

Mensile Materie Prime

Le Commodity attendono il calo del costo del denaro

Energia: outlook Mod. Positivo; consumi, tagli e tensioni sosterranno il petrolio

Gli effetti dell'estensione dei tagli produttivi OPEC+ fino al 30 giugno si stanno già facendo sentire. La performance da inizio anno del comparto Energia e di entrambi i contratti, WTI e Brent, è largamente positiva. Gli USA vedono salire i consumi domestici e sono costretti a rimpinguare le scorte strategiche. La Cina non stupisce col suo recupero economico ma continua a comprare petrolio, premendo al rialzo sui prezzi. Un quadro che ci spinge ad affermare che non c'è nessuna ragione che possa ridurre la tensione sul mercato petrolifero, almeno nel breve termine.

Metalli preziosi: outlook mod. Positivo, focus sul taglio dei tassi

Tutti gli elementi dello scenario sui Preziosi sono visti amplificare i propri effetti a favore del comparto: l'auspicato calo dei tassi di interesse appare imminente, il deprezzamento del dollaro statunitense è in atto (seppur lentamente), l'inflazione resta sotto controllo, ma sempre su valori ancora alti, e le tensioni geopolitiche sembrano aumentare e non diminuire. L'oro si manterrà in un intervallo di prezzo mediamente alto e non escludiamo la possibilità anche di nuovi massimi.

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

Previsione immutata per i Metalli, che ci vedono confermare una fase di consolidamento per la maggior parte del comparto (almeno per questa prima parte del 2024), rimandando il recupero alla seconda metà dell'anno, col rischio che possa slittare nel 2025. Uno scenario che è solo parzialmente mitigato dalle aspettative circa gli effetti positivi che potrebbero scaturire da una più decisa implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, effetti divergenti fra cereali e coloniali

Riconfermiamo ancora il nostro scenario di moderato rialzo, nel breve, complice l'aumento delle tensioni in Medio Oriente che rischiano di generare ulteriori rincari (in gran parte speculativi) su tutti gli Agricoli. Si rafforza l'impatto della crisi nel Mar Rosso sui "coloniali" (che per primi hanno reagito all'incertezza su forniture e costi di trasporto), i cui prezzi dovrebbero consolidare al rialzo.

Soft Commodity:

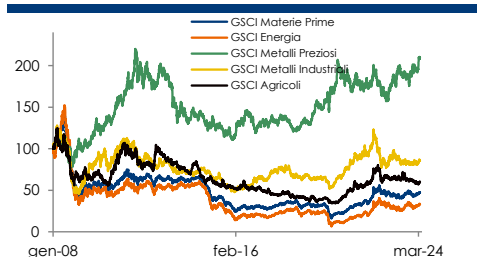
- Cotone:** persistono i disagi sui trasporti che rallentano le forniture verso l'Europa.
- Zucchero:** possibile consolidamento dopo i rincari di inizio anno.
- Caffè:** la speculazione sul caffè (Robusta), dovuta ai rischi sui trasporti, potrebbe esaurirsi.
- Cacao:** il rialzo appare eccessivo, non escludiamo un ridimensionamento dei prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore 26.03.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.648,5	9,0	-8,5	43,8
GSCI Energia	661,0	14,1	-5,4	38,6
GSCI Met. Preziosi	2.437,2	5,2	9,0	57,2
GSCI Met. Industriali	1.592,8	-0,5	-26,6	24,9
GSCI Prod. Agricoli	511,9	-0,2	-18,9	50,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 26.03.2024

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

27 marzo 2024 - 15:19 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

27 marzo 2024 - 15:25 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Mar.	Feb.
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

(%)	2024	2023
WTI	13,9	-10,7
Brent	12,0	-10,3
Gas naturale	-37,4	-43,8
Gasolio	8,9	-18,5
Oro	5,1	-0,7
Argento	1,6	-7,7
Rame	3,5	-12,1
Alluminio	-3,4	2,2
Zinco	-9,4	-44,7
Nickel	0,2	-9,3
Mais	-8,2	-20,7
Frumento	-13,5	-14,9
Soia	-7,3	2,7
Caffè (arabica)	-0,1	63,0
Cotone	15,3	0,0

Fonte: Bloomberg; dati al 26.03.2024

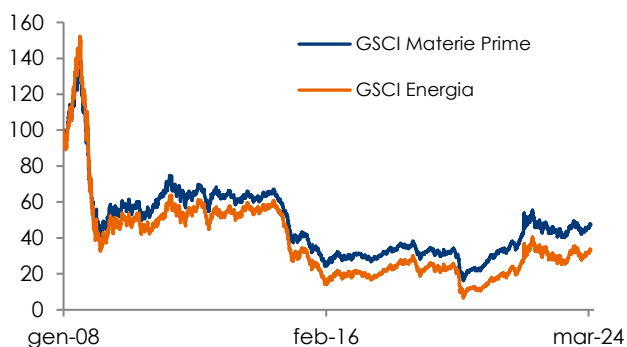
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.03.2024 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: consumi, tagli produttivi e tensioni sosterranno il petrolio

Commodity: rallentamento economico e attesa per la riduzione del costo del denaro restano gli elementi chiave per le materie prime. Lo scenario macroeconomico globale resta improntato a un moderato rallentamento economico caratterizzato da un lento processo di disinflazione, ma permangono numerosi rischi sul fronte monetario, geopolitico e climatico. Se la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea sembrano ormai prossime ad attuare il primo taglio dei tassi di interesse, auspicabilmente verso giugno, con l'obiettivo di ridurre il costo del denaro almeno di 75 punti base entro la fine dell'anno, non appaiono sopiti i rischi inflazionistici, complici i prezzi delle commodity ancora superiori ai livelli pre-Covid. Il tutto all'interno di un quadro generale che vede amplificarsi, e non ridursi, le tensioni geopolitiche e aggravarsi le difficoltà sui trasporti logistici attraverso il Mar Rosso, il Mar Nero e il Canale di Panama. L'insicurezza per le navi commerciali in transito nella parte meridionale del Mar Rosso continua a incidere sul commercio globale col costo delle spedizioni, tra Asia ed Europa, che è certamente aumentato. La scelta di molte compagnie navali di dirottare i traffici commerciali circumnavigando l'Africa ha fatto lievitare i prezzi di molte materie prime in ingresso nei mercati europei, in particolare le soft commodity in arrivo dal Sud Est asiatico, e rincarato le spedizioni di alcuni prodotti finiti, anche freschi, del comparto agro-alimentare, esportati verso i mercati asiatici. I rischi economici maggiori si concentrano sull'eccessiva debolezza della crescita economica in Cina che, pur confermando il target di crescita del 5%, accusa ancora debolezze strutturali come la crisi del settore immobiliare, e la volontà delle autorità di non eccedere negli stimoli monetari e fiscali, visto il rallentamento in atto nei principali mercati di sbocco delle merci cinesi. Infine, il 2024 è definito da tutti come un "anno elettorale": le prossime elezioni per il rinnovo della Commissione Europea, e le elezioni presidenziali negli Stati Uniti rappresentano due punti critici di svolta nello scenario politico internazionale. I timori maggiori in entrambe le aree riguardano la possibile implementazione di politiche commerciali più restrittive o, peggio ancora, la rimodulazione del processo di transizione energetica previsto, che rappresenterebbe un fallimento nella lotta al cambiamento climatico. In conclusione, questo insieme di elementi certamente rende meno prevedibile il futuro scenario sulle materie prime.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.03.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.648,5	9,0	-8,5	43,8
GSCI Energia	661,0	14,1	-5,4	38,6
WTI (\$)	81,6	13,9	-28,3	37,4
Brent (\$)	86,3	12,0	-28,5	27,2
Gas Naturale (\$)	1,6	-37,4	-71,7	-41,9

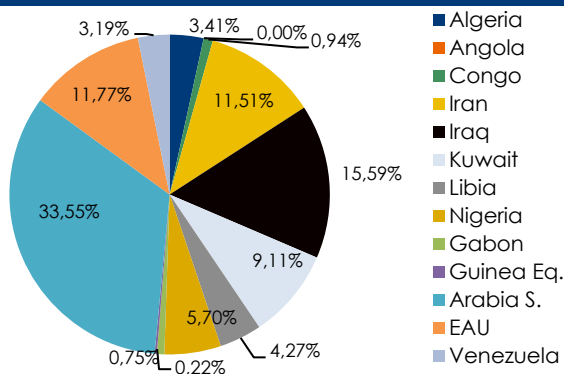
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC+: prorogati i tagli volontari alla produzione fino al 30 giugno. L'OPEC+ ha deciso di estendere i tagli alle forniture di petrolio fino a fine giugno 2024, nel tentativo di evitare un surplus di offerta, previsto sia dai produttori che dai consumatori, sostenendo così i prezzi. Il limite volontario all'estrazione del greggio ammonta attualmente a circa 2,2 milioni di barili/giorno (a cui si sommano i circa 1,8 milioni giornalieri strutturalmente già tagliati). La mossa compensa così l'impennata della produzione statunitense e sfrutterà le stime di consumi robusti attesi per tutto il 2024 per supportare appunto i prezzi. Anche nel prossimo trimestre circa il 50% dei tagli volontari sarà operato dall'Arabia Saudita, oltre 1 milione di barili al giorno (mb/g). Pochi altri membri condivideranno l'onere rimanente: Iraq (-0,220 mb/g), Emirati Arabi Uniti (-0,163 mb/g), Kuwait (-0,135 mb/g), Kazakistan (-0,082 mb/g), Algeria (-0,051 mb/g) e Oman (-0,042 mb/g). Anche la

