volontà di ridurre il peso della valuta americana nelle proprie riserve in valuta estera.

L'oro consoliderà su valori alti rischiando di segnare anche nuovi massimi, dividendosi col dollaro statunitense (tornato ad apprezzarsi dopo la Fed di giugno) le preferenze degli investitori avversi al rischio. Sul metallo giallo ha inciso la notizia della fine degli acquisti da parte della banca centrale cinese (PBoC) nel mese di maggio, dopo 18 mesi consecutivi di massiccio accumulo di riserve auree. I motivi dello stop agli acquisti ovviamente non sono noti. La prima ipotesi è che Pechino giudichi troppo alti i livelli attuali dei prezzi; non a caso già in aprile gli acquisti avevano subito un rallentamento, scendendo a 60.000 onche dalle 160.000 di marzo e dalle 390.000 di febbraio. Come molti grandi paesi emergenti, anche la Cina utilizza le riserve in valuta estera per comprare oro, in particolare riducendo l'esposizione al dollaro USA (e ad altre valute estere) a favore del metallo giallo. Di conseguenza, un'altra ipotesi dell'interruzione potrebbe essere che la PBoC abbia raggiunto il suo obiettivo di riduzione dell'esposizione al biglietto verde. La domanda di oro è prevista rafforzarsi nuovamente quando i tagli ai tassi verranno effettivamente implementati, ma proprio l'aumento dell'incertezza sul ritmo e sulle dimensioni dei ribassi sta limitando la pressione rialzista sulle quotazioni del metallo giallo. Anche la dinamica dell'argento ha seguito quella dell'oro, consolidando l'abituale correlazione fra i due metalli ed intercettando, ovviamente in misura minore, l'avversione al rischio degli investitori. Sul fronte industriale, il Silver Institute prevede un aumento dell'8% della domanda di metallo nel prossimo biennio, con gli investimenti nel fotovoltaico, nella rete elettrica e nelle reti 5G, insieme alla crescente produzione di veicoli elettrici, che si confermano i principali comparti di utilizzo. Di fondo continuiamo a pensare che la domanda di argento sia destinata a superare l'offerta, visto il deficit di produzione mineraria in atto: la produzione è infatti ancora lontana dai livelli pre-pandemici, penalizzata dagli scarsi investimenti. Inoltre, appare sempre più evidente che tutto il processo di transizione green che dovrebbe alimentare la domanda sta subendo, in molti dei suoi settori, un deciso rallentamento, con la conseguenza, almeno nel breve, di far mancare quel supporto industriale che ci aspettavamo.

Le performance di platino e palladio restano deboli da inizio anno, in un contesto comunque di rallentamento macroeconomico meno profondo di quanto ci si aspettava. Una situazione che ha finito comunque per incidere negativamente sui risultati del comparto automobilistico, il settore che registra il maggior impiego di questi metalli. Sul fronte dell'offerta, le potenziali interruzioni delle forniture in Sud Africa potrebbero portare a una carenza di platino sul mercato, fornendo sostegno ai prezzi. I valori del palladio dovrebbero invece restare stabili, dato che i tassi di penetrazione dei veicoli elettrici continuano a rimanere stagnanti. Nel breve, manteniamo una visione marginalmente positiva per entrambi; nel medio-lungo termine le norme antinquinamento, che forzeranno il ricambio del parco auto, premeranno al rialzo, ma solo a partire dal 2025, col palladio destinato ad essere l'elemento penalizzato dal progressivo abbandono dei motori a gasolio, rispetto al platino, utilizzato invece nei veicoli a benzina o ibridi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	17.06.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.615,2	7,8	14,6	17,9	12,9
Oro (\$)	2.317,0	7,3	13,9	18,3	11,6
Argento (\$)	29,3	17,0	22,9	21,2	22,0
Platino (\$)	968,9	5,5	1,7	-1,0	-2,3
Palladio (\$)	894,3	-13,7	-24,9	-36,5	-18,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: prevale un certo consolidamento dei Preziosi in questa fase anche se il clima di grande incertezza resta di supporto alle quotazioni.**

Pausa nella corsa rialzista di tutto il comparto e dell'oro, in particolare, fermo su livelli decisamente alti ma distanti dai massimi. In un contesto di forte incertezza e volatilità, gli investitori stanno tornando verso gli asset difensivi, alimentando comunque il rialzo del comparto che resterà caratterizzato da forti oscillazioni in un ampio trading range. Oro e argento accentuano la loro correlazione, in questa fase, consolidando la loro dinamica dei prezzi su livelli medio-alti. A interferire in questa situazione è il ritorno di forza del dollaro USA, un asset direttamente concorrente e in grado di sottrarre flussi di investimenti ai Preziosi, intercettando una parte delle preferenze dei soggetti avversi al rischio. Nei prossimi trimestri, l'oro potrebbe muoversi in un vasto intervallo di scambio, tra i 2.000 e i 2.450 dollari l'oncia, in un contesto di forte volatilità. Confermiamo che lo scenario più probabile resta quello di un consolidamento, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza sui tassi di interesse e da uno scenario geopolitico costantemente surriscaldato.

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.317,0	2.250,0	2.330,0	2.300,0	2.071,5	2.071,5
Argento (\$)	29,3	26,6	27,7	27,9	26,8	26,8
Platino (\$)	968,9	1.000,0	1.050,0	1.100,0	1.200,0	1.200,0
Palladio (\$)	894,3	1.035,0	1.055,0	1.100,0	1.150,0	1.150,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.317,0	2.475	2.445	2.400	2.450	2.600
Argento (\$)	29,3	30,0	31,0	30,7	31,0	33,0
Platino (\$)	968,9	1.000	1.015	1.050	1.100	1.200
Palladio (\$)	894,3	965	975	1.020	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

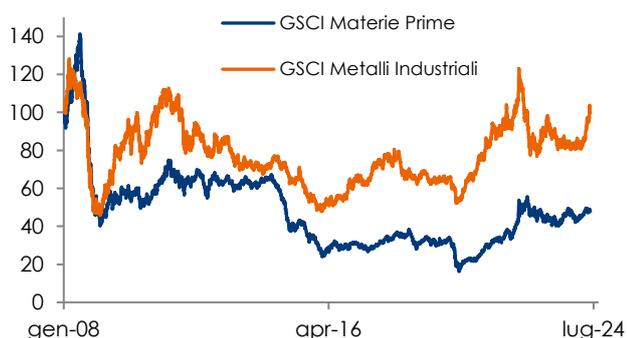
## Metalli industriali: preoccupa il rinvio del calo del costo del denaro