Russia si è impegnata a tagliare la propria offerta di 471.000 barili al giorno nel 2° trimestre, ma con percentuali variabili fra produzione di greggio ed esportazione di prodotti raffinati (o semi raffinati): ad aprile la riduzione sarà composta da 350.000 barili di produzione e 121.000 di esportazioni, a maggio 400.000 e 71.000, a giugno invece da 471.000 barili di sola produzione. Questo non muta l'opinione degli operatori che restano convinti che il rinnovo dei tagli produttivi fino al 30 giugno peserà al rialzo sui prezzi. In aggiunta, i frequenti attacchi a raffinerie russe causati da droni ucraini, le sanzioni occidentali che limitano le esportazioni russe di prodotti in Europa e i problemi legati al trasporto navale nel Mar Rosso sono tutti elementi che manterranno alta la tensione sul mercato petrolifero. Le prime dichiarazioni dei delegati OPEC+, in vista del JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) del 3 aprile, lasciano chiaramente intendere che non ci saranno variazioni rispetto all'attuale politica di produzione. E' invece probabile un richiamo al rispetto delle quote assegnate, con Iran e Kazakistan che hanno ecceduto nella produzione e hanno già garantito di rientrare nei ranghi. La strategia futura verrà delineata nel meeting OPEC del 1° giugno, quando si incontreranno i leader politici dei principali paesi produttori.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di marzo, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha lasciato sostanzialmente invariate le stime sui livelli di offerta e di domanda mondiali: domanda stimata a +2,25 milioni di barili al giorno (mb/g) per un consumo complessivo di 104,4 mb/g nel 2024 (+1,8 mb/g e circa 106,0 mb/g per il 2025). I dati di febbraio, relativi invece al rispetto delle quote produttive, hanno mostrato come, per il secondo mese di seguito, l'offerta dell'Iraq abbia ecceduto di circa 200.000 barili al giorno il livello concordato. L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (**OMR**) di marzo, ha effettuato una revisione al rialzo delle previsioni di crescita della domanda e ha tagliato la proiezione per l'offerta non-OPEC per il 2024, sottolineando la dipendenza dalla produzione proveniente invece dal Cartello e dalla Russia. La crescita della domanda si concentrerà nel 1° e 2° trimestre di quest'anno, come conseguenza di stoccaggi preventivi a causa delle incertezze sui trasporti nel Mar Rosso e in attesa degli effetti del rinnovo dei tagli produttivi OPEC+ fino al 30 giugno, che incidendo sull'offerta renderanno il mercato ancora più teso. In sintesi: la domanda complessiva annuale sale di +110.000 barili giornalieri, riportando la stima del consumo medio giornaliero mondiale a 102,5 milioni giornalieri (dai precedenti 102,4 milioni di febbraio). L'IEA segnala che le esportazioni russe di carburante marittimo sono diminuite a febbraio dell'1,5% rispetto al mese precedente a causa di interruzioni non pianificate nelle raffinerie dopo gli attacchi subiti. Infine, secondo lo Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di marzo, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che, dopo un surplus di 0,8 mb/g nel 2023, il mercato petrolifero dovrebbe registrare un deficit di circa 0,3 mb/g nel 2024 e un surplus di circa 0,4 mb/g nel 2025. Il consumo globale dovrebbe crescere a 102,4 mb/g nel 2024 (+1,4 mb/g a/a) e a 103,8 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a), un nuovo record. L'offerta non-OPEC è stimata in espansione a 70,3 mb/g nel 2024 (+0,7 mb/g a/a) e a 71,7 mb/g nel 2025 (+1,4 mb/g a/a), anch'esso un record. La produzione di greggio degli Stati Uniti dovrebbe aumentare a 13,2 mb/g nel 2024 (+0,3 mb/g a/a) e a 13,7 mb/g nel 2025 (+0,5 mb/g a/a). L'offerta di greggio dell'OPEC dovrebbe calare a 26,6 mb/g nel 2024 (-0,3 mb/g a/a), ma aumentare a 27,2 mb/g nel 2025 (+0,6 mb/g a/a). La capacità produttiva in eccesso dell'OPEC, o "spare capacity", dovrebbe quindi crescere a 4,4 mb/g nel 2024 (+0,7 mb/g a/a) per poi diminuire a 4,2 mb/g nel 2025 (-0,1 mb/g a/a).

Produzione membri OPEC (%)



Nota: l'Angola, pur formalmente presente, ha una quota produttiva dello 0%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 29.02.2024

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

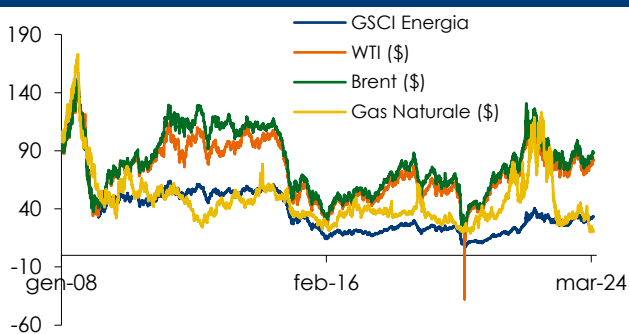
Dollari	Media				Stime	Stime
	2000-19	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	109,8	118,3	145,1
Azerbaijan	51,9	65,7	57,9	67,3	79,7	88,4
Bahrain	83,2	120,6	131,6	136,5	108,3	96,9
Iran	85,6	546,5	272,3	268,5	307,4	317,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	70,6	97,7	97,9
Kazakistan	-	192,1	183,5	95,5	94,4	99,2
Kuwait	47,0	76,6	69,1	49,0	64,8	63,8
Libia	71,7	141,7	52,2	68,0	68,2	64,3
Oman	69,1	86,4	76,7	62,7	54,3	54,8
Qatar	45,1	49,3	47,0	45,3	45,5	42,2
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	87,9	85,8	79,7
Turkmenistan	-	40,5	32,3	38,4	39,0	41,0
Emirati Arabi Uniti	50,0	51,7	53,0	46,4	56,0	58,3

Fonte: FMI Outlook, ottobre 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gas: il sistema energetico europeo è più che mai stabile ma non escludiamo un fisiologico rincaro del metano, in vista del ripristino delle scorte.

Il sistema energetico europeo resta stabile; l'Europa sta beneficiando di prezzi di gas ed energia ben inferiori ai livelli medi registrati dal 2020 ad oggi. Un calo favorito da una serie di fattori: anomalie termiche stagionali eccezionalmente favorevoli, riduzione dei consumi, efficace diversificazione delle forniture e miglior mix di generazione dell'energia elettrica. Se i consumi sono in continuo calo grazie ai processi di efficientamento di tutto il sistema, la diversificazione delle fonti di approvvigionamento di gas e di quelle per la generazione elettrica ha registrato una spinta eccezionale, dovuta allo scoppio della guerra in Ucraina ma destinata a non esaurirsi, estendendosi anche agli anni futuri e favorendo la generazione di energia elettrica da rinnovabili. Gli impianti di stoccaggio europei risultano mediamente pieni al 35-40% in questo finale di stagione invernale, una quota decisamente superiore alla media di periodo. A fronte di una situazione relativamente sicura, ci aspettiamo comunque un fisiologico (ma contenuto) rincaro dei prezzi del metano, come consueta conseguenza degli acquisti che solitamente seguono la chiusura del periodo invernale (lo strategico ripristino delle scorte). Siamo portati a pensare che il gas possa crescere dagli attuali livelli ma limitandosi a consolidare poco sopra, senza gli eccessi degli anni passati.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.03.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	661,0	10,8	-4,0	12,1	14,1
WTI (\$)	81,6	10,1	-12,9	12,1	13,9
Brent (\$)	86,3	8,3	-10,7	10,4	12,0
Gas Naturale (\$)	1,6	-39,9	-43,0	-24,6	-37,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: non c'è nessuna ragione che possa ridurre la tensione sul mercato petrolifero, almeno nel breve termine. Gli effetti dell'estensione dei tagli produttivi OPEC+ fino al 30 giugno si stanno già facendo sentire. La performance da inizio anno del comparto Energia è intorno al 14%, WTI e Brent sono saliti da inizio anno del 13,9% e del 12% e il future sui prodotti raffinati USA sale di oltre il 25%, spinto dai consumi domestici e dalla necessità

statunitense di rimpinguare le scorte strategiche. La Cina non stupisce col suo recupero economico ma continua a comprare petrolio e ad aumentare le sue riserve, premendo al rialzo sui prezzi. Un quadro che ci spinge ad affermare che non c'è nessuna ragione che possa ridurre la tensione sul mercato petrolifero, almeno nel breve termine. Al contrario, dopo circa tre mesi di disagi, possiamo ribadire che le conseguenze delle difficoltà sui trasporti del gas naturale liquefatto nel Mar Rosso sono nulle, come appare evidente dal calo dei prezzi in atto, al netto delle previsioni di possibile rincaro legate al consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico. Minimo anche l'aggravio di costo per il trasporto e lo sdoganamento del petrolio attraverso il Canale di Suez e diretto ai porti europei, mentre i contraccolpi del blocco delle raffinerie russe dovuto alla controffensiva ucraina creano, sporadicamente, delle fiammate rialziste. Quello che continua a generare pressione e incertezza sul petrolio o sul metano è lo stato di massima tensione in Medio Oriente, che non accenna a diminuire, indipendentemente dai reali effetti sulle altre materie prime. Un quadro complesso e caratterizzato da molteplici fattori che restano però orientati a favorire il rialzo delle quotazioni energetiche e non certo a contenerle.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.03.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	81,6	78,0	80,0	80,0	79,0	75,0
Brent (\$)	86,3	83,0	84,0	84,0	82,5	80,0
Gas Naturale (\$)	1,6	2,4	2,5	3,1	2,8	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

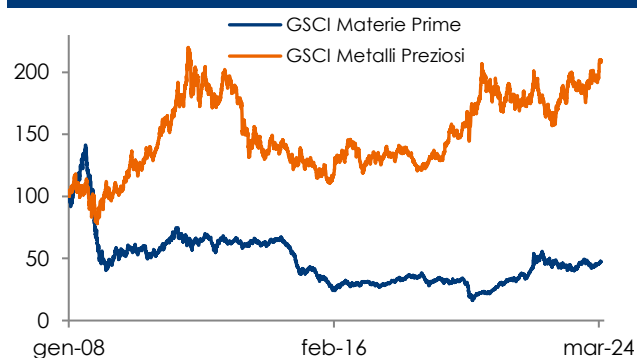
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.03.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	81,6	74,0	77,0	76,0	76,0	74,0
Brent (\$)	86,3	78,0	81,0	80,0	80,0	78,0
Gas Naturale (\$)	1,6	2,6	2,8	3,2	2,7	3,5
TTF (€/MWh)	27,2	28,0	26,0	34,0	29,0	28,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: spinti dalle attese sui tassi e dalle tensioni geopolitiche

I Preziosi ampliano i rialzi in scia alle attese di calo dei tassi e alle tensioni geopolitiche. La parte finale di questo 1° trimestre del 2024 ha registrato il deciso rialzo dei Preziosi, con l'oro che ha segnato il suo nuovo massimo storico sopra i 2.220 dollari l'oncia (20 marzo). La tornata di banche centrali di marzo ha confermato che il taglio del costo del denaro è imminente negli Stati Uniti, in Europa e in Gran Bretagna, rassicurando gli investitori che avevano rimodulato le proprie aspettative di espansione monetaria su giugno e temevano un ulteriore rinvio. La conferma, soprattutto da parte della Fed, ha rallentato la corsa del dollaro, riducendo l'appeal della valuta per gli investitori avversi al rischio. Oltre all'attesa per il taglio dei tassi, sono le tensioni geopolitiche e la diffusa avversione al rischio l'altra coppia di elementi che ha consentito ai Preziosi di recuperare terreno come asset difensivo, potendo avvantaggiarsi anche della minor concorrenza della valuta statunitense, scalzata infatti dall'oro nelle preferenze degli investitori alla ricerca di beni rifugio. In sintesi, si rafforzano tutti gli elementi del quadro a sostegno dei Preziosi: le tensioni geopolitiche proseguiranno, alimentando la richiesta di asset difensivi da parte dei soggetti avversi al rischio. In aggiunta, anche i recenti segnali giunti dall'inflazione raffreddano l'ottimismo sulla frenata dei prezzi, che continuano a calare ma con un ritmo di riduzione più lento (rimanendo lontani dai target delle singole banche centrali) in tutte le principali aree economiche. La sensazione che l'inflazione, pur restando lontana dai massimi, non sia del tutto domata e rischi di restare più alta di quanto atteso inizia ad essere "metabolizzata" sia dal mercato che dalle banche centrali. Una prospettiva che finirà per sostenere la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto, eroso da un'inflazione più persistente del previsto. In uno scenario contraddistinto da tutti questi elementi a sostegno, restiamo dell'idea che sia proprio la possibile delusione che scaturirebbe da una svolta monetaria espansiva più debole, e meno efficace di quanto sperato, l'unico fattore che potrebbe limitare il rialzo dei Preziosi, e in particolare dell'oro, nella restante parte dell'anno. Stabili le nostre previsioni di cauto ottimismo per i metalli preziosi con impieghi industriali: il rialzo dei prezzi resta collegato ai timori sull'insufficiente disponibilità futura di questi materiali coinvolti nella transizione energetica e nella rivoluzione dei trasporti privati, a patto, però, che il rallentamento del ciclo globale rimanga contenuto e non sorprenda in negativo.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.03.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.648,5	9,0	-8,5	43,8
GSCI Met. preziosi	2.437,2	5,2	9,0	57,2
Oro (\$)	2.176,8	5,1	11,2	66,2
Argento (\$)	24,5	1,6	-4,2	60,0
Platino (\$)	905,4	-8,7	-9,9	5,9
Palladio (\$)	997,1	-9,4	-57,2	-31,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consolidano i rialzi dei Preziosi, grazie alle rassicurazioni sulla volontà espansiva delle principali banche centrali.

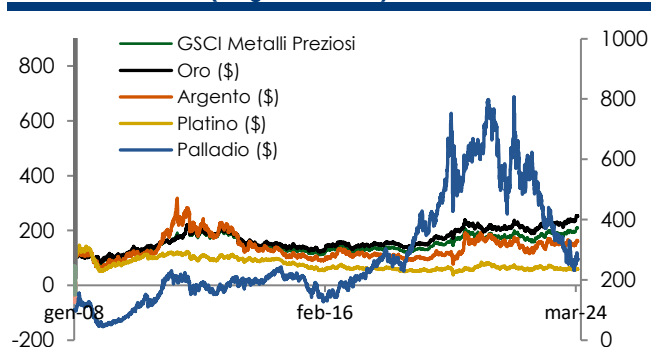
Le riunioni di marzo delle banche centrali hanno ridotto le incertezze sulle tempistiche di taglio dei tassi negli Stati Uniti, in Europa e in Gran Bretagna. Lo stesso si è verificato anche nei principali Paesi emergenti. Dimensione e ritmo della riduzione sembrano essere addirittura comuni alle maggiori aree economiche (75-100pb entro la fine del 2024), così come il possibile inizio del ciclo di riduzione del costo del denaro è collocato a giugno. Anche le rassicurazioni espresse dai governatori degli istituti hanno decisamente favorito il rialzo dell'oro e migliorato il quadro sui Preziosi. In aggiunta, le indicazioni sulla dinamica dei prezzi, emerse dalle recenti statistiche, hanno segnalato una certa persistenza dell'inflazione ma senza generare dubbi sulla fine dell'azione restrittiva, posta in essere proprio per contrastare il caro-prezzi. Le banche centrali hanno ribadito che il taglio dei tassi di interesse, salvo situazioni estreme e

inattese, è ormai imminente. La Fed è stata fra le più esplicite e questo ha favorito il marginale deprezzamento del dollaro. Il trend di ribasso della valuta USA resta al centro del nostro scenario di previsione, ma oggettivamente si sta materializzando con estrema lentezza. Anche le costanti tensioni geopolitiche, che sembrano aggravarsi invece di risolversi, sono un altro elemento che continuerà a sostenere i Preziosi.

L'oro ha continuato anche nel mese di marzo il suo movimento rialzista, segnando il suo nuovo massimo storico (sopra 2.220 dollari l'oncia) e svolgendo a pieno il suo ruolo di bene rifugio per gli investitori più avversi al rischio, che lo hanno preferito al dollaro USA, la cui frenata ne ha ridotto l'appeal come asset difensivo. La correlazione inversa fra i prezzi del metallo aureo e l'andamento del dollaro, a cui si lega anche la dinamica dei rendimenti dei Treasury, è tornata ad essere più che mai valida: le rassicurazioni di Powell sul calo del costo del denaro hanno frenato sia il biglietto verde che i Treasury favorendo invece le quotazioni auree. In aggiunta, è tornata forte anche la domanda di "oro fisico" da parte delle banche centrali dei Paesi emergenti, interessate a diversificare le proprie riserve e a ridurre l'esposizione agli asset denominati in dollari americani. Il quadro di elementi a sostegno delle previsioni di rialzo dell'oro si è quindi rafforzato, a patto che non ci siano più dubbi sull'inizio dell'allentamento monetario. La dinamica dell'argento è stata decisamente correlata a quella dell'oro; anche il metallo grigio ha beneficiato di tutti gli elementi elencati registrando una performance in linea col metallo aureo. Resta intatta la nostra prospettiva di possibile maggior rialzo, a lungo termine, dovuta al suo ruolo anche industriale. Il maggior impiego manifatturiero dell'argento potrebbe rappresentare infatti un vantaggio, a condizione che il ciclo economico continui a mostrare segnali di consolidamento e non peggiori ulteriormente.