**Resta complicato lo scenario sui metalli anche se consolida il rialzo da inizio anno. Preoccupa il rinvio del calo del costo del denaro, un elemento che ostacola gli investimenti.** Consolida il rialzo di tutti i metalli ma lo scenario di fondo resta ricco di insidie. La tornata di banche centrali di giugno ha sancito quello che la maggioranza degli investitori temeva, ovvero che i tassi di interesse sono destinati a restare alti e più a lungo di quanto atteso in precedenza. L'alto costo del denaro è già da tempo la principale causa del forte calo delle estrazioni minerarie a causa degli scarsi investimenti, col risultato di limitare le forniture e generare un forte squilibrio di mercato. Questo è un aspetto che rischia di aggravare il quadro diluendo invece l'effetto positivo dovuto al minor rallentamento economico che tiene sostenuta la domanda di metalli. Proprio a seguito di questa situazione, le attese sull'inflazione a livello globale restano alte, con gli investitori che hanno iniziato a guardare sempre con maggior interesse alle materie prime industriali come copertura dagli effetti negativi del rincaro dei prezzi. Un altro elemento critico è la reale dimensione della domanda cinese. In Cina le autorità stanno moltiplicando gli sforzi per risolvere la lunga crisi del settore immobiliare, il principale comparto di assorbimento dei metalli. L'obiettivo resta quello di ridurre le scorte di edifici residenziali invenduti o non ultimati, ammorbidendo le norme sull'acquisto di immobili e tagliando i tassi sui mutui, per favorire i nuovi acquirenti. Parimenti, i governi locali metteranno in atto una serie di misure per acquistare gli immobili dalle società intermediarie o dai costruttori, col supporto finanziario erogato tramite una linea ad hoc dalla banca centrale. Un'enorme manovra di riassetto del mercato immobiliare, sostanzialmente finanziata con denaro pubblico, che potrebbe sfiorare circa il 4% del PIL cinese. In conclusione, un quadro complicato che non cessa di destare preoccupazione anche nel medio-lungo termine. Come più volte detto, la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) resta l'elemento critico alla base del nostro scenario di prudente ottimismo sui prezzi del comparto. Il deficit di offerta si sta ampliando costantemente, e continuerà ad esercitare una fortissima pressione rialzista sui prezzi, specie quando la richiesta di metalli e manufatti siderurgici aumenterà come conseguenza della transizione energetica, con possibili riflessi negativi anche sull'inflazione.

**Cina: crescono le azioni a sostegno del ciclo domestico ma permangono le incognite sulla crescita economica.** Permangono i dubbi sulla reale forza del ciclo cinese, specie nella seconda parte del 2024. Certamente, il buon dato sul PIL cinese del 1° trimestre (1,6% congiunturale e 5,3% a/a, in linea col target annuale del Governo che è intorno al 5%), cresciuto più delle attese, ha parzialmente rassicurato gli investitori, anche se non mancano i segnali che mostrano come la domanda interna resti debole. Il PMI manifatturiero cinese è sceso a 49,5 a maggio da 50,4 ad aprile, il PMI del settore dei servizi è salito marginalmente a 50,5, da 50,3 di aprile, ma il PMI delle costruzioni è sceso a 54,4, da 56,3, e al punto più basso da febbraio. I dati arrivano dopo le nuove misure adottate da Pechino per sostenere il settore immobiliare in difficoltà, la cui crisi ha intaccato la fiducia del mercato e ha depresso la propensione al consumo dei cinesi. L'orientamento politico più favorevole, unito a una crescita economica migliore del previsto nel 1° trimestre, ha spinto molte istituzioni a rivedere al rialzo le stime per la Cina. Il Fondo Monetario Internazionale ha recentemente aggiornato le sue previsioni sul PIL relative al 2024, alzandolo al 5,0% dal precedente 4,6%, di fatto allineandosi all'obiettivo del Governo. Lo scorso mese i consumi cinesi hanno registrato la crescita più rapida da febbraio, sfruttando il volano rappresentato dagli acquisti in coincidenza delle festività del Primo Maggio, ma la produzione industriale e gli investimenti sono rallentati. Le vendite al dettaglio sono cresciute di +3,7% a/a a maggio, raggiungendo un massimo di tre mesi, e segnando +4,1% a/a nei primi cinque mesi (mentre le vendite al dettaglio dei servizi sono aumentate di +7,9%). La produzione industriale è salita di +5,6% a/a, frenando rispetto a +6,7% di aprile (l'output industriale ha segnato +6,2% da gennaio a maggio), mentre gli attivi fissi hanno registrato un aumento di +4,0% a/a, moderando la crescita rispetto al 4,2% del periodo gennaio-aprile. Gli investimenti immobiliari sono scesi ulteriormente del 10,1% dopo il precedente calo del 9,8%, segnando il calo maggiore dal febbraio 2020 (-16,3%). C'è attesa per il Comitato Centrale del Partito Comunista che si riunirà a luglio per il cosiddetto Terzo Plenum. In passato, questa riunione è stata foriera di significativi