Restano deboli le performance di platino e palladio da inizio anno, in un contesto di rallentamento macroeconomico in linea con le aspettative, che conferma però gli scarsi risultati del comparto automobilistico, il settore di maggior impiego industriale di questi metalli. Nel breve manteniamo una visione sostanzialmente neutrale per entrambi: la minor domanda espressa dall'industria ha reso meno preoccupante, per esempio, le possibili interruzioni di fornitura di palladio dalla Russia, anche se il recente attentato a Mosca ha riaperto i riflettori su questo tema, favorendo una serie di comportamenti speculativi sul mercato. Diverso lo scenario nel medio-lungo termine, che resta caratterizzato dall'inaspimento delle norme antinquinamento che forzeranno il ricambio del parco auto, portando a una maggior domanda e al ritorno della pressione rialzista su entrambi i metalli, che collochiamo a fine anno e poi nel 2025. Resta però valida la prospettiva legata all'ambiente, che vede il palladio destinato ad essere l'elemento perdente essendo utilizzato nei filtri antinquinamento dei motori diesel, che dovranno essere definitivamente eliminati, lasciando il posto a quelli a benzina (e ibridi), nei cui filtri è invece utilizzato il platino.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.03.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.437,2	4,0	15,3	10,5	5,2
Oro (\$)	2.176,8	4,6	16,0	11,3	5,1
Argento (\$)	24,5	0,3	8,6	6,4	1,6
Platino (\$)	905,4	-9,3	1,7	-7,3	-8,7
Palladio (\$)	997,1	-13,4	-18,6	-29,3	-9,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: permane l'idea di un maggior recupero dei Preziosi nella seconda parte del 2024, in coincidenza con il taglio dei tassi nelle principali economie.

L'aumento dei prezzi dell'oro di queste ultime settimane ha fatto salire anche le nostre previsioni sul comparto, ma con maggior spazio di rialzo per gli altri metalli e un ampio trading range per il metallo giallo. Nei prossimi trimestri, pensiamo che l'oro possa muoversi nell'intervallo 1.900-2.300 dollari l'oncia, registrando anche nuovi massimi ma in un contesto di forti incertezze. Quello che ci aspettiamo è che la quotazione media per trimestre resti intorno ai 2.000 dollari, con una volatilità in aumento, alimentata dai dati macroeconomici in uscita e dalle aspettative sulla dimensione e sul reale numero dei tagli dei tassi d'interesse che verranno effettuati concretamente, in particolare dalla Fed, nel caso in cui le rassicurazioni appena fornite al mercato venissero invece smentite. Uno scenario in cui si potrebbero inserire nuovi e inattesi timori geopolitici: in realtà la situazione già oggi appare gravata da fortissime tensioni, e per questo è difficile identificare target ancora più alti per l'oro, sulla base di rischi maggiori su questo fronte. In conclusione, lo scenario sui Preziosi continua ad avere prospettive di miglioramento. Tutti gli elementi del quadro sembrerebbero amplificare i propri effetti a favore del comparto: l'auspicato calo dei tassi di interesse appare imminente, il deprezzamento del dollaro statunitense è in atto (seppur lentamente), l'inflazione resta sotto controllo ma sempre su valori ancora alti, e le tensioni geopolitiche sembrano aumentare e non diminuire. La possibilità di maggior rialzo dei Preziosi resta comunque collocata nella seconda parte del 2024, quando la svolta ribassista sul costo del denaro negli Stati Uniti e in Europa sarà finalmente concreta e non solo annunciata. Incertezza e avversione al rischio sui mercati sono invece gli altri due fattori che contribuiranno a mantenere alte le quotazioni dell'oro e di tutti i Preziosi nel breve termine.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.176,8	2.050,0	2.090,0	2.100,0	2.047,0	2.050,0
Argento (\$)	24,5	24,0	25,0	25,6	24,0	25,3
Platino (\$)	905,4	965,0	1.022,5	1.057,5	998,8	1.160,0
Palladio (\$)	997,1	1.087,5	1.075,0	1.075,0	1.120,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.176,8	2.100	2.050	2.000	2.050	2.050
Argento (\$)	24,5	27,0	26,0	25,0	25,4	25,8
Platino (\$)	905,4	950	1.000	1.050	975	1.125
Palladio (\$)	997,1	1.000	1.050	1.100	1.030	1.175

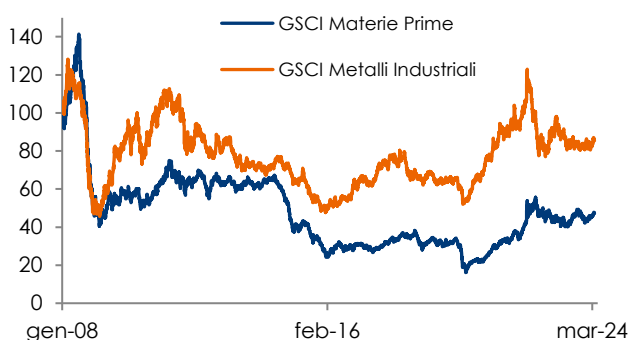
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: il recupero è rimandato al secondo semestre

Non cambiano i fattori alla base dello scenario sui Metalli: il rallentamento economico e i tassi alti frenano gli investimenti mentre il recupero economico in Cina appare modesto, nonostante i piani di stimolo.

Lo scenario di breve termine sui Metalli appare sempre più consolidato: il rallentamento economico in atto e i tassi di interesse ancora elevati scoraggiano gli investimenti e frenano qualsiasi politica commerciale espansiva: appaiono infatti troppe le incertezze sulla futura domanda. Parimenti, i consumi in Cina restano modesti ma in linea con il marginale recupero dell'economia, ancora gravata dalla crisi del settore immobiliare (il comparto a maggior assorbimento di metalli) e dalla prudenza delle Autorità nell'implementare i piani di stimolo annunciati e solo parzialmente concretizzati. Una cautela che, a nostro avviso, appare giustificata dalle incertezze legate alla domanda a valle della macchina produttiva cinese. Prende sempre più corpo l'idea che - con l'economia globale in rallentamento e il probabile calo dei consumi nelle principali aree di sbocco della manifattura cinese - potrebbe risultare inutile impiegare risorse per sostenere il sistema produttivo, senza la certezza di una robusta domanda dall'estero. Nel breve termine, è questo l'elemento che maggiormente ci preoccupa, visto che il sistema cinese assorbe la maggior parte dell'offerta delle principali materie prime e, in particolare, oltre il 50% della produzione mineraria mondiale, come input per il suo imponente settore siderurgico. In aggiunta, benché le banche centrali abbiano recentemente rassicurato i mercati (Fed, BCE e Bank of England) sull'imminenza della svolta espansiva, il calo del costo del denaro nelle aree economiche più sviluppate resta comunque rimandato all'estate, confermando che, nell'attuale fase di rallentamento economico (fortunatamente non grave), il sostegno che doveva arrivare da tassi sui prestiti più bassi è ormai collocato nella seconda parte del 2024. Tutto ciò non fa che rafforzare la dinamica interna al mercato fisico dei metalli, che vede il sistema continuare ad erodere le proprie riserve, evitando di rifornirsi sul mercato. In aggiunta, il calo dei costi energetici si è praticamente interrotto: il petrolio è ai massimi da inizio anno e la strategia di taglio dell'offerta, prolungata dall'OPEC+ fino al 30 giugno, non potrà che tenere alte le quotazioni del greggio. Resta allarmante la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici, manifatturieri), condizionata dagli alti tassi di interesse, in un comparto dove fisiologicamente ogni nuova iniziativa necessita di enormi quantità di finanziamenti iniziali. La somma di questi elementi continua a rappresentare la base del nostro scenario di prudente ottimismo sul comparto nel medio-lungo termine. Il deficit strutturale di offerta che si sta formando rischia di tramutarsi in una decisa impennata dei prezzi, quando la ripresa economica e il conseguente aumento della domanda di metalli e manufatti siderurgici torneranno a salire. Un'ipotesi che potrebbe anche generare nuove fiammate inflazionistiche, complicando ulteriormente l'azione delle banche centrali, che hanno già constatato come il rialzo dei prezzi non sia del tutto scongiurato, dopo le recenti statistiche sull'inflazione negli Stati Uniti e in Europa.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.03.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.648,5	9,0	-8,5	43,8
GSCI Industriali	1.592,8	-0,5	-26,6	24,9
Rame (\$)	8.862,0	3,5	-13,7	39,9
Alluminio (\$)	2.303,5	-3,4	-36,1	20,5
Zinco (\$)	2.391,2	-9,4	-41,3	-18,1
Nickel (\$)	16.640,0	0,2	-53,1	27,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: la riduzione della produzione in Cina spinge al rialzo i prezzi del rame. La performance del rame da inizio anno torna positiva in scia alla riduzione dell'offerta siderurgica cinese. Le raffinerie cinesi hanno infatti deciso di ridurre la produzione di metallo lavorato per evitare un inutile eccesso di offerta e come conseguenza della scarsità mineraria, che rende

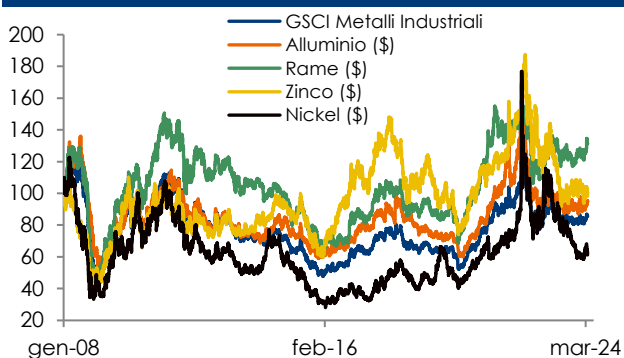
antieconomico approvvigionarsi sul mercato. Diciannove società che aderiscono alla China Nonferrous Metals Industry Association (CNIA) hanno comunicato la decisione congiunta di ridurre il proprio output, anticipando (e in qualche caso prolungando) le manutenzioni primaverili ed evitando la messa in funzione di nuovi impianti, rimandata a più avanti nel corso dell'anno. Una decisione che, da un lato, spinge le quotazioni del rame ma che, dall'altro, rischia di confermare i dubbi e lo scetticismo sulla reale forza del recupero economico cinese. Tutto ciò, nonostante, nel medio-lungo termine, le iniziative a livello mondiale volte a ridurre le emissioni inquinanti siano destinate ad aumentare la domanda di rame per reti elettriche e trasporti, rischiando di trovare un mercato fisico con un'offerta risicata e scorte fortemente ridotte e amplificando la pressione rialzista sui prezzi.

Alluminio: la Cina riduce l'export di alluminio verso l'Europa. Dinamiche divergenti fra il rame e l'alluminio, con quest'ultimo ancora in calo da inizio anno. Se è apparso decisamente scarso l'impatto delle nuove sanzioni alla Russia decise da Unione Europea (UE) e Stati Uniti, vista la divergenza di opinioni in Europa sul blocco delle importazioni di alluminio russo, è invece la Cina ad aver sciolto le riserve relative al regolamento europeo anti-inquinamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism). La China Nonferrous Metals Industry Association ha infatti comunicato un calo del 30% nel volume di prodotti in alluminio esportati verso l'Unione Europea nel 2023, col grosso della riduzione concentrato nella parte finale dell'anno, in coincidenza con l'avvio delle tariffe e dei dazi, legati alle emissioni di carbonio, varati dalla UE. La prima fase del CBAM, partita lo scorso ottobre, non prevede la riscossione diretta di oneri relativi alle emissioni di anidride carbonica (questo avverrà concretamente solo nel 2026) ma impone a chi esporta prodotti verso l'Unione di comunicare i volumi di gas serra legati alla produzione di tali manufatti. L'opinione più diffusa fra gli operatori è che i produttori cinesi o non siano in grado di fornire dettagliatamente questa informazione o, più semplicemente, non intendano farlo, preferendo dirottare le commesse verso altre aree economiche, caratterizzate da minori vincoli e formalismi. Il rischio per l'Europa, dopo il bando della produzione di alluminio russa, è di vedersi costretta ad importare semilavorati (comunque di lavorazione cinese o russa) ad un costo decisamente maggiore. Il quadro descritto non può che mantenere il comparto sotto pressione, pur senza grossi movimenti sui prezzi. Una situazione paradossale per la siderurgia continentale che lavora l'alluminio, già in profonda crisi a causa del rincaro dei costi energetici e che incorpora aspettative di domanda in crescita, come conseguenza della transizione energetica prevista in Europa.

Zinco: prosegue il recupero dello zinco, atteso accelerare ancora sul finale d'anno. Lo zinco aveva già interrotto in febbraio i ribassi di inizio anno, ampliando il recupero dei prezzi anche nel mese di marzo. Il timore che il mercato globale del metallo raffinato, dopo aver registrato un surplus di approvvigionamento di 204.000 tonnellate l'anno scorso (dato ufficiale), rischi un eccesso produttivo (complice il calo della domanda) anche quest'anno, ha portato i principali operatori siderurgici a reagire. Il rally dello zinco è stato alimentato da un taglio del 20% della produzione presso la fonderia Seokpo della Young Poong Corp. in Corea del Sud, anche se la decisione è figlia della debole domanda dalla Cina, il principale mercato di sbocco della produzione coreana. I primi mesi del 2024 sono infatti stati caratterizzati da un calo della domanda di materiale grezzo da parte delle aziende cinesi attive nella zincatura e nella produzione di laminati, a seguito del blocco degli impianti per le normative anti-inquinamento, tra l'altro coincidenti temporalmente con le festività del Capodanno Lunare. Non a caso, come risultato di questa situazione, da inizio anno risultano in salita le scorte di zinco sia a Londra che a Shanghai. Più recentemente, i prezzi hanno però registrato una nuova fiammata, dopo che Glencore Plc ha temporaneamente cessato le attività nella propria miniera di zinco e piombo nei pressi del fiume McArthur, nel nord dell'Australia, a causa di un ciclone che ha provocato allagamenti e disagi. Prosegue, in sintesi, il recupero dei prezzi di breve termine e si rafforza il ventaglio di fattori macroeconomici positivi (legati anche al possibile rilancio della domanda in Cina) che potrebbero agevolare un recupero maggiore dei prezzi sul finale d'anno.

Nickel: prezzi attesi in ulteriore recupero ma in un contesto comunque volatile. Il mercato fisico del nickel conferma alcune dinamiche di fondo, come il persistente eccesso di offerta dovuto agli investimenti delle società cinesi in Indonesia, volti a far defluire la domanda di nickel dalla Russia verso l'Indonesia (e quindi verso la stessa Cina): una strategia fondamentale per un comparto che attende un aumento della domanda globale, nei prossimi anni, come effetto della transizione energetica. Si è nel frattempo concluso il lungo iter delle elezioni presidenziali del 14 febbraio in Indonesia: dopo oltre un mese, la commissione elettorale ha confermato la vittoria del Ministro della Difesa Prabowo Subianto già al primo turno, anche se sono già stati presentati ricorsi e contestazioni. Cina e Stati Uniti attendevano con ansia l'ufficialità dell'elezione di Subianto, da cui si aspettano la conferma delle attuali regole sullo sfruttamento delle risorse minerarie di nickel e nessun inasprimento delle normative ecologiche. Se nel breve termine l'eccesso di produzione indonesiana ha reso più oneroso l'avvio di nuovi progetti, miniere o impianti al di fuori del paese, irrigidendo l'intero settore e deprimendo le quotazioni del nickel, le aspettative di medio-lungo termine indicano invece un'inevitabile contrazione dell'offerta proveniente dall'Indonesia, dopo gli eccessi degli ultimi mesi, e l'auspicato ritorno della domanda cinese, spinta dalle nuove misure di stimolo del Governo. Un quadro che supporta la nostra attesa di recupero delle quotazioni del nickel su tutto l'orizzonte previsivo, anche in vista dell'ulteriore pressione che eserciterà la transizione energetica.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.03.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.592,8	-1,3	3,5	-4,8	-0,5
Rame (\$)	8.862,0	2,0	9,2	-1,1	3,5
Alluminio (\$)	2.303,5	-3,5	2,9	-2,5	-3,4
Zinco (\$)	2.391,2	-7,6	-3,8	-18,2	-9,4
Nickel (\$)	16.640,0	-1,8	-12,4	-30,2	0,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale di breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo periodo. Previsione immutata per i Metalli, che ci vede confermare una fase di consolidamento per la maggior parte del comparto (almeno per questa prima parte del 2024), rimandando il recupero alla seconda metà dell'anno, col rischio che possa slittare nel 2025. Uno scenario che è solo parzialmente mitigato dalle aspettative circa gli effetti positivi che potrebbero scaturire da una più decisa implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese. Manteniamo invece la nostra view rialzista nel medio-lungo periodo: il sotto-investimento strutturale che pervade nel settore (miniere, raffinazione, manifattura), i recenti tagli all'offerta, il probabile rialzo atteso della domanda generato dalla svolta ecologica, rischiano di alimentare un deficit cronico per gran parte dei Metalli. L'unico modo per spezzare questo circolo vizioso è un rialzo dei prezzi che stimoli la creazione di nuova offerta, possibilmente in un contesto di tassi creditizi più favorevole, vista l'onerosità di qualsiasi nuova iniziativa in quest'ambito.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.03.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.862,0	8.500	8.750	9.000	8.620	9.017
Alluminio (\$)	2.303,5	2.275	2.300	2.380	2.315	2.432
Zinco (\$)	2.391,2	2.488	2.547	2.585	2.530	2.638
Nickel (\$)	16.640,0	16.405	16.642	16.962	16.907	17.875

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.03.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.862,0	8.400	8.700	8.900	8.600	9.500
Alluminio (\$)	2.303,5	2.300	2.400	2.450	2.350	2.550
Zinco (\$)	2.391,2	2.470	2.545	2.590	2.520	2.700
Nickel (\$)	16.640,0	17.100	17.500	18.100	17.400	18.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