cambiamenti politici e, in questa fase, ci si aspetta che da essa emerga un messaggio strategico ancora più forte, di sostegno alla crescita, che convinca ulteriormente i mercati. Dal canto suo, la banca centrale cinese ha lasciato invariato il tasso MLF a 2,50% sui finanziamenti a medio termine (per un totale di risorse pari a 182 mld di yuan). Il tasso MLF funge da guida per i tassi di riferimento per i prestiti (LPR) e i mercati utilizzano per lo più il tasso MLF come precursore di qualsiasi modifica dei parametri di riferimento per i prestiti. La riduzione dei margini di interesse e l'indebolimento della valuta continuano a limitare le possibilità di Pechino di allentare ulteriormente la politica monetaria per sostenere l'economia, un elemento che contribuisce ad alimentare i timori sulla forza del ciclo cinese.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 17.06.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.704,8	10,7	-7,4	53,8
GSCI Industriali	1.729,1	8,0	1,5	45,9
Rame (\$)	9.665,5	12,9	7,9	62,5
Alluminio (\$)	2.501,5	4,9	0,1	40,5
Zinco (\$)	2.764,5	4,7	-22,7	6,8
Nickel (\$)	17.467,0	5,2	-32,0	46,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: dopo i massimi annuali di maggio, prosegue lo storno dei prezzi.** Dopo il massimo annuale registrato a maggio, il rame ha iniziato un rapido storno dei prezzi che lo ha riportato sotto la soglia di 10.000. La performance del rame è scesa ancora da inizio anno, pur restando positiva, ma restando sostenuta dai medesimi fattori: la riduzione dell'offerta siderurgica cinese e i timori di un maggior deficit minerario, vista la minor disponibilità di metallo grezzo e concentrati. La domanda di rame in Cina è forte, sostenuta dalla transizione energetica e da misure di stimolo. Si prevede una crescita del consumo globale del 3% quest'anno e del 3,3% nel 2025. Si rinnova il sostegno al settore immobiliare da parte del Governo e della banca centrale ma la sensazione è, ancora una volta, di una probabile sovrastima della reale efficacia nello stimolare la domanda. Per questo motivo, visto lo storno dei prezzi in atto, pensiamo che un consolidamento sugli attuali livelli possa avvenire nel breve per poi lasciar spazio a un blando recupero per fine anno. Nel medio-lungo termine, la domanda di rame per veicoli elettrici, e in generale per il settore dei trasporti, aumenterà del 5% circa nel 2024, a livello globale e l'Agenzia Internazionale dell'Energia ha stimato che occorrerebbe circa un'ottantina di nuove miniere per soddisfare la richiesta di rame per realizzare tutte le infrastrutture elettriche legate alla transizione energetica e alla rivoluzione dei trasporti; ciò rappresenta una prospettiva di forte pressione rialzista sui prezzi.

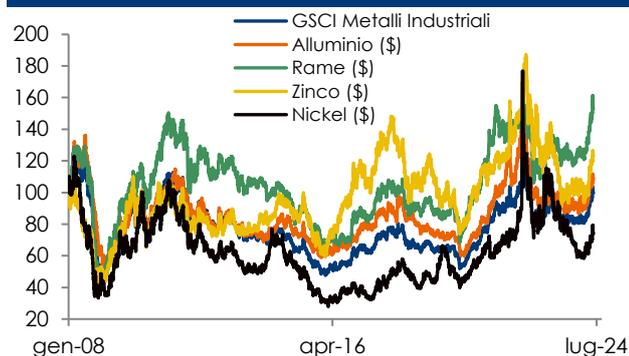
**Alluminio: molti gli elementi che rendono incerto il quadro sull'alluminio.** Come il rame, anche l'alluminio, dopo i massimi annuali di maggio, sta continuando il suo movimento di ribasso. Molti sono però gli spunti di preoccupazione. La scarsa disponibilità di rottami di alluminio, l'aumento dei costi dei container, la domanda lenta negli Stati Uniti e l'attuale indifferenza del mercato statunitense all'aumento dei premi in Europa e Asia che sta alterando gli equilibri di mercato, sono tutti elementi che stanno mettendo in difficoltà l'industria dell'alluminio a livello mondiale. L'offerta di rottami è molto scarsa e non si prevede che migliori a breve; questo rischia di tornare a premere sui prezzi di mercato vista la scarsa offerta mineraria. Se l'offerta è contratta, al contrario la domanda rischia di aumentare rapidamente nel medio-lungo termine, a causa della maggior richiesta che deriverebbe dal generale processo di transizione green. Inoltre, i crescenti costi di trasporto e la scarsa disponibilità di materia prima in Europa e Asia hanno spinto al rialzo i noli e i premi di assicurazione per i trasporti nelle due aree. Le tensioni sul trasporto merci nel Mar

Rosso e i conseguenti ritardi nelle spedizioni hanno acuitizzato una dinamica di rincaro che era già in essere. Un tema, quello del rincaro dei costi, che investe anche l'area nordamericana che vede i trasporti di alluminio (raffinato o rottame, in particolare dal Messico) subire forti rincari e ritardi, a causa della siccità nel canale di Panama. Per concludere, nonostante sul mercato prosegua la contrazione del prezzo, questo non è un segnale di improvviso indebolimento della domanda, o di un repentino aumento della produzione ma solo di un probabile consolidamento dei prezzi, almeno fino a fine anno.

**Zinco: prosegue lo storno dei prezzi ma gli elementi di pressione rialzista restano intatti sul mercato.** Lo zinco ha eroso quasi totalmente la positiva performance che aveva accumulato da inizio anno. Dopo i massimi annuali di metà maggio, è iniziato un deciso storno delle quotazioni, una dinamica comune a tutto il comparto dei metalli. Il deficit di materia prima grezza, dovuto alle chiusure delle miniere in molte aree del mondo, ha ridotto l'offerta di minerale. Questo elemento, combinato con il forte effetto speculativo esercitato sui mercati finanziari, ha aumentato il prezzo dello zinco nei primi cinque mesi di quest'anno. A frenare i rialzi resta la previsione di aprile dell'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) che, pur confermando che la domanda globale di zinco raffinato aumenterà ancora nel 2024, il mercato registrerà probabilmente un surplus di 56.000 tonnellate nel 2024, un dato che però sta subendo costanti revisioni al ribasso. La Cina manterrà il suo ruolo di player dominante del comparto, contribuendo al 49% della produzione mondiale, con un'offerta di zinco raffinato destinata a salire del 4,5% nel 2024. Le difficoltà del settore immobiliare in Cina hanno esercitato una pressione al ribasso sulla domanda di tutti metalli industriali: rame, alluminio, zinco, nickel ed acciaio. Gli investitori attendono di capire se le nuove misure annunciate a metà maggio, tra cui l'invito all'acquisto da parte degli enti locali (con linee di credito ad hoc della People's Bank of China) delle case la cui costruzione è stata completata (o in via di ultimazione), possano rilanciare il settore immobiliare del Paese. La sensazione però è che tutti questi elementi di tensione possano premere sul mercato, e questo conferma il nostro scenario di possibile recupero delle quotazioni.