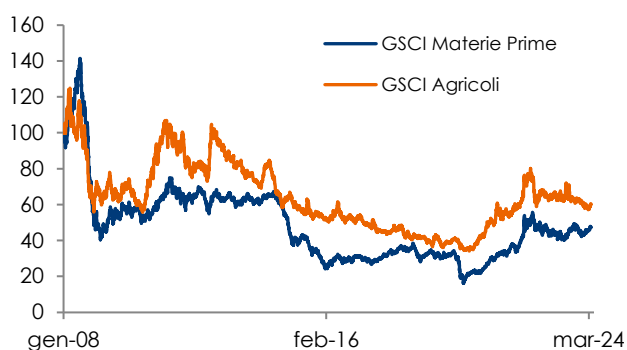
Prodotti agricoli: consolida la divergenza fra cereali e coloniali

Non cambiano i temi sul comparto degli Agricoli che vede ampliarsi la divergenza di performance fra le soft commodity, scosse dalle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, e i cereali, maggiormente influenzati dagli effetti negativi di lungo termine del cambiamento climatico. Non muta l'insieme di fattori che crea tensioni sul comparto degli Agricoli. Prosegue il ribasso dei cereali, in particolare del frumento e dei legumi. Il prezzo del grano, nelle ultime settimane, ha visto accentuarsi il calo da inizio anno a causa, da un lato, delle revisioni al rialzo delle stime sulla produzione dello scorso raccolto, dall'altro, della maggiore competitività tra i paesi produttori. Le vendite di farina di grano duro sono però previste aumentare nei prossimi anni. La crescente consapevolezza del basso valore nutritivo e dell'alto contenuto calorico della farina bianca (farina di grano tenero) ne sta riducendo il consumo. I consumatori adottano infatti sempre più spesso il grano duro nella loro dieta e si sta ampliando il suo utilizzo per la preparazione di pasta e pane, due prodotti ormai diffusi anche in mercati diversi da quello europeo e nordamericano. Il mercato mondiale del frumento dovrebbe registrare un deficit nel 2024, a fronte di mercati in surplus per il mais e i semi di soia. Minor offerta e consumi in aumento anche da mercati diversi da quelli tradizionali potrebbero favorire un recupero delle quotazioni del frumento nel corso dei prossimi mesi. Sul fronte dei costi, si conferma la sensazione che il mercato abbia metabolizzato il rincaro dei noli marittimi per il trasporto di granaglie e derrate alimentari sfumandone le conseguenze sui prezzi. Resta invece ampio ed evidente il differente impatto dei disagi nei trasporti navali nel basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb) sui prodotti agricoli "coloniali" in arrivo, in particolare, dal Sud Est asiatico e diretti nei porti del Mediterraneo. Anche questo mese è il riso l'unica granaglia che aumenta di prezzo, spinta non solo dalla speculazione ma anche da alcune dinamiche di fondo, come i maggiori consumi in Oriente o le politiche di riduzione dell'export attuate da alcuni paesi produttori. Ancora una volta sottolineiamo come i rischi geopolitici, i timori per il meteo avverso e la speculazione commerciale, che approfitta della possibile incertezza delle forniture, spingano al rialzo soprattutto i prezzi al dettaglio degli alimenti, più che il costo all'origine o il prezzo medio di stipula dei contratti di fornitura. In conclusione, se la crisi in Medio Oriente resta l'elemento di massima attenzione nel breve termine, sono gli effetti negativi del cambiamento climatico ad essere il fattore di massima allerta nel medio-lungo termine per gli Agricoli.

Proseguono i disagi nel Mar Rosso e gli impatti sulle soft commodity in ingresso in Europa e sui prodotti agro-alimentari europei esportati in Asia. I disagi legati ai transiti commerciali nel Mar Rosso sono ancora l'elemento di massima attenzione per il mercato degli Agricoli, in particolare per le soft commodity dirette verso i porti del Mediterraneo e destinate al mercato agricolo europeo ma anche per le merci agro-alimentari in uscita dall'Europa e dirette verso i mercati di consumo asiatici. E' netta infatti la riduzione del traffico delle merci tra Asia ed Europa (circa il 35% in meno nei primi mesi del 2024). L'attacco alle navi in transito sta portando molte aziende ad evitare il passaggio delle merci dal Canale di Suez, dirottando le navi verso il capo di Buona Speranza, in Sud Africa, con tutto ciò che ne consegue in termini di costi aggiuntivi e tempi. Non a caso, la somma fra queste tensioni e una serie di nuove norme che regolamentano l'agricoltura in Europa ha alimentato le proteste degli agricoltori e portato la Commissione Europea a rivedere alcune direttive, prorogando dazi e limitazioni sull'import di prodotti agricoli e accogliendo alcune delle richieste avanzate dagli operatori di un comparto che resta strategico per l'economia continentale e ha un peso rilevante nel suo PIL. La Commissione ha inoltre proposto di introdurre dazi maggiorati sulle importazioni di cereali, semi oleosi e prodotti derivati da Russia e Bielorussia, tra cui grano, mais e farina di girasole, mentre si impegna a rivedere il pacchetto di agevolazioni sui prodotti agricoli provenienti dall'Ucraina, anch'essi accusati di alterare il delicato equilibrio del mercato agricolo europeo. Non sono migliorate le condizioni dei transiti navali nell'area del basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb), rispetto al mese scorso, nonostante l'attivazione di pattugliamenti navali e servizi di scorta militare organizzati dai principali paesi occidentali. Le maggiori compagnie di spedizioni internazionali, che hanno comunque prudentemente deviato le loro rotte, accusano una media di circa 10

giorni in più di navigazione e un evidente aumento dei costi. Una situazione di difficoltà che investe non solo l'import di commodity coloniali, in particolare dal Sud Est asiatico (caffè Robusta, riso, cotone e zucchero registrano, da inizio anno, i maggiori rialzi, a causa delle possibili interruzioni delle forniture), ma impatta anche sul costo e sulla velocità di consegna dei prodotti freschi che dall'Europa devono raggiungere i consumatori dei mercati asiatici.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Performance di lungo termine

	Valore 26.03.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.648,5	9,0	-8,5	43,8
GSCI Agricoli	511,9	-0,2	-18,9	50,3
Mais (\$ cent)	432,5	-8,2	-42,6	15,7
Frumento (\$ cent.)	543,5	-13,5	-50,7	15,8
Soia (\$ cent)	1.199,0	-7,3	-29,9	35,1
Cotone (\$ cent)	93,4	15,3	-31,3	21,4
Cacao	9.622,0	129,3	275,6	330,1
Zucchero	22,4	8,8	14,2	78,0
Caffè (arabica)	188,1	-0,1	-15,2	97,2
Caffè (robusta)	3.465,0	13,8	55,7	129,5

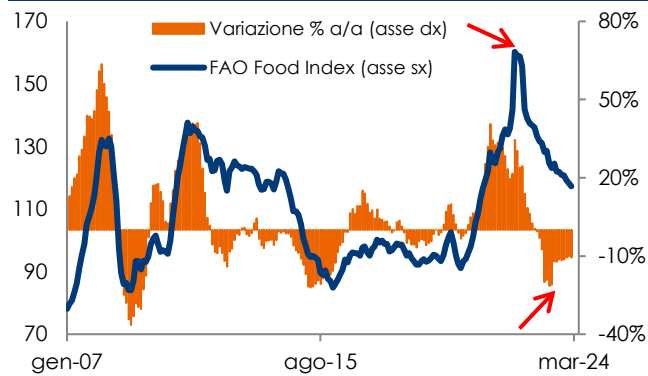
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi dei prodotti alimentari scende anche a febbraio. L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari è sceso anche a febbraio, settima variazione negativa mensile consecutiva e valore minimo da 3 anni. L'indice è sceso di circa lo 0,8% rispetto a gennaio e del 10,5% rispetto al valore corrispondente di un anno fa, per una media di 117,3 punti (dai 118,2 punti di gennaio, dato rivisto al rialzo da 118,0). La diminuzione dei prezzi dei cereali e degli oli vegetali ha più che compensato gli aumenti di zucchero, carne e latticini. L'indice FAO dei prezzi dei cereali è sceso del 5,0% a febbraio, con il mais che ha registrato un calo del 7,2%, il riso una riduzione dell'1,6%, mentre i prezzi del grano sono diminuiti del 2,2%. I prezzi degli oli vegetali sono calati dell'1,3% a febbraio, con l'olio di soia che ha registrato una diminuzione del 4,0%, mentre l'olio di semi di girasole e di colza sono scesi rispettivamente del 2,3% e dell'1,7%. I prezzi dello zucchero sono saliti del 3,2%, a causa delle preoccupazioni per la produzione in Brasile e Thailandia. Prezzi in aumento anche per la carne dell'1,8%, con la carne di pollame che ha registrato la crescita maggiore (+4,1%), la carne bovina del 2,3%, mentre i prezzi della carne suina sono saliti dell'1,0%. Infine, i prezzi dei prodotti lattiero-caseari sono aumentati dell'1,1%, con il burro che ha registrato la crescita maggiore (+3,3%).