**Nickel: prosegue il calo dei prezzi ma la dinamica ribassista potrebbe essere vicina ad esaurirsi.**

I prezzi globali del nickel potrebbero essere vicini ad aver concluso il loro movimento di storno, originatosi dopo i massimi annuali di metà maggio. La ripresa del mercato potrebbe essere guidata dalla forte domanda del settore siderurgico e dalla riduzione dell'enorme surplus di forniture di minerale dall'Indonesia, dopo il giro di vite sulla concessione di nuovi permessi estrattivi che dovrebbe ridurre le produzioni. Le autorizzazioni minerarie in Indonesia, il principale produttore di materia prima, hanno subito ritardi di concessione o sono state annullate, causando un calo delle scorte di minerale nelle fonderie e costringendo alcune aziende a importare materia prima dalle Filippine. Il governo indonesiano ha approvato quote di produzione, note come RKAB, per circa 240 milioni di tonnellate di minerale di nickel all'anno, per i prossimi tre anni. Un valore molto alto ma che, in teoria, non sarebbe sufficiente a soddisfare la domanda di minerale di 260 milioni di tonnellate stimata dall'Indonesian Nickel Miners Association (APNI) per quest'anno. I dati al 31 maggio indicano che solo circa 220 milioni di tonnellate di produzione annuale hanno ottenuto il via libera normativo, per il 2024, una cifra inferiore anche al plafond totale previsto (240 milioni di tonnellate), generando carenze nelle fonderie e una fortissima erosione delle scorte. Il tutto in un contesto in cui salgono i vincoli e le limitazioni ambientali che scoraggiano qualsiasi nuova iniziativa da parte dei principali operatori del settore. Questo quadro complicato vede, nel breve, un consolidamento dei prezzi, mentre restano invece intatti i timori sul medio-lungo termine, quando è probabile che da uno stato di eccesso di offerta si passi a uno di deficit, con decise pressioni rialziste sulle quotazioni.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	17.06.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.729,1	6,6	10,7	7,8	8,0
Rame (\$)	9.665,5	6,3	13,9	12,8	12,9
Alluminio (\$)	2.501,5	9,8	9,6	10,1	4,9
Zinco (\$)	2.764,5	9,7	9,0	11,6	4,7
Nickel (\$)	17.467,0	-2,3	5,8	-24,2	5,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale da Moderatamente Negativo nel breve termine e riconferma della probabile pressione rialzista nel lungo periodo.**

Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine, anche se il rialzo da inizio anno resiste e le attese sui prezzi delle singole componenti sono di consolidamento su livelli alti; un quadro che sostiene il nostro outlook Neutrale nell'immediato. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora resta valido e lo avevamo già segnalato lo scorso mese, al netto del movimento di rincaro eccessivo a cui stavamo assistendo e vista l'eterogeneità degli elementi che lo stavano alimentando. Prosegue il rincaro dei costi produttivi, complice il recupero del petrolio, in un quadro di tensioni geopolitiche costanti che alimentano anche la speculazione finanziaria. Immutate le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale è ormai cronico nel comparto dei metalli (miniere, raffinazione, manifattura) e la nuova rimodulazione delle aspettative sui tassi, che allontana ulteriormente il calo del costo del denaro, alimenta il deficit di offerta. Questa situazione finirà per scontrarsi col probabile rialzo atteso della domanda, generato dalla svolta ecologica, col rischio di acuire lo squilibrio già presente sul mercato fisico di molti metalli. Solo uno strutturale rialzo dei prezzi (guidato però da fattori fondamentali e non dalla speculazione) potrà stimolare la creazione di nuova offerta, ma le condizioni di accesso al credito dovranno essere più favorevoli, vista l'onerosità di questo tipo di iniziative e la dimensione degli investimenti necessari.

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.665,5	9.330	9.455	9.800	9.760	9.760
Alluminio (\$)	2.501,5	2.350	2.450	2.525	2.600	2.600
Zinco (\$)	2.764,5	2.600	2.600	2.641	2.700	2.700
Nickel (\$)	17.467,0	17.168	17.285	17.648	18.150	18.150

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.665,5	9.670	9.900	9.900	10.100	10.500
Alluminio (\$)	2.501,5	2.500	2.560	2.570	2.620	2.800
Zinco (\$)	2.764,5	2.810	2.900	2.930	2.945	3.000
Nickel (\$)	17.467,0	17.600	17.830	18.000	18.125	19.000

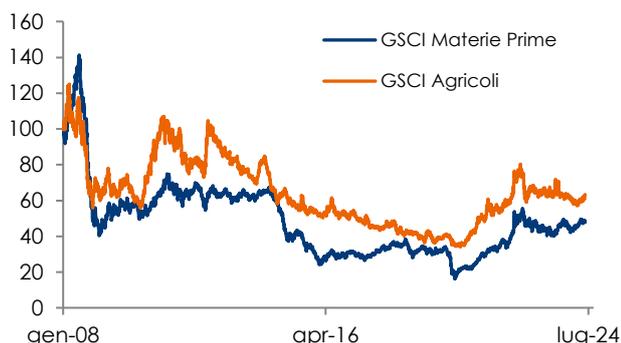
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: continua il calo ma restano le tensioni sui coloniali

**Rallenta il comparto agricolo, frenano soprattutto le granaglie (da inizio anno) mentre resta forte la pressione sulle soft commodity, che continuano a subire gli effetti negativi delle tensioni sui trasporti.**

Rallenta il comparto degli Agricoli a causa dei ribassi sulle granaglie, mentre non mancano le pressioni sui coloniali. Mais, frumento e soia consolidano il negativo da inizio 2024, mentre il persistere delle tensioni in Medio Oriente continua ad essere al centro del quadro delle materie prime agro-alimentari. Il mercato ha ovviamente metabolizzato lo shock iniziale sulle quotazioni ma permane comunque una certa pressione rialzista, di fondo, in particolare sul sottocomparto delle soft commodity. Il rincaro dei noli marittimi per il trasporto di granaglie e derrate alimentari è ormai incorporato nei prezzi. Si fa strutturale l'impatto dei disagi nei trasporti navali che transitano nel basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb) sui prodotti agricoli coloniali in arrivo dal Sud Est asiatico e diretti nei porti e nei mercati del Mediterraneo, rispetto invece ai cereali (ad esclusione del riso, che non è una soft commodity ma le cui principali aree di coltivazione sono ad Oriente). Un quadro che di fatto è immutato nei suoi elementi critici ma che continua ad esercitare pressione su una parte del comparto agricolo. Nel breve termine confermiamo come i rischi geopolitici, i timori per le sfavorevoli condizioni climatiche ma, soprattutto, la speculazione finanziario-commerciale (il vero elemento di tensione sulle quotazioni, che trae vantaggio dall'incertezza delle forniture) mantengano alti i prezzi al dettaglio degli alimenti rispetto al reale prezzo pagato all'origine della fornitura. Nel medio-lungo termine, sono sempre i timori sul cambiamento climatico a minacciare i principali produttori agricoli globali, rappresentando il vero elemento di squilibrio per il mercato alimentare mondiale.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 17.06.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.704,8	10,7	-7,4	53,8
GSCI Agricoli	511,3	-0,3	-18,9	40,0
Mais (\$ cent)	443,8	-5,8	-43,4	-1,3
Frumento (\$ cent.)	591,5	-5,8	-42,8	11,3
Soia (\$ cent)	1.157,8	-10,5	-32,0	26,7
Cotone (\$ cent)	69,9	-13,7	-51,2	7,1
Cacao	9.659,0	130,2	304,7	286,4
Zucchero	19,0	-7,8	2,0	49,9
Caffè (arabica)	227,2	20,6	-0,2	136,5
Caffè (robusta)	4.163,0	36,7	101,6	207,0

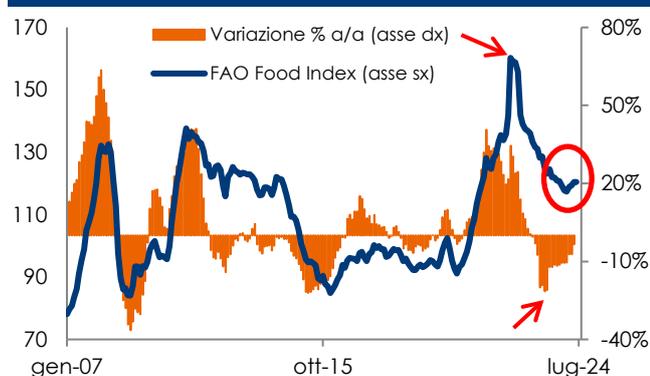
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: l'indice dei prezzi alimentari sale anche a maggio.** L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è salito, a maggio, per il terzo mese consecutivo: +0,9% m/m, pur rimanendo negativo rispetto alla rilevazione di maggio 2023: -3,4% a/a. L'indice si attesta ad un valore medio di 120,4 punti, +1,3 punti rispetto ai 119,1 di aprile, soprattutto grazie agli aumenti dei prezzi di cereali e prodotti lattiero-caseari che hanno compensato il calo delle quotazioni di zucchero e oli vegetali. Rispetto ad aprile, l'indice dei prezzi dei cereali ha messo a segno un rialzo del 6,3%, spinto dall'aumento dei prezzi all'esportazione del grano a livello mondiale, una conseguenza delle condizioni meteorologiche avverse che hanno inciso sulla resa dei raccolti nelle principali regioni produttive, tra cui alcune parti dell'America settentrionale, dell'Europa e dell'area del Mar Nero. Rincara il mais, per l'effetto congiunto dei timori di un calo della produzione, sia in Argentina (la diffusione dello Spiroplasma, un parassita del mais, ne ha compromesso la crescita vegetativa), che in Brasile, colpito da condizioni climatiche sfavorevoli, a cui si è sommata la limitata attività di export dall'Ucraina. Torna a salire anche il prezzo di tutte le varietà di riso: +1,3%. Salgono anche i prezzi dei prodotti lattiero-caseari (+1,8%), sostenuti dalla crescente domanda, in vista delle vacanze estive, da parte dei settori della vendita al dettaglio, dell'accoglienza e della ristorazione. Una dinamica che si somma alle aspettative di mercato che ipotizzano invece

un possibile calo della produzione di latte, specie in Europa occidentale. Scende lo zucchero, -7,5% m/m, soprattutto a causa della pressione esercitata dalle stime ottimistiche sul raccolto in Brasile. Anche la frenata dei prezzi del greggio ha concorso ad abbassare la domanda di biocombustibili, togliendo pressione ai prezzi dello zucchero. Calano gli oli vegetali (-2,4% m/m): la contrazione delle quotazioni dell'olio di palma, frutto degli aumenti stagionali della produzione, e la persistente bassa domanda globale hanno più che compensato gli incrementi dei prezzi dell'olio di soia, degli oli di colza e di girasole. Marginale il calo dell'indice dei prezzi della carne (-0,2% m/m), dovuto alla flessione delle quotazioni internazionali della carne avicola e bovina, a fronte di un recupero dei prezzi della carne suina e ovina.

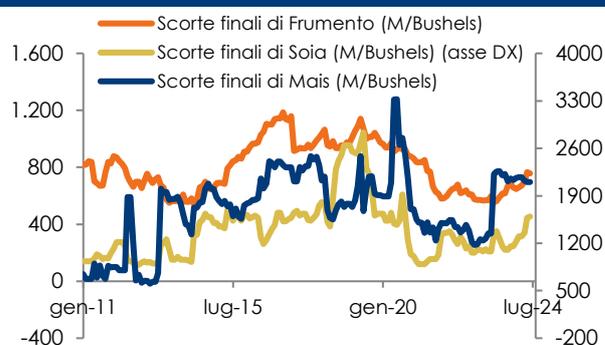
**FAO: si confermano le previsioni sulla produzione mondiale di cereali anche per la nuova stagione.** Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda di cereali di giugno, la FAO ha pubblicato la sua prima previsione per la stagione 2024/ relativa alla produzione cerealicola mondiale, che dovrebbe attestarsi a circa 2.846 milioni di tonnellate, praticamente lo stesso livello record realizzato nella stagione 2023/24. La FAO segnala che la produzione mondiale di mais e grano dovrebbe diminuire, mentre le produzioni di orzo, riso e sorgo potrebbero invece migliorare. Lo scenario, tuttavia, sarebbe influenzato dalle recenti condizioni climatiche avverse, osservate in particolare nella regione del Mar Nero, che, con tutta probabilità, incideranno negativamente sull'offerta mondiale di grano. L'utilizzo globale di cereali nel 2024/25 si attesterebbe a un nuovo record di 2.851 milioni di tonnellate, grazie all'aumento del consumo alimentare, soprattutto di riso. Le scorte mondiali di cereali sono attese (2024/25) al livello record di 897 milioni di tonnellate e il rapporto mondiale tra riserve e utilizzo di cereali dovrebbe mantenersi al 30,9%. La FAO stima incrementi delle riserve per mais, orzo, sorgo e riso, mentre non si esclude un calo delle scorte di grano. Gli scambi commerciali, a livello globale, raggiungeranno un volume totale di 481 milioni di tonnellate annue, in calo dell'1,3% rispetto al 2023. LA FAO stima un calo del commercio del mais e una forte crescita degli scambi internazionali di riso.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

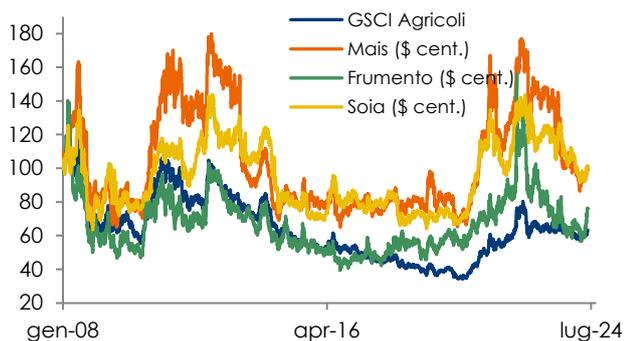


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (maggio 2024)

**WASDE: il report di maggio segnala ancora pressione sul frumento e meno su mais e soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la nuova stagione 2024/25, confermando una certa pressione sul frumento e maggior stabilità per mais e soia. Secondo le nuove previsioni dell'USDA per la stagione 2024/25, la produzione globale di **mais** è prevista salire ancora ma marginalmente, con aumenti per Ucraina e Zambia parzialmente compensati da una riduzione per la Russia, ed attestarsi a 1.220,5 milioni di tonnellate (poco sopra i precedenti 1.219,9 milioni). L'area coltivata a mais è aumentata in Ucraina e Zambia ma è diminuita per la Russia. Infine, la produzione globale di cereali secondari per il 2024/25 (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e

segale) è prevista in calo di 1,4 milioni di tonnellate, attestandosi a 1.511 milioni di tonnellate. Il consumo mondiale aumenterà meno dell'1% nella stagione 2024/25, restando al livello record di 1.222 milioni di tonnellate (dai precedenti 1.221 milioni), con maggiori esportazioni di mais per Ucraina e Tanzania e una riduzione per la Russia. Le importazioni sono invece aumentate per Malawi, Zambia e Mozambico. Le scorte finali di mais si attestano a 310,8 milioni di tonnellate, riflettendo principalmente le riduzioni dovute al Sud Africa, alla Russia e alla Tanzania. Le nuove previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2024/25 vedono una generale riduzione di scorte, consumi e scambi commerciali. La produzione mondiale di grano è vista a 790,7 milioni di tonnellate, in calo dalla precedente stima di 798,1 quest'anno, poiché le significative riduzioni della produzione per Russia, Ucraina e UE sono solo in parte compensate dalle maggiori scorte iniziali globali. La produzione russa è calata di 5,0 milioni di tonnellate a 83,0 milioni: il clima caldo e secco delle ultime settimane, dopo le gelate di maggio, ha ridotto le prospettive di resa del raccolto. In Ucraina, la produzione è diminuita di 1,5 milioni di tonnellate a 19,5 milioni, sostanzialmente per le medesime condizioni climatiche. Per la UE il calo è di 1,5 milioni di tonnellate a 130,5 milioni, dopo che il clima umido prolungato in Francia ha inciso sulla maturazione delle spighe e ridotto il potenziale di resa del raccolto. Il consumo mondiale per il 2024/25 diminuirà di 4,3 milioni di tonnellate a 798,0 milioni, principalmente a causa del minore utilizzo per mangimi e altre attività non alimentari in UE, Russia e Ucraina. Con la riduzione delle scorte globali e l'aumento dei prezzi, il grano per uso zootecnico sta diventando meno competitivo in alcuni paesi. Anche il commercio mondiale è stimato in calo di 3,2 milioni di tonnellate a 212,8 milioni, poiché le minori esportazioni da Russia e Ucraina sono solo in parte compensate dagli aumenti di UE e Stati Uniti. Le scorte finali globali previste per il 2024/25 vedranno un calo di 1,3 milioni di tonnellate a 252,3 milioni, principalmente a causa delle scorte ridotte nella UE. Infine, sul mercato della **soia** le prospettive per il 2024/25 mostrano un calo generalizzato delle scorte, sia iniziali che finali, e una marginale contrazione dell'offerta di semi. Le scorte iniziali più elevate per gli Stati Uniti sono compensate da scorte inferiori per Brasile e Paraguay. Le scorte finali di soia sono attese diminuire di 0,6 milioni di tonnellate, attestandosi a 127,9 milioni (in riferimento ovviamente alla stagione precedente 2023/24). La produzione di soia globale è vista calare a 685,8 milioni di tonnellate dai precedenti 687 milioni principalmente, nella stagione 2024/2025, a causa della minore produzione da Australia (minori aree coltivate) e Unione Europea (minor resa del raccolto francese).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	17.06.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	511,3	1,3	-1,1	-13,8	-0,3
Mais (\$ cent.)	443,8	1,8	-7,0	-30,7	-5,8
Frumento (\$ cent.)	591,5	9,0	-4,1	-14,0	-5,8
Soia (\$ cent.)	1.157,8	-2,5	-12,8	-21,1	-10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale: frenano le granaglie mentre permane la tensione sulle soft commodity.** Benché non sia cambiato il quadro di volatilità e incertezza legato alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, il mercato ha metabolizzato questa situazione, limitandone i contraccolpi sul comparto agricolo, che vede quindi ridursi la performance da inizio anno. Non sembra sfumare la pressione sui prezzi delle principali soft commodity in arrivo dal Sud Est asiatico, così come appare invariato l'impatto sull'export dei prodotti agro-alimentari finiti, o freschi, dall'Europa verso i mercati asiatici di sbocco. Il rincaro dei costi di trasporto e l'allungamento dei tempi di consegna restano ma il

sistema commerciale ha reagito aumentando la propria efficienza. Quello che resta decisamente forte è la speculazione finanziaria che scommette su incertezza e difficoltà nelle forniture e preme con forza sui prezzi, in particolare dei coloniali. Il nostro approccio resta Neutrale; pensiamo che il grosso dei rialzi sia avvenuto ma è evidente che un ulteriore aumento delle tensioni in Medio Oriente rischierebbe di tornare a generare nuovi rincari per tutto il comparto agricolo e, in particolare, per le soft commodity. Immutato il quadro previsivo di medio-lungo termine: gli effetti negativi del cambiamento climatico restano il maggior rischio che investe le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti, riducendo l'offerta e rincarando i prezzi. Confermato il quadro sulle soft commodity: pensiamo che il consolidamento in atto, su livelli molto alti, possa continuare viste le costanti difficoltà di trasporto nel Mar Rosso, dopo il breve storno fisiologico delle scorse settimane. Nel medio-lungo periodo, anche per i coloniali, sono le conseguenze del cambiamento climatico il maggior rischio rialzista per le quotazioni.

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

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	17.06.24	2024	2024	2025	2025	2026
Mais (cent. \$)	443,8	448,0	440,0	439,0	507,5	507,5
Frumento (cent. \$)	591,5	590,0	578,8	579,9	643,6	643,6
Soia (cent. \$)	1.157,8	1.225,0	1.200,0	1.182,5	1.330,0	1.330,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	17.06.24	2024	2024	2025	2025	2026
Mais (\$ cent.)	443,8	452	458	460	465	475
Frumento (\$ cent.)	591,5	615	608	610	615	630
Soia (\$ cent.)	1.157,8	1.185	1.190	1.195	1.200	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

### Soft commodity

Consolida il rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity, le materie prime agricole ancora investite dagli effetti negativi della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso. Non si stabilizza il volume dei transiti navali dei prodotti dal Sud Est Asiatico verso i porti del Mediterraneo, generando ancora tensioni sulle forniture e volatilità nei prezzi.

#### Cotone: prosegue la frenata del cotone, le stime sulla nuova stagione tolgono pressione ai prezzi.

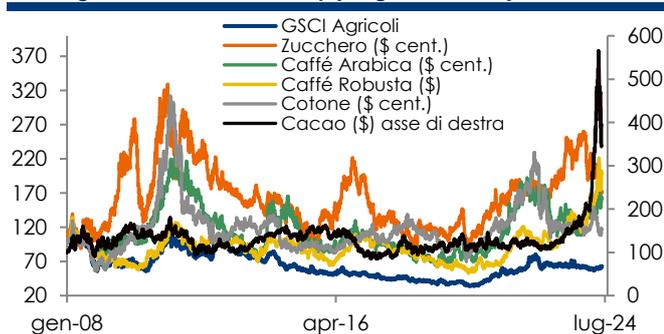
Il WASDE di giugno stima per la stagione 2024/25 del cotone aumenti generalizzati per le scorte, la produzione e il consumo, mentre i volumi del commercio mondiale dovrebbero rimanere invariati, complice il calo dei prezzi. Le scorte finali mondiali sono previste in aumento di 480.000 balle rispetto a maggio, a 83,5 milioni. La previsione per la produzione è aumentata di 90.000 balle grazie all'aumento della resa e alle maggiori aree poste a coltura in Birmania. Il consumo è aumentato di 80.000 balle con aumento della domanda per Vietnam e Birmania che hanno compensato le marginali riduzioni di altri consumatori. Nel suo recente report sul mercato del cotone l'ICAC, l'International Cotton Advisory Committee, prevede un aumento del 3% delle aree mondiali di coltura del cotone, per un totale di 32,85 milioni di ettari, con una produzione prevista in aumento di poco più del 2,5% a 25,22 milioni di tonnellate. Si prevede inoltre che il consumo aumenterà del 2,9% a 25,37 milioni di tonnellate e che il commercio globale crescerà di quasi il 4% per un ammontare di 9,94 milioni di tonnellate. Un insieme di elementi che toglie pressione ai prezzi e ne agevola il consolidamento.

#### Zucchero: prezzi volatili, pesa l'incertezza che deriva dai dati sul nuovo raccolto in Brasile.

La scorsa settimana UNICA (Brazilian Sugarcane Industry and Bioenergy Association), l'associazione che raggruppa i rappresentanti dell'industria della lavorazione della canna da zucchero in Brasile, ha segnalato che la produzione di zucchero del Brasile per il raccolto 2024/25 (dati fino a maggio) è cresciuta dell'11,8% anno su anno a 7,837 milioni di tonnellate. Inoltre, la percentuale di canna da zucchero frantumata per la produzione di dolcificante è salita al 47,88% dal 46,68% dell'anno scorso. Sempre secondo UNICA, gli stabilimenti nella principale area di coltivazione del Brasile, la regione Centro-Sud, hanno lavorato 45,2 milioni di tonnellate di canna da zucchero nella seconda metà di maggio. Infine, UNICA riconferma i timori sulla resa del raccolto poiché la recente siccità ha sollevato molti dubbi sulla qualità della canna presente nei campi brasiliani.

Secondo UNICA, i raffinatori stanno lavorando una canna di qualità inferiore che, a causa della mancanza del corretto apporto d'acqua, non ha completato il ciclo di maturazione, sviluppando una percentuale zuccherina inferiore. Ciò nonostante, la maggior parte delle previsioni di mercato prevede che il Brasile utilizzi una quantità record di canna per produrre dolcificante in questa stagione, a scapito dell'etanolo, visto il consolidamento del prezzo del petrolio. Solo ad aprile, la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia brasiliana del Ministero dell'Agricoltura, aveva diffuso le nuove stime per la produzione di zucchero del Brasile nel 2024/25, attesa in crescita del +1,3% a/a, al record di 46,292 milioni di tonnellate, mentre la superficie coltivata era stimata in aumento del +4,1% a 8,7 milioni di ettari, nuovo massimo degli ultimi sette anni. Un quadro che supporta il nostro scenario di sostanziale stabilità dei prezzi nel breve termine.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	17.06.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	511,3	1,3	-1,1	-13,8	-0,3
Cotone	69,9	-26,0	-11,6	-14,1	-13,7
Cacao	9.659,0	20,5	127,6	203,0	130,2
Zucchero	19,0	-14,2	-13,7	-28,2	-7,8
Caffè (arabica)	227,2	24,2	12,6	22,9	20,6
Caffè (robusta)	4.163,0	23,5	45,7	48,9	36,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Caffè: rallentano i prezzi ma la tensione rialzista, generata dalla speculazione finanziaria, resta forte.

Nonostante si susseguano le stime ottimistiche sul raccolto brasiliano di caffè, le tensioni sui trasporti dal Sud Est Asiatico alimentano la speculazione. Nonostante la parziale frenata dei prezzi di entrambe le varietà di caffè, le posizioni lunghe nette sia sulla qualità Robusta che su quella Arabica continuano a formarsi e a prevalere sul mercato. Indice che gli speculatori continuano a scommettere sulle difficoltà di approvvigionamento, parzialmente confermate dalla brusca frenata delle esportazioni di Robusta dal Vietnam, nel mese di maggio. Di fondo, non ci sono infatti nuovi aggiornamenti sul mercato; i recenti dati pubblicati da CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), che riportano la seconda stima ufficiale del raccolto brasiliano 2024/25, iniziato a marzo e che si concluderà a settembre, risalgono solo al 23 maggio scorso. La produzione di caffè in Brasile è vista in crescita del 6,8% rispetto al 2023/24. La stima indica un raccolto di 58,81 milioni di sacchi, circa 800.000 in più rispetto alla prima stima diffusa a gennaio. La produzione di Arabica è stimata in 42,1 milioni di sacchi (+1,4 milioni di sacchi), +8,2% rispetto a un anno fa, con la resa per ettaro che raggiungerà i 27,7 sacchi, in crescita del 5,9% a/a, per un totale di superficie coltivata pari a 1,52 milioni di ettari, in parziale espansione (+2,2%) sull'annata precedente. La produzione di Robusta è vista a 16,71 milioni di sacchi, -600.000 sacchi rispetto alla prima stima del raccolto di gennaio, pur rappresentando un incremento complessivo del 3,3% rispetto alla scorsa stagione. La produttività raggiungerà i 43,6 sacchi per ettaro (+4,5%) per una superficie coltivata di circa 383.600 ettari, in calo dell'1,1% rispetto alla scorsa annata. Ancora una volta, il quadro sui fondamentali del raccolto brasiliano è compatibile col nostro profilo previsivo di consolidamento per l'Arabica e di parziale frenata dei prezzi per la varietà Robusta. Resta però chiaro che, nel brevissimo termine, le tensioni generate dalla speculazione finanziaria potrebbero provocare ampie oscillazioni di prezzo difficilmente prevedibili.

**Cacao: dopo il fisiologico storno dei prezzi di maggio, il deciso rimbalzo seguito a giugno ha quasi azzerato i ribassi mensili.** Se il livello eccessivo raggiunto dalle quotazioni del cacao ha favorito il fisiologico storno delle quotazioni di maggio, il mese di giugno ha visto tornare la pressione rialzista e concretizzarsi un deciso rimbalzo dei prezzi che quasi annulla la performance negativa mensile. A favorire il forte recupero dei prezzi le notizie in arrivo dai due principali

produttori di cacao africani. Gli stabilimenti di lavorazione dei semi di cacao, in Ghana e Costa d'Avorio, hanno interrotto parte delle loro produzioni nell'ultima settimana, a causa dell'elevato costo della materia prima grezza, favorendo il movimento di recupero di questo inizio mese, dopo la debolezza di maggio. Le cause principali che favoriscono il rincaro del cacao sono le tensioni e le incertezze che riguardano i volumi, i tempi e la qualità delle forniture dall'Africa. Le condizioni meteorologiche avverse in Ghana e Costa d'Avorio e le malattie delle piante hanno inciso su entrambi i fattori, riducendo la quantità dei raccolti e abbassandone la qualità. Le preoccupazioni sulle forniture si erano attenuate nella prima parte di maggio, e i prezzi erano scesi del 25%, con un calo brusco e repentino. Con l'inizio di giugno, il flusso di notizie ha invece di nuovo riacceso i timori per le consegne. Dopo la sospensione temporanea delle lavorazioni, il Ghana ha comunicato di voler posticipare una parte delle spedizioni previste per quest'anno alla prossima stagione, per un ammontare massimo di circa 350.000 tonnellate di fave di cacao, a causa dello scarso raccolto in corso che non consente di rispettare i contratti. Dopo il rimbalzo delle quotazioni e visto il quadro dei fondamentali, pensiamo che il cacao, concluso il recupero in atto, possa nuovamente stornare nel breve termine. Nel medio-lungo è invece più probabile una riduzione più ampia delle quotazioni che porti a una maggior normalizzazione del mercato.

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	69,9	83,5	81,3	80,5	86,8	86,8
Cacao	9.659,0	8.000	7.000	7.863	5.300	5.300
Zucchero	19,0	21,4	21,5	20,5	21,5	21,5
Caffè (arabica)	227,2	200,0	205,0	204,6	220,0	220,0
Caffè (robusta)	4.163,0	3.100	2.950	2.580	3.175	3.175

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 17.06.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	69,9	70	74	74	75	76
Cacao	9.659,0	9.500	8.200	7.900	7.000	5.500
Zucchero	19,0	20,5	20,5	20,5	20,5	20,8
Caffè (arabica)	227,2	240	230	220	220	220
Caffè (robusta)	4.163,0	4.000	3.845	3.800	3.750	3.750

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 da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 29.05.2024.

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

## Certificazione Analisti

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

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

## Note metodologiche

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

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

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

### Intesa Sanpaolo Research Department - 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