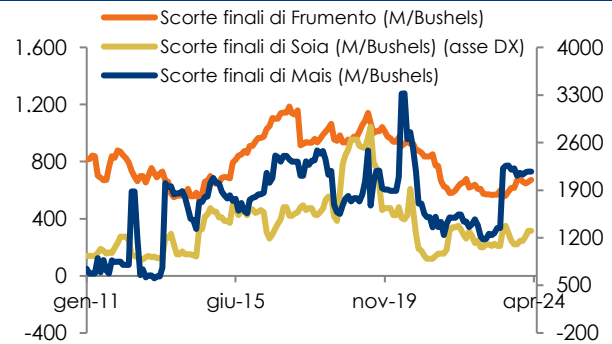
FAO: la produzione e il consumo di cereali saliranno nel 2024. Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda dei cereali, la FAO ha comunicato le sue previsioni preliminari per la produzione globale di grano nel 2024, fissandola a 797 milioni di tonnellate, con un aumento dell'1,0% rispetto al 2023. I prezzi bassi del grano, registrati negli ultimi mesi, hanno provocato un calo del 6% a/a della semina di grano invernale negli Stati Uniti, anche se la produzione potrebbe comunque aumentare grazie alle attese di miglior resa per acro delle colture. Le condizioni meteorologiche molto favorevoli stanno ampliando le aspettative di aumento del raccolto di grano (sempre nel 2024) della Russia. Il meteo favorevole sta aumentando le stime di produzione anche per Cina, India e Pakistan. Il consumo di cereali 2024 sarà pari a 2.823 milioni di tonnellate, con un aumento dell'1,1% rispetto all'anno precedente dovuto principalmente al maggiore utilizzo di mais e grano per uso zootecnico. Le scorte globali di cereali sono viste crescere principalmente per l'aumento delle riserve di cereali secondari (orzo, sorgo, ecc.), con il rapporto fra scorte globali di cereali e consumo previsto al 31,1%, in aumento dal 30,9% dello scorso anno. Il commercio mondiale di cereali aumenterà dell'1,3% rispetto all'anno precedente, come conseguenza delle migliori prospettive per le esportazioni di mais dall'Ucraina e di una maggiore domanda dalla Cina.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

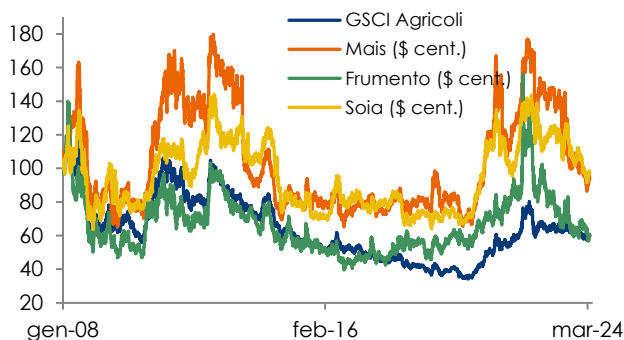


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2024)

WASDE: il report di marzo offre pochi spunti di novità sul mercato delle principali granaglie. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2023/24 offrendo pochi spunti sulle principali granaglie. Secondo le previsioni dell'USDA, la produzione globale di mais calerà ancora di circa 2 milioni di tonnellate a 1.230,7 mln da 1.232,5 mln precedenti. I cali sono concentrati in Sud Africa, Ucraina, Messico, Venezuela e Russia, parzialmente compensati dagli aumenti per Argentina e Siria. Il Sud Africa ha prospettive di resa inferiori al previsto, il Messico ha ridotto la superficie invernale coltivata a mais, Ucraina e Russia hanno comunicato raccolti inferiori, mentre l'Argentina ha stime in rialzo in proporzione all'aumento delle superfici destinate alla semina del granturco. I principali cambiamenti nel commercio globale per il 2023/24 sono rappresentati dalle maggiori esportazioni di mais di Ucraina e Argentina, e dalle riduzioni per Sud Africa e India. Le importazioni di mais sono calate nell'Unione Europea, in Arabia Saudita, Israele e Corea del Sud, ma sono aumentate in Messico, Venezuela e Indonesia. Per concludere, le scorte finali di mais sono in calo in Ucraina, ma in parte compensate dall'aumento in Brasile, per una variazione complessiva di -2,4 milioni, che ha portato il totale a 319,6 milioni di tonnellate dai 322,1 mln di febbraio. Le previsioni globali sul mercato del frumento per il 2023/24 vedono la produzione mondiale salire solo marginalmente di 800.000 tonnellate, a 1.057,8 milioni dai precedenti 1.057,0 milioni, principalmente grazie alla maggiore produzione di Australia, Russia e Argentina e alla concomitante riduzione di Europa e Serbia. Il consumo globale di grano è cresciuto di circa 1,5 milioni di tonnellate, raggiungendo i 799 mln dai precedenti 797,6 mln, a causa del maggior utilizzo alimentare, sementiero e industriale in Indonesia, Europa e Kazakistan. Il commercio mondiale è aumentato di 1,4 milioni di tonnellate, raggiungendo i 212,1 milioni dai precedenti 210,7 mln, con maggiori esportazioni da parte di Ucraina, Australia e Turchia. Le scorte finali previste per il 2023/24 sono stimate in calo di 0,6 milioni di tonnellate a 258,8 milioni (da 259,4 milioni), rinnovando il livello più basso dal 2015/16, già segnato lo scorso febbraio. Infine, sul mercato della soia, per il 2023/24, sono previste scorte iniziali più basse, produzione inferiore, esportazioni in aumento e scorte finali in calo rispetto al mese di febbraio. La produzione globale di soia nel 2023/24 è calata a causa del minor apporto di Brasile e Sud Africa per un complessivo di 396,8 milioni di tonnellate rispetto a 398,2 milioni del mese precedente. La produzione di soia in Brasile si è ridotta di 1,0 milioni di tonnellate a 155,0 milioni (da 156 milioni), poiché il raccolto del maggior paese produttore ha registrato una resa inferiore nello stato di Paraná e condizioni meteorologiche avverse nello stato di San Paolo. La resa inferiore del raccolto in Sud Africa ha portato a una contrazione di 0,4 milioni di tonnellate per un totale di 2,1 milioni. La macinazione della soia è calata in Brasile e Sud Africa proprio a causa della minor disponibilità di semi e si è ridotta anche in Ucraina, ma per la volontà di esportare maggiori quantità di materia prima non lavorata. L'export globale di soia per il 2023/24 è così aumentato di 3 milioni di tonnellate a 173,6 milioni (da 170,6 milioni) per l'aumento delle esportazioni dal Brasile, in costante crescita negli

ultimi cinque mesi (da ottobre 2023) e per le maggiori spedizioni dall'Ucraina. In aumento le importazioni dalla Cina. Le scorte finali di soia sono scese di circa 1,8 milioni di tonnellate, arrivando a 114,3 milioni (da 116,0 milioni), a causa dell'incremento delle riserve cinesi e al calo di quelle brasiliane.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.03.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	511,9	-1,0	-3,2	-6,0	-0,2
Mais (\$ cent.)	432,5	-9,2	-10,5	-33,3	-8,2
Frumento (\$ cent.)	543,5	-12,8	-6,2	-22,1	-13,5
Soia (\$ cent.)	1.199,0	-8,9	-8,0	-16,9	-7,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo: le difficoltà nei trasporti lungo la tratta del Mar Rosso continuano a pesare lasciando inalterata l'incertezza sia sulle forniture asiatiche che sull'export europeo.

Sostanzialmente immutato il quadro di volatilità e incertezza legate alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, che mantengono alta la pressione sui prezzi del riso e delle principali soft commodity in arrivo dal Sud Est Asiatico. Si amplia l'impatto anche sull'invio di prodotti agro-alimentari finiti, o freschi, dall'Europa ai mercati asiatici, che vede rincarare i costi e dilatarsi i tempi di consegna. Un quadro che ci porta a riconfermare il nostro scenario di moderato rialzo, nel breve termine, complice l'aumento delle tensioni in Medio Oriente che rischiano di generare ulteriori rincari (reali o speculativi) su tutto il comparto agricolo. Riconfermato anche il quadro previsivo di medio-lungo termine: il cambiamento climatico che investirà coi su effetti negativi le maggiori regioni produttrici, a causa del fenomeno de El Niño, potrebbe ridurre le rese dei raccolti e quindi originare un aumento delle pressioni rialziste sui prezzi agricoli, seppur in uno scenario di frenata del ciclo economico, che normalmente genera una fisiologica contrazione della domanda. Le soft commodity vedono in generale crescere le previsioni di rialzo dei prezzi nel breve termine, a causa della già menzionata crisi nel Mar Rosso. Nel medio-lungo periodo saranno invece le conseguenze che potrebbe creare El Niño anche quest'anno (in maniera del tutto anomala) sulla maggior parte dei coloniali ad alimentare il rincaro dei prezzi, aggiungendosi alle pressioni in atto in questo momento.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (cent. \$)	432,5	470,0	450,0	460,0	486,3	489,4
Frumento (cent. \$)	543,5	600,0	580,0	580,0	615,0	615,0
Soia (cent. \$)	1.199,0	1.285,0	1.250,0	1.230,0	1.280,0	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	432,5	470	470	460	460	465
Frumento (\$ cent.)	543,5	620	620	605	600	615
Soia (\$ cent.)	1.199,0	1.310	1.310	1.290	1.280	1.310

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Si amplia il rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity, le materie prime agricole che maggiormente hanno subito l'impatto della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso, che ha visto il calo dei transiti navali nel Canale di Suez verso i porti del Mediterraneo. Nel medio-lungo termine confermiamo come siano gli effetti negativi del cambiamento climatico il fattore che rischia di premere al rialzo sulle quotazioni dei "coloniali".

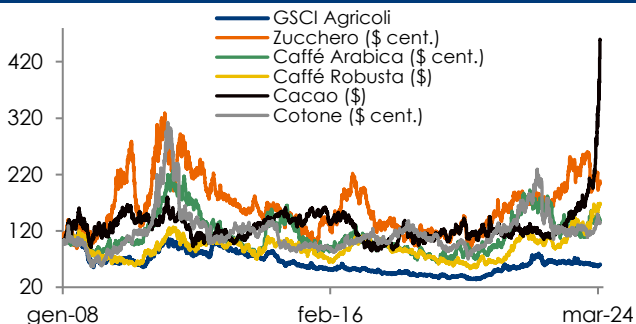
Cotone: persistono i disagi sui trasporti che rallentano le forniture che transitano per il Canale di Suez verso l'Europa.

Non accenna a diminuire la tensione sulle forniture di cotone che dall'India (e in generale dal Sud Est asiatico) raggiungono i porti del sud del Mediterraneo attraverso il Canale di Suez, spingendoci a confermare un profilo di consolidamento per i prezzi del cotone. Per ora questa situazione non sta portando a un rincaro dei prezzi per il consumatore finale; è evidente però che la crisi deve rientrare, altrimenti i disagi rischiano di diventare strutturali e potrebbero mutare gli equilibri del mercato e della manifattura tessile in Europa. I fondamentali globali del mercato del cotone, secondo l'ultimo WASDE, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA) e relativo alla stagione in corso, mostrano un incremento della produzione, del consumo e del commercio globale, a fronte di scorte finali inferiori. La produzione mondiale è aumentata leggermente di 130.000 balle (a 112,9 milioni di balle da circa 112,8 milioni), poiché i minori raccolti negli Stati Uniti e in Argentina sono stati più che compensati da un aumento di 500.000 balle in India. Il consumo globale è cresciuto di quasi 500.000 balle (a 112,9 milioni da 112,4 mln), grazie alla maggior domanda da Cina e India e nonostante il calo delle richieste dalla Turchia (una delle maggiori manifatture tessili del mondo) e da altri paesi consumatori minori. Il commercio mondiale è cresciuto di circa 400.000 balle; le importazioni cinesi sono salite alla cifra record di 900.000 balle, mentre si registrano aumenti dell'export per India, Australia e Turchia. Le scorte finali globali sono calate di 353.000 balle a 83,3 milioni (dai precedenti 83,7 milioni).

Zucchero: possibile consolidamento dopo i rincari di inizio anno.

I fondamentali del mercato dello zucchero non cambiano, mentre le quotazioni restano alte ma hanno visto ridursi la spinta rialzista. Alla base delle tensioni sui prezzi troviamo un insieme di elementi ma appare evidente come sia in corso un profondo cambiamento del mercato globale, caratterizzato dalle difficoltà dell'offerta nel soddisfare una domanda in costante aumento. Se i fattori climatici e le difficoltà di trasporto verso i mercati europei si sono sommati alle politiche protezionistiche varate da alcuni produttori, premendo al rialzo sui prezzi, il focus si è spostato ora sulla reale dimensione dell'offerta stagionale. La produzione in Brasile, principale coltivatore mondiale, dovrebbe rimanere forte nonostante un leggero calo atteso per il raccolto di canna da zucchero, causato dalla siccità che ha colpito una parte delle piantagioni. Inoltre, i raffinatori brasiliani continuano a destinare la maggior parte della materia prima grezza alla produzione di dolcificante a scapito della produzione di etanolo, un elemento che dovrebbe smussare le tensioni rialziste. Nel dettaglio, la produzione di zucchero in Brasile per la stagione 2024/25 dovrebbe raggiungere 42,6 milioni di tonnellate, un ammontare che supererebbe i 40,3 milioni della scorsa stagione (dato non ancora definitivo), diventando il nuovo record storico. L'aumento dei prezzi al consumo dello zucchero (superiori a quelli dell'etanolo) favorirà non solo un aumento dei terreni destinati alla canna da zucchero, ma potrebbe far salire al 51,8% la parte di nuovo raccolto destinata alla produzione di dolcificante alimentare. Di contro, si prevede un calo della produzione in India, il secondo produttore mondiale, e questo rischia comunque di portare il mercato globale dello zucchero da un surplus di 500.000 tonnellate, registrato nella stagione 2023/24, a un deficit di 700.000 tonnellate per la nuova stagione 2024/25.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.03.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	511,9	-1,0	-3,2	-6,0	-0,2
Cotone	93,4	16,0	5,7	17,5	15,3
Cacao	9.622,0	124,7	174,9	233,6	129,3
Zucchero	22,4	8,7	-14,3	7,0	8,8
Caffè (arabica)	188,1	-3,2	24,7	4,9	-0,1
Caffè (robusta)	3.465,0	12,7	41,1	60,2	13,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la crisi dei trasporti nel Mar Rosso ha alimentato la speculazione sul caffè (Robusta) ma questa dinamica potrebbe esaurirsi.

Le tensioni sui trasporti navali nel basso Mar Rosso e i riflessi sui passaggi commerciali per il Canale di Suez sono certamente una causa reale alla base della dinamica rialzista del caffè, da inizio anno. La sensazione che la speculazione abbia approfittato di un elemento reale di crisi, per amplificare il rialzo dei prezzi, sembra comprovata dall'aumento degli acquisti di contratti sul caffè Robusta da parte di operatori finanziari (non industriali), a mano a mano che le quotazioni salivano. Questo suggerisce che, una volta rientrati i timori per la regolarità delle forniture, in particolare dal Sud Est asiatico, le quotazioni potrebbero diminuire, accompagnate da una parallela contrazione delle posizioni speculative. L'International Coffee Organization (ICO) aveva già dichiarato che il mercato mondiale del caffè dovrebbe registrare un modesto surplus nella stagione in corso, come effetto combinato delle stime per il raccolto in America Latina e di una crescita inferiore alle attese dei consumi mondiali. Inoltre, resta aperto il dibattito sul raccolto di caffè in Brasile, con la Companhia Nacional de Abastecimento (Conab) che sembrerebbe sottostimare la dimensione e molti operatori locali che invece non solo lo vedono in forte aumento su entrambe le varietà (Arabica e Robusta) ma ipotizzano che la raccolta potrebbe iniziare prima del solito, già a fine aprile. Appare quindi giustificato un profilo previsivo di marginale rialzo per l'Arabica e di fisiologica frenata dei prezzi per la varietà Robusta (la qualità di caffè che transita per il Canale di Suez in arrivo dalle piantagioni del Sud Est asiatico).

Cacao: il rialzo da inizio anno appare eccessivo, non escludiamo un deciso ridimensionamento delle quotazioni.

Come per il caffè, anche per il cacao la corsa al rialzo dei prezzi ha ulteriormente accelerato e questo potrebbe innescare una serie di forti vendite visto il livello eccessivo raggiunto dalle quotazioni, che appaiono ingiustificate rispetto ai fattori reali che hanno innescato la dinamica rialzista. Condizioni meteorologiche eccezionalmente sfavorevoli hanno ridotto le rese delle principali piantagioni di cacao africane, colpite in particolare da un eccesso di pioggia (durante la stagione umida), che ha favorito il proliferare di malattie e parassiti indebolendo le piante in procinto di dare frutto. Al contrario, a ridosso del raccolto, i semi di cacao non hanno ricevuto la corretta dose di precipitazioni, patendo invece una grave siccità che ne ha ridotto la resa. Un quadro già delineato dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO), che ha sottolineato le condizioni di crescita sfavorevoli e le malattie dei raccolti che alimentano le stime di deficit della produzione globale per la terza stagione consecutiva. E' probabile che il prezzo del cacao resti molto alto fino a quando non si verificherà un reale ribilanciamento del mercato, ovvero maggiori rassicurazioni sulla dimensione dell'offerta africana e/o un calo della domanda mondiale. Continuiamo a pensare che il rialzo dei prezzi sia eccessivo e non rispecchi le reali difficoltà del comparto; quando partirà il processo di riaggiustamento del mercato fisico è probabile che il calo delle quotazioni possa essere anche molto rapido.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	93,4	85,0	87,0	88,0	85,1	89,0
Cacao	9.622,0	6.000	5.200	4.800	4.185	3.850
Zucchero	22,4	22,9	23,0	22,9	22,6	23,0
Caffè (arabica)	188,1	185,0	189,1	190,0	187,0	184,0
Caffè (robusta)	3.465,0	2.420	2.433	2.383	2.428	2.326

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.03.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	93,4	95	91	88	92	90
Cacao	9.622,0	6.000	5.200	4.800	5.425	4.400
Zucchero	22,4	23,0	23,0	22,4	22,6	23,0
Caffè (arabica)	188,1	200	195	190	195	190
Caffè (robusta)	3.465,0	3.400	3.300	2.800	3.200	2.800

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.02.2024.

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) 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 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 Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi