

Mensile Materie Prime

Tassi, Cina e geopolitica scuotono le Commodity

Energia: outlook Mod. Positivo; tagli all'offerta e tensioni sostengono il greggio

Il perdurare delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, la conferma delle stime di consumi robusti anche per il 2024 e la probabile estensione dei tagli produttivi dell'OPEC+ anche al 2° trimestre sono tutti elementi che rafforzano il nostro scenario di consolidamento del petrolio, e in generale del comparto dell'Energia. Si riducono al minimo i rischi rialzisti per il metano; il sistema europeo appare ben fornito e al riparo da tensioni sui prezzi o rischi di mancate forniture.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, ma si allontana il primo taglio dei tassi

L'auspicato calo dei tassi di interesse, il deprezzamento del dollaro statunitense, le tensioni geopolitiche e un'inflazione sotto controllo (seppur ancora alta) resteranno i principali fattori che dovrebbero sostenere i Preziosi nei prossimi mesi. La possibilità di maggior rialzo si sposta tuttavia nella seconda parte del 2024, quando la svolta ribassista sul costo del denaro negli Stati Uniti e in Europa si dovrebbe concretizzare. Incertezza e avversione al rischio sono invece i due fattori che contribuiranno a mantenere alte le quotazioni dell'oro e di tutti i Preziosi nel breve termine.

Metalli industriali: outlook Neutrale, pesano i dubbi sui tassi e sul ciclo in Cina

Il rallentamento economico globale in atto rischia di aggravarsi a causa dello spostamento in avanti del primo taglio dei tassi, per le principali economie sviluppate. Uno scenario che è solo parzialmente mitigato dalle aspettative sugli effetti positivi che potrebbero scaturire da una maggiore implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese. Di conseguenza prevale ancora molta cautela sui metalli, almeno nel breve termine.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, incide ancora la crisi del Mar Rosso

Riconfermiamo il nostro scenario di moderato rialzo, nel breve termine, complici le tensioni in Medio Oriente. Immutata la previsione di medio-lungo termine: le condizioni climatiche anomale (El Niño), attese nelle principali regioni produttrici, potrebbero limitare i raccolti e generare nuove pressioni rialziste sui prezzi. Discorso analogo per le soft commodity, le prime a reagire alla crisi nel Mar Rosso e rincarare, anche se per alcune i livelli attuali di prezzo appaiono eccessivi.

Soft Commodity:

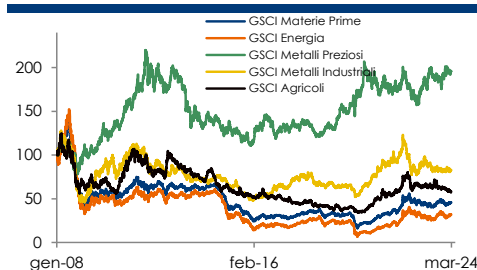
- Cotone:** tensione sulle forniture dal Sud Est asiatico che transitano dal Canale di Suez.
- Zucchero:** protezionismo e dubbi sulle forniture dal Sud Est asiatico premeranno al rialzo.
- Caffè:** la crisi dei trasporti nel Mar Rosso potrebbe aver gonfiato eccessivamente i prezzi.
- Cacao:** ipotesi di deficit produttivo e difficoltà di trasporto spingono ancora i prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore 27.02.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.546,4	6,0	5,3	42,2
GSCI Energia	639,4	10,4	14,7	36,6
GSCI Met. Preziosi	2.275,1	-1,8	5,0	46,1
GSCI Met. Industriali	1.543,9	-3,5	-22,6	19,7
GSCI Prod. Agricoli	498,4	-2,8	-13,1	47,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

28 febbraio 2024 - 11:56 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 febbraio 2024 - 12:02 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Feb.	Gen.
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	10,1	-10,7
Brent	8,6	-10,3
Gas naturale	-35,8	-43,8
Gasolio	12,7	-18,5
Oro	-1,8	-0,7
Argento	-6,5	-7,7
Rame	-1,0	-12,1
Alluminio	-8,1	2,2
Zinco	-10,0	-44,7
Nickel	5,2	-9,3
Mais	-13,4	-20,7
Frumento	-6,7	-14,9
Soia	-12,5	2,7
Cotone	24,4	0,0
Caffè Arabica	3,1	63,0

Fonte: Bloomberg; dati al 27.02.24

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.02.2024 (salvo diversa indicazione).

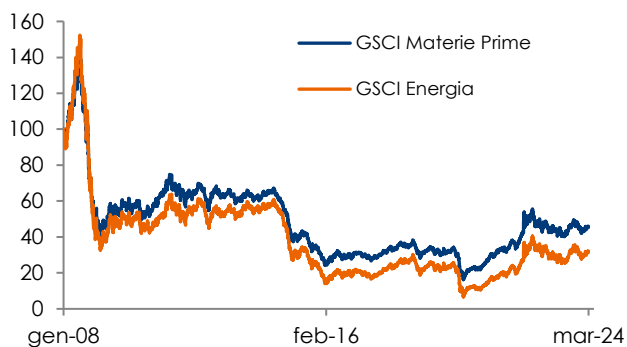
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: tagli all'offerta, consumi e geopolitica sosterranno il greggio

Commodity: il rallentamento economico e il ritardo nella riduzione del costo del denaro rischiano di penalizzare le materie prime.

Al rallentamento economico globale, che resta il principale elemento depressivo per le materie prime, si aggiunge ora la rimodulazione delle aspettative sul primo taglio dei tassi nelle maggiori economie. La riduzione del costo del denaro, che dovrebbe favorire il recupero delle quotazioni, sbloccare finanziamenti e investimenti e consentire il varo di nuovi progetti in molti comparti delle materie prime, arriverà ma non subito, probabilmente a partire dalla seconda parte del 2024. Di conseguenza il probabile miglioramento delle performance delle materie prime si sposta nel 2° semestre. Le tensioni geopolitiche continuano a tenere alta la pressione sulle commodity ma, come per tutte le situazioni temporanee, il mercato ha iniziato a metabolizzare anche questa componente, riducendone gli effetti rialzisti. Sia lo scontro tra Israele e Hamas a Gaza che gli attacchi degli Houthis dello Yemen contro le navi commerciali in transito nella parte meridionale del Mar Rosso continuano ad incidere sul commercio globale ma senza l'enfasi di alcune settimane fa. Il costo delle spedizioni tra Asia ed Europa è certamente aumentato. La decisione di alcune compagnie navali di deviare i cargo circumnavigando l'Africa ha ovviamente fatto lievitare i prezzi di diverse materie prime in ingresso nei mercati europei e rincarato i trasporti di alcuni prodotti finiti, e anche freschi, del comparto agro-alimentare, in uscita verso i mercati asiatici. Quello che appare meno preoccupante è l'ipotesi di un'interruzione completa del commercio marittimo e di una conseguente riduzione dell'offerta di risorse trasportate dal Canale di Suez in Europa (e viceversa). Certamente, quanto appena descritto ha avuto riflessi sull'inflazione in Europa e negli Stati Uniti, proprio in un momento in cui le banche centrali apparivano rassicurate dal rallentamento dei prezzi, e pronte ad abbassare i tassi di interesse. Da questa analisi esula parzialmente il comparto petrolifero: il mercato ha già parzialmente riequilibrato le proprie valutazioni sul greggio, vista la generale convinzione che il consumo mondiale di carburanti resterà comunque alto nel 2024, a fronte della strategia di contenimento dell'offerta da parte dei produttori, con la conseguenza di mantenere elevati i prezzi del petrolio. L'ultimo elemento che grava sullo scenario delle commodity è la dimensione del recupero economico in Cina. Se la banca centrale cinese (PBoC) risulta decisamente attiva nella sua azione di sostegno al ciclo, attraverso una politica monetaria espansiva, meno efficaci appaiono le mosse del Governo, che ha annunciato molte misure ma ne ha implementate poche, alimentando un certo scetticismo.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3,546,4	6,0	5,3	42,2
GSCI Energia	639,4	10,4	14,7	36,6
WTI (\$)	78,9	10,1	-17,6	37,8
Brent (\$)	83,7	8,6	-17,2	26,7
Gas Naturale (\$)	1,6	-35,8	-63,3	-42,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

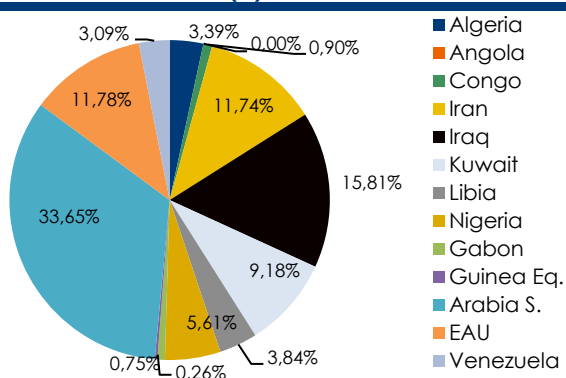
OPEC+: si avvicina il momento di decidere se estendere i tagli volontari alla produzione oltre il

31 marzo. L'OPEC+ tra pochi giorni dovrà decidere se estendere i tagli volontari dell'offerta di petrolio anche al 2° trimestre, cioè oltre la scadenza fissata del 31 marzo. Non è in agenda una vera e propria riunione formale nei primi giorni di marzo, l'incontro ufficiale resta fissato per il 1° giugno a Vienna. E' probabile quindi che la comunicazione, come avvenuto per la prima decisione sulle riduzioni volontarie, sia demandata ai singoli paesi che annunceranno le scelte fatte e l'ammontare dei tagli. A dispetto dello scetticismo sul rispetto delle quote e sull'efficacia

delle stesse, in un contesto di rallentamento economico, dubbi sulla domanda cinese, aumento delle forniture statunitensi e sanzioni alla Russia, la strategia dei produttori ha consentito di mantenere i prezzi del greggio intorno agli 80 dollari (media fra i due contratti WTI e Brent). Per queste motivazioni, si fatica a capire perché i produttori dovrebbero cambiare linea e non prorogare i recenti tagli (circa 2-2,2 milioni di barili al giorno da sommarsi ai precedenti circa 1,6-1,8 milioni giornalieri). Arabia Saudita e Russia, i due leader del consorzio OPEC+, necessitano entrambi di prezzi alti del petrolio, per motivazioni differenti che però li spingono verso una probabile decisione comune, come emerge anche dalle recenti dichiarazioni di entrambi i paesi. Se l'OPEC+ dovesse riportare la produzione alle condizioni di normalità, rischierebbe un deciso storno dei prezzi in un momento in cui, nonostante le robuste stime sui consumi petroliferi per il 2024, aumentano le previsioni di surplus di mercato, con l'offerta che rischia di eccedere una domanda ancora scossa dal rallentamento economico globale.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di febbraio, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha confermato per il 2024 l'aumento della domanda di 2,25 milioni di barili al giorno (mb/g), in linea con la stima di gennaio, e per il 2025 l'incremento di +1,85 mb/g (anche in questo caso in linea col precedente). Il consumo totale resta quindi confermato a 104,4 mb/g nel 2024. Anche questo mese la fiducia sulla futura domanda deriva dall'ottimismo sui consumi in arrivo da Oriente, nonostante un certo scetticismo sulla scarsa implementazione delle misure di sostegno all'economia in Cina. L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (**OMR**) di febbraio, ha solo marginalmente ridotto la domanda globale di petrolio per il 2024: +1,22 mb/g dai precedenti +1,24 mb/g (-200.000 rispetto alla stima di gennaio), per un consumo complessivo di 102,7 mb/g da 102,9 mb/g. Ancora una volta, la dinamica espressa è la medesima tra IEA e OPEC, mentre diversa è la dimensione dell'incremento, con la IEA che resta cauta e i produttori che continuano invece a scommettere sui consumi cinesi. Infine, secondo lo Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di febbraio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, il mercato globale dovrebbe registrare un piccolo deficit di circa 100.000 barili al giorno nel 2024 (stima invariata da gennaio) e un surplus di circa 500.000 barili nel 2025 (rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di 300.000). Il consumo mondiale di petrolio dovrebbe salire a 102,4 mb/g nel 2024 (+1,4 mb/g a/a ma rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 102,5 mb/g) e a 103,7 mb/g nel 2025 (invariato), che rappresenterebbe il nuovo massimo storico dei consumi. L'EIA stima che l'offerta non-OPEC aumenterà ancora raggiungendo i 70,3 mb/g nel 2024 (+0,8 mb/g a/a, rivisto al ribasso dal mese scorso: 70,4 mb/g) e i 71,5 mb/g nel 2025 (rivisto al rialzo da 71,3 mb/g), anche in questo caso un nuovo record storico. La produzione di greggio statunitense dovrebbe crescere fino a 13,1 mb/g nel 2024 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al ribasso rispetto a 13,2 mb/g del mese scorso) e a 13,5 mb/g nel 2025 (rivisto al rialzo da 13,2 mb/g).

Produzione membri OPEC (%)



Nota: l'Angola, pur formalmente presente, ha una quota produttiva dello 0%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.01.2024

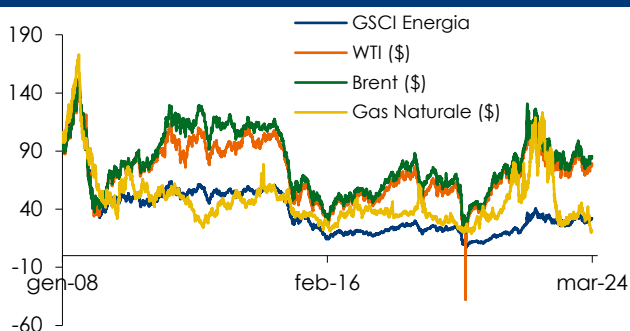
Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori

Dollari	Media 2000-19				Stime	Stime
		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: scendono ancora le quotazioni del gas europeo. Restano molto bassi i prezzi del gas naturale in Europa, molto vicini ai livelli precedenti alla crisi di maggio 2021, quando la Russia decise di interrompere i flussi di gas verso i clienti europei. La radicale metamorfosi del sistema di approvvigionamento, che ha visto fluire ingenti importazioni di GNL (gas naturale liquefatto), il clima caldo e la riduzione della domanda in tutti i paesi europei sono tutti elementi che hanno contribuito a mantenere alto il livello delle riserve sotterranee di gas della UE, nonostante i consumi invernali, contribuendo a mantenere bassi i costi al dettaglio. Gli impianti di stoccaggio europei risultano mediamente pieni al 64%, una quota che è però attesa diminuire a causa del ritorno del freddo a cavallo fra febbraio e marzo. Le difficoltà dei transiti navali nel Mar Rosso stanno ancora influenzando negativamente il commercio globale, mentre sono apparse da subito minime le conseguenze per le forniture di gas all'Europa di passaggio per quel tratto di mare. A fronte di una situazione relativamente sicura, l'allerta resta comunque alta: il calo così repentino delle quotazioni del gas (anche il benchmark statunitense ha perso oltre il 35% da inizio anno) rischia di attirare verso il mercato europeo i compratori asiatici, estremamente sensibili ai cali di prezzo, che potrebbero concorrere all'acquisto delle medesime forniture a cui puntano i paesi europei. Un'azione che avrebbe però una finalità di riserva; infatti, anche l'inverno nel Nord Est asiatico è stato particolarmente mite, riducendo le esigenze di importazione e contribuendo a smussare la forte concorrenza che abitualmente si verifica sul mercato delle forniture di gas liquefatto. Per questo motivo, se sommiamo gli effetti del probabile ultimo spezzone di clima invernale in Europa, previsto per le prossime settimane, ai fisiologici acquisti che solitamente seguono la chiusura del periodo invernale (lo strategico ripristino delle scorte), siamo portati a pensare che il gas possa risalire dagli attuali minimi ma limitandosi a consolidare poco sopra.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	639,4	3,5	-0,4	5,6	10,4
WTI (\$)	78,9	3,2	-1,5	2,4	10,1
Brent (\$)	83,7	2,4	-0,9	-0,3	8,6
Gas Naturale (\$)	1,6	-40,3	-37,4	-41,2	-35,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo: immutati i fattori che sostengono le quotazioni petrolifere in vista della probabile estensione dei tagli OPEC+. Si riducono al minimo i rischi rialzisti per il metano. Il perdurare delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, la conferma delle stime di consumi robusti anche per il 2024 e la probabile estensione dei tagli produttivi dell'OPEC+ anche al 2° trimestre sono tutti elementi che rafforzano il nostro scenario di consolidamento del petrolio, e in generale del comparto dell'Energia. Il mercato energetico, come più volte detto, è destinato a restare sotto pressione probabilmente per tutto il 2024, come dimostra il consolidamento delle quotazioni petrolifere intorno al livello di 80 dollari al barile (media fra i due contratti WTI e Brent). L'impatto delle tensioni mediorientali si è sommato all'efficace strategia di contrazione dell'offerta decisa dall'OPEC+ e rigidamente applicata in questo 1° trimestre (smentendo le previsioni di mancato rispetto delle quote assegnate vista la natura volontaria dei tagli). Dopo circa due mesi di disagi, possiamo dire, seppur con cautela, che le conseguenze degli eventi del Mar Rosso sui trasporti del gas naturale liquefatto appaiono nulle, visto il calo dei prezzi in atto, al netto delle previsioni di maltempo previste in Europa per l'ultima parte della stagione invernale e del probabile riempimento delle scorte al termine dell'anno termico, che potrebbero favorire un contenuto rialzo delle quotazioni. Minimo e sporadico anche l'aggravio di costo per il trasporto e lo sdoganamento del petrolio attraverso il Canale di Suez e diretto ai porti europei. Quello che

continua certamente a generare pressione è l'incertezza derivante da questa situazione e dalle tensioni in Medio Oriente, indipendentemente dai reali effetti sulle altre materie prime, sul petrolio o sul metano. Un quadro composto da molteplici fattori ma tutti orientati a supportare le quotazioni energetiche e non certo a deprimerle.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.24	2024	2024	2024	2023	2024
WTI (\$)	78,9	83,5	77,9	78,0	79,0	75,2
Brent (\$)	83,7	86,5	82,5	82,8	82,5	80,0
Gas Naturale (\$)	1,6	3,1	2,8	2,5	3,0	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

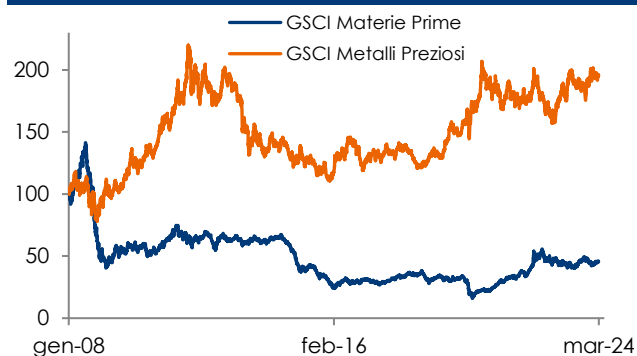
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	78,9	77,0	74,0	77,0	76,0	74,0
Brent (\$)	83,7	81,0	78,0	81,0	80,0	78,0
Gas Naturale (\$)	1,6	2,8	2,6	2,8	2,9	3,5
TTF (€/MWh)	24,7	33,0	30,0	26,0	31,0	28,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: ancora positivi ma si allontana il primo taglio dei tassi

I Preziosi consolidano i rialzi ma lo scenario si fa più controverso. Se il fattore principale alla base del positivo scenario 2024 sui metalli preziosi resta l'avvio della riduzione del costo del denaro nelle principali economie, qualche preoccupazione inizia a destare il rinvio del primo intervento sui tassi. Sia negli Stati Uniti che in Europa la costante rimodulazione delle attese sulla prima azione monetaria espansiva, operata dalle banche centrali, unita agli effetti delle tensioni geopolitiche sulla propensione al rischio degli investitori, sta ancora sostenendo il dollaro contro tutte le principali valute, aumentando la concorrenza con l'oro, che sta comunque mantenendo il proprio appeal come asset difensivo. L'intensità e la velocità del taglio dei tassi, stimate dalla maggioranza degli operatori di mercato, hanno subito un fortissimo ridimensionamento nel breve arco di poche settimane, allineandosi maggiormente con le ipotesi di riduzione del costo del denaro da sempre tratteggiate da Fed e BCE. Restiamo dell'idea che sia proprio la possibile delusione che scaturirebbe da una svolta monetaria espansiva più debole, e meno efficace di quanto sperato, il fattore che potrebbe limitare il rialzo dei Preziosi, e in particolare dell'oro, nel corso dell'anno. La probabilità di un ridimensionamento delle quotazioni potrebbe infatti crescere di pari passo con i dubbi sulle tempistiche e sulla dimensione della riduzione del costo del denaro. Non cambiano invece i restanti elementi del quadro sui Preziosi: le tensioni geopolitiche proseguiranno, alimentando la richiesta di asset difensivi da parte dei soggetti avversi al rischio. In aggiunta, anche i segnali giunti recentemente dall'inflazione raffreddano l'ottimismo sulla già marginale frenata dei prezzi, in tutte le principali aree economiche. Si rafforza la sensazione che l'inflazione, pur restando lontana dai massimi, non sia del tutto domata ma anzi rischi di restare inaspettatamente più alta di quanto atteso. Anche questa prospettiva finirà per sostenere la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto, eroso dal perdurare dell'inflazione. Sono immutate le nostre previsioni di cauto ottimismo per i metalli preziosi con impieghi industriali: l'ipotesi di rialzo dei prezzi resta legata ai timori sull'insufficiente disponibilità futura di questi materiali, a patto che il rallentamento del ciclo globale rimanga contenuto, non sorprenda in negativo e resti allineato alle attuali previsioni.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.546,4	6,0	5,3	42,2
GSCI Met. preziosi	2.275,1	-1,8	5,0	46,1
Oro (\$)	2.032,3	-1,8	7,0	54,5
Argento (\$)	22,5	-6,5	-7,7	44,1
Platino (\$)	892,6	-10,0	-14,4	2,3
Palladio (\$)	946,4	-14,0	-62,3	-38,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

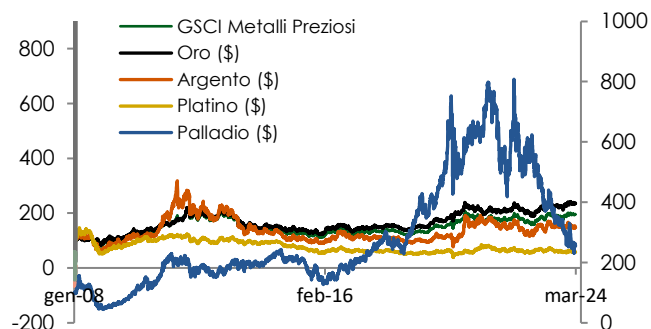
Consolidano i rialzi sui Preziosi in questa prima parte dell'anno, ma aumentano anche i dubbi sulle future mosse delle banche centrali.

Le incertezze sulle tempistiche di taglio dei tassi negli Stati Uniti e in Europa, così come la dimensione e il ritmo della riduzione, sono gli elementi che rischiano di complicare il quadro sui Preziosi. Le indicazioni sulla dinamica dei prezzi, emerse dalle recenti statistiche, hanno posto forti dubbi sul buon esito dell'azione di contrasto all'inflazione. Le banche centrali si sono affrettate a ribadire che il taglio dei tassi di interesse è strettamente legato al raffreddamento dei prezzi e che le ultime evidenze invitano a mantenere alta l'attenzione. Le prossime mosse di politica monetaria, di Fed e BCE, rischiano di essere influenzate proprio dai timori di nuove fiammate inflattive, a cui si sommano le tensioni geopolitiche. Il movimento di fondo resta di probabile deprezzamento del dollaro e di calo dei rendimenti dei titoli di stato USA, viste le attese di svolta espansiva per la Fed, benché dilatate nel tempo. Appare però evidente che queste due dinamiche abbiano subito un deciso rallentamento, come risultato della rimodulazione delle aspettative sui tassi da parte degli investitori di mercato.

L'oro ha chiuso l'anno passato su livelli alti e ha iniziato anche il 2024 all'insegna della forza, svolgendo a pieno il suo ruolo di bene rifugio per gli investitori più avversi al rischio, viste le molteplici tensioni geopolitiche in atto. Un movimento che però ha visto diminuire il proprio slancio proprio sulla rimodulazione delle aspettative di imminente conclusione delle politiche monetarie restrittive e sull'inatteso ritorno di forza del dollaro, valuta rifugio che concorre con l'oro nelle preferenze degli investitori. La correlazione inversa fra i prezzi del metallo aureo, l'andamento del dollaro e la dinamica dei rendimenti dei Treasury resta valida, ma anche in questo caso ha visto diminuire la propria intensità, come conseguenza delle maggiori incertezze sul quadro generale. La forza del ciclo statunitense sembra addirittura aumentare, incidendo sulle aspettative di avvio del taglio dei tassi Fed, già scosse dal riaccendersi dei rischi inflativi, impedendo così un maggior indebolimento del dollaro. Anche le tensioni geopolitiche, in costante aumento, finiscono per alimentare l'appeal del biglietto verde nel suo ruolo di asset difensivo, limitando il rialzo dell'oro. Per concludere, se il quadro di elementi a sostegno delle previsioni di rialzo dell'oro non è cambiato, i dubbi sull'inizio dell'allentamento monetario rischiano di rendere più controverso lo scenario futuro. La dinamica dell'argento resta correlata a quella dell'oro, con l'unica differenza di una prospettiva di performance migliore, a lungo termine, dovuta a un ruolo maggiore come materiale industriale, rispetto al metallo giallo. Il maggior impiego manifatturiero dell'argento potrebbe rappresentare infatti un vantaggio, a patto che il ciclo economico non rallenti eccessivamente.

Consolidamento per platino e palladio, in un contesto di rallentamento macroeconomico in linea con le aspettative, ma che conferma i deludenti risultati del comparto automobilistico, in queste prime battute del 2024. Il palladio dovrebbe risultare penalizzato rispetto al platino, come effetto dei processi di sostituzione dei motori termici, dettati dalle sempre più stringenti normative antinquinamento. Una dinamica che appare però in deciso rallentamento come prevedibile conseguenza della frenata delle economie che di certo non favorisce il ricambio del parco auto, quando le prospettive di spesa dei consumatori iniziano a farsi meno rosee. Questo resta però un fattore strutturale: il palladio è destinato ad essere l'elemento costruttivo perdente essendo utilizzato nei filtri antinquinamento dei veicoli diesel, che dovranno essere definitivamente eliminati, lasciando il posto a quelli a benzina (e ibridi), nei cui filtri si utilizza invece il platino. Pertanto, nel 2024 l'andamento dei prezzi di entrambi i metalli sarà determinato ancora dalle aspettative sulle vendite di automobili, già deboli in questa prima parte dell'anno ma con qualche prospettiva di recupero nel 2° semestre, purché il ciclo economico non si deteriori ulteriormente.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.275,1	-1,3	4,5	10,4	-1,8
Oro (\$)	2.032,3	-0,4	5,8	11,1	-1,8
Argento (\$)	22,5	-9,6	-7,3	7,4	-6,5
Platino (\$)	892,6	-5,6	-7,9	-7,2	-10,0
Palladio (\$)	946,4	-10,5	-24,8	-33,7	-14,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: il consolidamento in atto non mina la nostra idea di un maggior recupero dei Preziosi nella seconda parte del 2024, quando dovrebbe realizzarsi l'auspicato taglio dei tassi. Il rialzo dei prezzi dell'oro (e in aggregato del comparto dei Preziosi), iniziato nella parte finale dello scorso anno, è proseguito anche in questi primi due mesi del 2024 ma con uno

slancio sempre minore. L'aumento delle tensioni geopolitiche è un elemento che ha favorito i Preziosi come beni rifugio, insieme però al dollaro statunitense, di nuovo preferito dagli investitori avversi al rischio nelle proprie scelte difensive. Lo scenario sui Preziosi continua ad avere prospettive di miglioramento ma solo se si concretizzeranno le aspettative sulle politiche monetarie, che dovrebbero giungere a una svolta finalmente più accomodante solo a partire dal 2° semestre dell'anno. Tutti gli elementi già individuati in precedenza – auspicato calo dei tassi di interesse, deprezzamento del dollaro statunitense, inflazione sotto controllo (pur se ancora alta) e tensioni geopolitiche – resteranno i principali fattori che dovrebbero sostenere il comparto nei prossimi mesi. La possibilità di maggior rialzo dei Preziosi si sposta quindi nella seconda parte del 2024, quando la svolta ribassista sul costo del denaro negli Stati Uniti e in Europa si dovrebbe concretizzare. 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, pur senza alimentare un vero e proprio trend rialzista.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.032,3	1.939,0	2.025,0	2.050,0	2.042,5	2.050,0
Argento (\$)	22,5	23,1	23,5	24,5	24,3	25,4
Platino (\$)	892,6	914,2	950,0	987,5	998,8	1.200,0
Palladio (\$)	946,4	1.200,0	1.050,0	1.100,0	1.130,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.032,3	2.050	2.100	2.050	2.050	2.025
Argento (\$)	22,5	25,0	27,0	26,0	25,8	25,8
Platino (\$)	892,6	900	950	1.000	975	1.125
Palladio (\$)	946,4	950	1.000	1.050	1.025	1.175

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: i dubbi sui tassi e sul ciclo cinese pesano sul comparto

Non mutano i due elementi chiave dello scenario sui Metalli: il rallentamento economico non deve aggravarsi e i piani di stimolo in Cina devono portare a un recupero maggiore del ciclo. Il

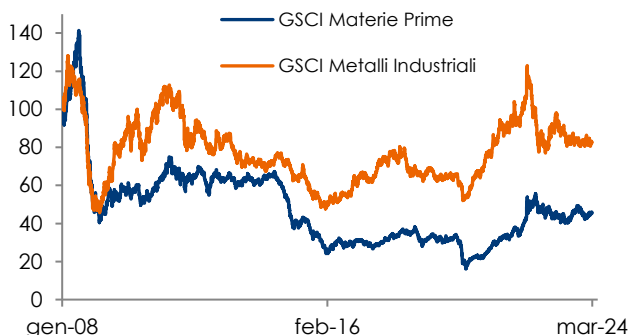
deterioramento del ciclo mondiale e le attese per gli effetti sull'economia degli stimoli annunciati dal Governo cinese restano i due elementi al centro dello scenario dei Metalli. Preoccupa l'incertezza sui tassi: la svolta monetaria espansiva delle principali banche centrali continua a spostarsi in avanti ed è ormai collocata a metà del 2024. Questo significa che nell'attuale fase di rallentamento economico, che per ora fortunatamente non sembra aggravarsi, il sostegno che doveva arrivare da tassi di prestito più bassi non ci sarà, almeno nel breve termine. Più nell'immediato l'attenzione è ancora focalizzata sulle misure di sostegno economico in Cina e sulla loro reale implementazione ed efficacia. 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 del suo imponente settore siderurgico. Nel breve termine, quindi, è questo l'elemento che maggiormente potrebbe sostenere il recupero dei Metalli. Non cambia invece la dinamica interna al mercato fisico dei metalli, che vede il sistema produttivo (in rallentamento) preferire una riduzione profonda delle proprie riserve interne (dei singoli operatori industriali e manifatturieri) piuttosto che rifornirsi sul mercato. Anche il calo dei costi energetici si è sostanzialmente arrestato: siamo lontani dai massimi visti su petrolio, metano e costi elettrici ma certamente i livelli a cui ci siamo fermati sono piuttosto alti. Inoltre, ad aggravare la già ampia mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici, manifatturieri) dovuta agli elevati tassi di interesse, si aggiunge la prospettiva che l'attesa discesa del costo del denaro tardi ad arrivare. Un elemento che scoraggia ulteriormente la richiesta di credito per iniziative che, per loro natura, necessitano di enormi quantità di finanziamenti iniziali. Come detto più volte, la somma di questi elementi rischia di creare un deficit strutturale di offerta, col rischio di generare una decisa impennata dei prezzi, quando la ripresa economica e il conseguente aumento della domanda di metalli e manufatti siderurgici torneranno forti. Una situazione che potrebbe alimentare anche nuove fiammate inflazionistiche, proprio in un momento in cui le banche centrali hanno già constatato che la lotta all'inflazione non è terminata, almeno nel breve termine.

Cina: l'efficace implementazione dei piani di sostegno al ciclo economico resta l'elemento chiave. L'economia cinese resta il principale sistema in grado di influenzare le aspettative sull'intera futura domanda di commodity, e in particolare di metalli. In Cina sono emersi alcuni problemi, dopo la riapertura post-Covid: la flessione della produttività, il calo demografico e i guai del settore immobiliare, a cui si è aggiunta anche la riduzione degli investimenti dall'estero.

I dati economici dell'ultimo mese continuano a mostrare una lentissima ripresa, gravata però dai soliti fattori, come la bassa inflazione domestica (che rende asfittici i consumi) e le turbolenze sul settore immobiliare. Il deflusso di capitali si è notato non solo nel comparto finanziario ma anche in quello produttivo, un fenomeno preoccupante e mai visto prima ma coerente con l'inaspettato spostamento di molti impianti produttivi dalla Cina verso altre aree, principalmente del Sud Est asiatico. Le autorità cinesi, dall'inizio dell'anno, continuano la loro azione di assicurazione, con sempre nuovi annunci di sostegno economico, che confermano la volontà di mantenere robusto il ciclo ma cominciano a suscitare anche qualche perplessità. Inizia quindi a serpeggiare un certo scetticismo rispetto alla dimensione del rilancio economico in Cina, dopo che i piani di stimolo annunciati sono stati, per ora, solo marginalmente implementati. Al contrario appare efficace l'azione di sostegno al ciclo attuata dalla banca centrale cinese (PBoC) attraverso la propria politica monetaria espansiva. L'istituto centrale continua, infatti, a immettere liquidità e rendere sempre più conveniente l'accesso al credito per le imprese e i consumatori, col risultato anche di tenere molto basse le quotazioni dello yuan, agevolando l'export del sistema manifatturiero. Anche il mercato azionario desta qualche preoccupazione: i prezzi delle azioni hanno registrato una lieve ripresa solo nelle ultime settimane, ovvero da quando Pechino ha adottato misure per porre un limite al mercato e il cosiddetto "National Team" (un numero non precisato di fondi di investimento cinesi con sede ad Hong Kong) ha dato effettivamente prova, all'incirca da inizio febbraio, di intervenire in acquisto sull'indice cinese CSI

300 in occasione di ogni eccessivo ribasso, favorendo il rimbalzo delle quotazioni. Una reale ripresa del mercato è al momento lontana; la performance dell'indice cinese da inizio anno è sostanzialmente nulla, per cui per una migliore valutazione si dovrà aspettare. Da questo ragionamento traiamo le medesime conclusioni fatte in altre occasioni: incentivi ai consumi delle famiglie e attenzione per i riflessi del contesto esterno sul sistema produttivo cinese e sul suo export restano le priorità del Governo, oltre che gli elementi di maggior interesse per gli investitori esteri. Stimolare la domanda interna e il ritorno a una maggior forza produttiva e commerciale sono gli obiettivi dei piani di stimolo previsti quest'anno. Per questo motivo la loro implementazione deve necessariamente subire una netta accelerazione e portare cellemente a maggiori risultati che emergano dai dati macroeconomici dei prossimi mesi in Cina.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.546,4	6,0	5,3	42,2
GSCI Industriali	1.543,9	-3,5	-22,6	19,7
Rame (\$)	8.474,0	-1,0	-14,3	30,2
Alluminio (\$)	2.191,5	-8,1	-34,9	14,7
Zinco (\$)	2.375,3	-10,0	-34,7	-14,4
Nickel (\$)	17.460,0	5,2	-28,1	33,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

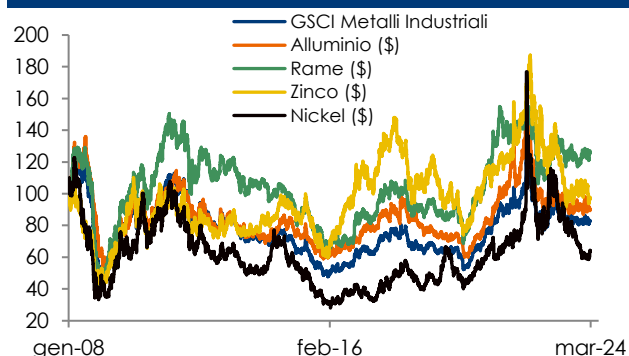
Rame: si azzerava il rialzo da inizio anno, il maggior recupero è previsto nella seconda parte del 2024. La performance del rame da inizio anno si è sostanzialmente azzerata. I dubbi che pervadono tutto il settore dei metalli pesano anche sul rame, togliendo forza al movimento rialzista delle prime settimane dell'anno. Il calo della domanda da parte delle industrie statunitensi e la debolezza economica in Europa sono stati parzialmente compensati dal consolidamento della domanda cinese. Da inizio anno si sono susseguite diverse mosse del Governo e della banca centrale volte a sostenere il ciclo economico cinese, che hanno contribuito a evitare un maggior calo delle quotazioni del rame. In attesa di un recupero economico più intenso in Cina, il mercato fisico del rame resta in deficit; questo fattore, unito al fatto che il calo dei tassi, che ora si è allontanato, dovrebbe concretizzarsi nella seconda parte del 2024, favorirebbe un nuovo rialzo delle quotazioni, in linea con le nostre previsioni. Nell'immediato l'incognita resta quella degli stimoli in Cina, deludenti per implementazione ed efficacia, un elemento che penalizza le nostre previsioni di breve. Al contrario, nel medio-lungo termine, le iniziative a livello mondiale volte a ridurre le emissioni inquinanti aumenteranno la domanda di rame per reti elettriche e trasporti, trovando invece un mercato fisico caratterizzato da offerta sottile e scorte fortemente ridotte, col risultato di premere al rialzo sui prezzi.

Alluminio: le nuove sanzioni alla Russia sfiorano solo l'alluminio, mentre le misure di sostegno in Cina e la transizione ecologica restano gli elementi chiave. Anche questo mese si confermano dinamiche comuni fra il rame e l'alluminio: il calo della domanda dovuto al rallentamento economico, la scarsa offerta di materiale grezzo e l'efficacia degli stimoli economici annunciati dal Governo cinese. Scarso invece l'impatto delle nuove sanzioni alla Russia decise da Unione Europea e Stati Uniti. Nel nuovo pacchetto non ci sono restrizioni più severe sull'alluminio, fatta eccezione per quelle che colpiscono i condensatori di alluminio, che hanno una vasta gamma di applicazioni in campo militare. Il dibattito riguardante le ulteriori sanzioni sull'alluminio grezzo rimane aperto, anche perché in Europa non c'è accordo nel bloccare completamente le importazioni di alluminio dalla Russia. Va detto che negli ultimi anni le importazioni di alluminio russo sono già fortemente diminuite, come conseguenza del notevole ridimensionamento delle

lavorazioni siderurgiche che riguardano questo metallo e che da tempo, per costi, norme antinquinamento e antieconomicità, non sono più centrali nel sistema produttivo europeo. Confermati invece i fattori di lungo periodo: il costo dell'energia e l'impatto del riciclo del metallo sulle dinamiche di prezzo, uniti all'effetto dell'entrata in vigore, dal 1° ottobre 2023 nell'Unione Europea, del regolamento antinquinamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism), dovrebbero mantenere alta la pressione rialzista sui prezzi nell'ultima parte dell'anno.

Zinco: consolidamento di breve e cauto ottimismo sul finale d'anno. Lo zinco ha interrotto i ribassi di inizio anno provando, in febbraio, un marginale recupero dei prezzi. Un movimento che ha totalmente ignorato che il mercato globale dello zinco raffinato abbia registrato un surplus di approvvigionamento di 204.000 tonnellate l'anno scorso (dato ufficiale) e che l'attuale eccesso equivalga a circa il 2,4% (in leggera contrazione da gennaio) della domanda attesa per il 2024. Parte del materiale non venduto è ovviamente arrivato nei magazzini del LME (il mercato dei metalli di Londra), portando le scorte ai livelli più alti da giugno 2021. La dimensione del surplus si è ridotta nelle ultime settimane, come fisiologica conseguenza del fermo delle imprese siderurgiche in Cina, in occasione delle festività legate al Capodanno Lunare, che ha contribuito a ridurre l'eccesso produttivo sui mercati. Al netto della possibile debolezza dei prezzi di breve termine, permane una serie di fattori macroeconomici positivi, legati anche al rilancio della domanda in Cina, che dovrebbero quantomeno consentire un recupero maggiore dei prezzi sul finale d'anno.

Nickel: quadro incerto e volatilità sui prezzi, pesa anche l'esito delle elezioni in Indonesia. Il mercato fisico del nickel continua a soffrire del persistente eccesso di offerta, che è il risultato degli investimenti delle società cinesi nelle operazioni di estrazione e lavorazione in Indonesia. Una strategia che ha consentito di far defluire la domanda di nickel dalla Russia all'Indonesia (e quindi alla Cina), in un momento in cui è fondamentale dominare questo comparto che attende l'aumento della richiesta globale (nei prossimi anni) come conseguenza della transizione energetica. Per questa ragione molta attenzione è stata rivolta all'esito delle Presidenziali del 14 febbraio in Indonesia. Il risultato ufficiale non è ancora noto (lo spoglio può durare un mese secondo la legislazione) ma la vittoria dell'attuale Ministro della Difesa Prabowo Subianto (un ex-generale dell'esercito) non appare in discussione. Dopo due mandati in cui l'Indonesia ha visto fiorire la propria economia, il presidente Widodo ha deciso di appoggiare lo stesso Subianto; sotto la sua presidenza il valore delle esportazioni di nickel, il minerale fondamentale per le batterie dei veicoli elettrici, è passato da appena 1 miliardo di dollari agli attuali 30 miliardi di dollari (in soli dieci anni). Il pacchetto di riforme approvato poi lo scorso anno ha peraltro alleggerito le restrizioni sugli investimenti stranieri, invitando le aziende a lavorare il metallo localmente e favorendo così lo sviluppo del Paese. Cina e Stati Uniti osserveranno con attenzione le prime decisioni del probabile neopresidente Subianto: si aspettano la conferma delle attuali norme sullo sfruttamento delle enormi riserve minerarie di nickel e nessun inasprimento delle leggi antinquinamento. L'eccesso di produzione indonesiana, che paradossalmente ha reso più oneroso l'avvio di nuovi progetti, miniere o impianti al di fuori dell'Indonesia, ha reso però estremamente rigido l'intero settore del nickel, le cui quotazioni sono attese in frenata nel breve termine. Le aspettative di medio-lungo termine indicano invece un'inevitabile contrazione dell'offerta indonesiana dopo gli eccessi degli ultimi mesi, e il possibile aumento della domanda cinese, stimolata dalle nuove misure di sostegno annunciate dal Governo. Un insieme di elementi che supporta la nostra previsione di recupero delle quotazioni del nickel, in attesa della domanda generata dalla transizione energetica.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.543,9	-0,6	-0,0	-8,3	-3,5
Rame (\$)	8.474,0	0,0	1,4	-5,4	-1,0
Alluminio (\$)	2.191,5	-1,2	1,9	-7,6	-8,1
Zinco (\$)	2.375,3	-6,2	0,2	-21,2	-10,0
Nickel (\$)	17.460,0	4,1	-16,0	-29,6	5,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale di breve termine, e prudente ottimismo con outlook Moderatamente Positivo nel lungo periodo.

Alla luce della situazione in atto ci limitiamo a confermare la nostra previsione di debolezza diffusa per la maggior parte dei metalli, almeno per questa prima parte del 2024, collocando il possibile recupero nella seconda metà dell'anno, col rischio che possa spostarsi addirittura nel 2025. Il rallentamento economico globale in atto rischia di aggravarsi a causa dello spostamento in avanti del primo taglio dei tassi, per le principali economie sviluppate. Uno scenario che è solo parzialmente mitigato dalle aspettative sugli effetti positivi che potrebbero scaturire da una maggior implementazione delle misure di sostegno alla crescita delineate dal Governo cinese, in una fase in cui, oggettivamente, prevale una certa delusione su quanto annunciato e quanto effettivamente posto in essere, come confermato anche dal deflusso di capitali dal sistema cinese registrato nell'ultimo periodo. La dimensione degli aiuti promessi appare forse sproporzionata, se l'obiettivo di crescita fissato dalla Cina resta quello del 5% e se le principali aree di sbocco dell'export cinese (Europa ma anche Asia e Giappone) sono comunque in rallentamento. L'incertezza sulle tempistiche di taglio dei tassi da parte della Fed e le fortissime tensioni geopolitiche in corso alimentano l'avversione al rischio e premiano il dollaro come moneta difensiva, limitandone il deprezzamento. Un altro insieme di elementi che ovviamente non favorisce gli acquisti di metalli per gli investitori che utilizzano altre valute. Confermiamo invece lo scenario di cauto ottimismo nel medio-lungo termine: l'erosione delle scorte continua a mettere a rischio l'equilibrio di mercato, già ora affetto da mancati investimenti dovuti all'alto costo degli interessi passivi che hanno ridotto sensibilmente l'offerta mineraria complessiva. Una prospettiva che potrebbe finire per premere al rialzo sui prezzi di tutti metalli, quando la domanda legata alla transizione ecologica inizierà a farsi concreta.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Rame (\$)	8.474,0	8.200	8.390	8.500	8.610	9.039
Alluminio (\$)	2.191,5	2.248	2.228	2.281	2.315	2.450
Zinco (\$)	2.375,3	2.500	2.500	2.473	2.525	2.663
Nickel (\$)	17.460,0	18.500	16.700	16.517	17.000	17.967

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Rame (\$)	8.474,0	8.200	8.400	8.800	8.600	9.500
Alluminio (\$)	2.191,5	2.250	2.300	2.400	2.350	2.550
Zinco (\$)	2.375,3	2.425	2.470	2.545	2.510	2.700
Nickel (\$)	17.460,0	16.500	17.000	17.500	17.250	18.500

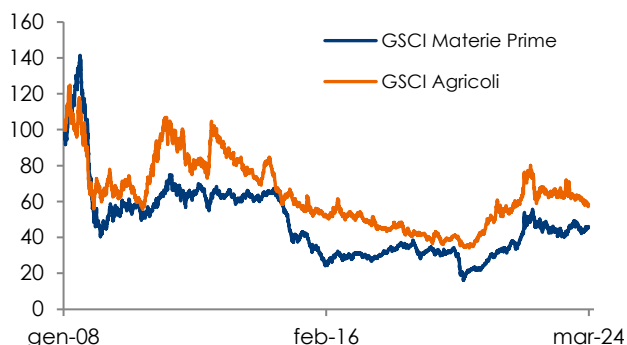
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: persistono gli effetti negativi delle tensioni nel Mar Rosso

Temi immutati per gli Agricoli, con le tensioni sui trasporti nel Mar Rosso che investono le soft commodity e gli effetti negativi del cambiamento climatico che restano la maggior preoccupazione di lungo termine. Non cambiano i fattori di massima tensione sul comparto Agricolo. I disagi nei trasporti marittimi, rallentati nel Canale di Panama per via dei rischi terroristici nel Mar Rosso, stanno avendo riflessi distinti e contrastanti sui prezzi internazionali delle principali commodity agro-alimentari. Il mercato sembra aver metabolizzato il rincaro dei noli marittimi per il trasporto di granaglie e derrate alimentari (oltre il 20% da inizio anno) e iniziano a sfumare le conseguenze sui prezzi. Permane tuttavia una certa differenziazione che conferma come siano lievi e marginali gli effetti negativi sui principali cereali (ad esclusione del riso), e più ampi sui prodotti agricoli "coloniali" in arrivo, in particolare, dal Sud Est asiatico e diretti nei porti del Mediterraneo. Quello che sembra emergere con maggior evidenza è come i rischi geopolitici, i timori per gli eventi meteorologici e la speculazione commerciale, che approfitta della possibile incertezza delle forniture, spingano al rialzo maggiormente il prezzo al dettaglio degli alimenti, più che il costo all'origine o il prezzo medio degli iniziali contratti di fornitura. Anche questo mese è il riso l'unica granaglia che aumenta di prezzo, spinta non solo dalla speculazione ma soprattutto da dinamiche strutturali, legate ai maggiori consumi in Oriente che premono al rialzo sull'export dei principali paesi produttori, come sottolineato anche dalla FAO nell'analisi mensile di febbraio. Proprio la dinamica dei prezzi del riso ci consente, ancora una volta, di sottolineare come il resto del quadro sui prodotti agricoli confermi come gran parte dell'origine dell'aumento dei prezzi derivi più dal trasporto, dall'intermediazione e dalla catena distributiva, che dai rincari effettivi di costi o fattori produttivi specifici. Una considerazione che va tenuta presente per meglio valutare le conseguenze negative oggettive derivanti dalla tensione sui traffici marittimi nell'area del Mar Rosso. Pertanto, se la crisi in Medio Oriente resta l'elemento di massima attenzione nel breve termine, sono le preoccupazioni per gli effetti negativi del cambiamento climatico ad essere il fattore critico di medio-lungo termine che grava sugli Agricoli, tenendo alte le pressioni sui prezzi.

Gli effetti differenziati delle tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso e le proteste degli agricoltori in Europa. Il problema dei transiti commerciali nel Mar Rosso resta senza dubbio l'elemento di massima attenzione per il mercato degli Agricoli e, ancora una volta, per le cosiddette soft commodity dirette verso i porti del Mediterraneo e destinate, in particolare, al mercato agricolo europeo. 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. Il tema agricolo resta centrale nell'agenda politica dei paesi europei e uno dei possibili terreni di scontro in vista delle imminenti elezioni continentali. L'intensificarsi degli attacchi alle navi in ingresso nel Mar Rosso ha comportato una parziale sospensione del transito nel Canale di Suez da parte dei maggiori operatori navali. L'impatto economico delle difficoltà di trasporto marittimo è fortemente condizionato dalla sua persistenza; restiamo convinti che se la crisi sarà lunga, gli effetti negativi sul commercio saranno maggiori, con particolari disagi per i molti paesi che si affacciano sul bacino del Mediterraneo. Le maggiori compagnie di spedizioni internazionali, che hanno deciso, per prudenza, di deviare le loro rotte a sud del Capo di Buona Speranza, impiegano una media di circa 10 giorni in più di navigazione. Questo rende difficile non solo l'import di commodity coloniali, in particolare dal Sud Est asiatico (caffè "Robusta", riso, cotone, zucchero registrano, da inizio anno, i maggiori rialzi, come conseguenza delle possibili incertezze sulle forniture) ma complica, rallenta e soprattutto aumenta di costo anche le spedizioni di prodotti freschi che dall'Europa viaggiano verso i mercati asiatici. Il costo di trasporto dei container dall'Asia all'Europa è aumentato del 92% nel mese di gennaio, per poi ridursi parzialmente a febbraio. Una situazione che non cessa di destare preoccupazione, mantenendo alta l'incertezza sulle future forniture, nonostante l'impegno militare navale coordinato dai maggiori paesi occidentali e volto a garantire la sicurezza dei trasporti in quel tratto di mare.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

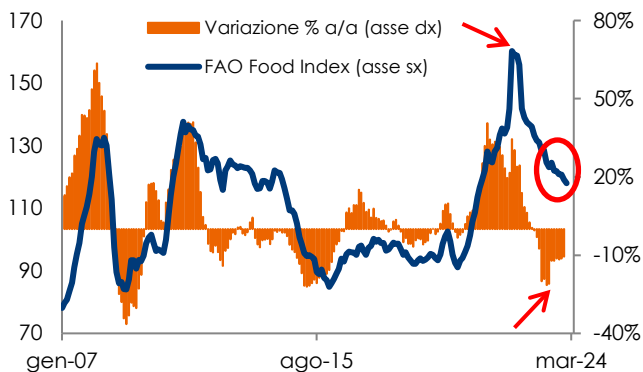
Performance di lungo termine

	Valore 27.02.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.546,4	6,0	5,3	42,2
GSCI Agricoli	498,4	-2,8	-13,1	47,0
Mais (\$ cent)	408,3	-13,4	-41,5	12,8
Frumento (\$ cent.)	586,0	-6,7	-36,9	29,5
Soia (\$ cent)	1.131,3	-12,5	-31,2	26,0
Cotone (\$ cent)	100,8	24,4	-17,5	41,5
Cacao	6.755,0	61,0	162,2	193,2
Zucchero	23,8	15,8	32,5	84,7
Caffè (arabica)	194,1	3,1	-19,2	102,8
Caffè (robusta)	3.155,0	3,6	37,6	106,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

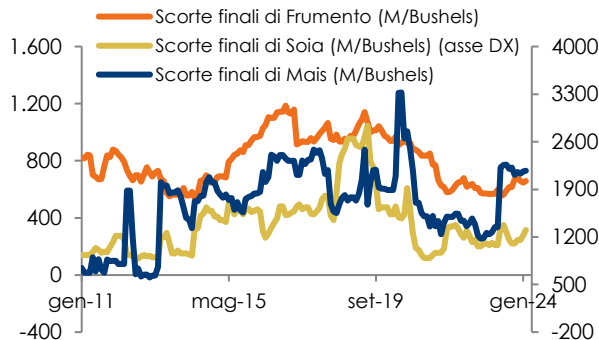
FAO: l'indice dei prezzi dei prodotti alimentari scende a gennaio ai minimi da 3 anni. L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari è sceso a gennaio di circa l'1% rispetto a dicembre e del 10,4% rispetto al valore corrispondente di un anno fa, per una media di 118 punti (dai 118,5 punti di dicembre). La contrazione dell'indice, seppur marginale, è dovuta alla diminuzione dei prezzi dei cereali e della carne, che ha più che compensato l'aumento dei prezzi dello zucchero. I prezzi dei cereali sono scesi del 2,2% rispetto a dicembre e del 18,6% rispetto a gennaio 2023. I prezzi del mais sono calati mensilmente come effetto del miglioramento delle rese dei raccolti, in particolare in Argentina e negli Stati Uniti, con questi ultimi che hanno registrato anche la revisione al rialzo delle stime di produzione da parte sia della FAO che del WASDE. Anche l'orzo e il sorgo sono scesi di prezzo, mentre il riso è aumentato ma solo dell'1,2% in gennaio, contro i notevoli incrementi dei mesi scorsi. Il dato è la conseguenza del bilanciamento fra il forte export thailandese e pakistano e i maggiori acquisti da parte dell'Indonesia. I prezzi della carne sono scesi dell'1,4% rispetto a dicembre e dell'1,2% rispetto a gennaio 2023, registrando il settimo calo mensile consecutivo; le contrazioni maggiori hanno riguardato il pollame e le carni suine. La stabilità dell'indice degli oli vegetali, che ha registrato un marginale +0,1% rispetto a dicembre ma un calo del 12,8% rispetto a gennaio 2023, riflette l'effetto combinato dell'aumento dei prezzi dell'olio di palma e di girasole, che ha compensato il calo delle quotazioni dell'olio di soia e di colza. Anche i prezzi dei prodotti lattiero-caseari sono rimasti praticamente invariati rispetto a dicembre, consolidando il calo del 17,8% a/a. Infine, lo zucchero è salito dello 0,8% rispetto a dicembre e del 15,9% rispetto a un anno fa. L'aumento è stato determinato principalmente dalle preoccupazioni per il probabile impatto delle scarse piogge (sotto la media stagionale) in Brasile sulle coltivazioni di canna da zucchero che inizieranno ad essere raccolte a partire dal mese di aprile, a cui si sommano le prospettive di produzione sfavorevoli in Thailandia e India, altri due dei principali paesi produttori oltre al Brasile.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2024)

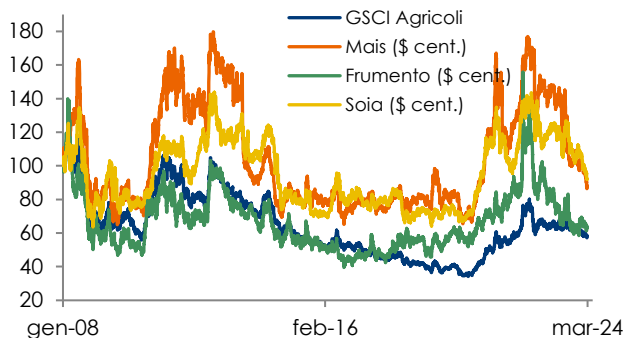
Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (gennaio 2024)

WASDE: il report di febbraio concentra le principali variazioni sul mercato brasiliano. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, 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 concentrando le revisioni sulle stime del Brasile, che ha ridotto i livelli produttivi di mais (-3 milioni di tonnellate) e soia (-1 milione). Secondo le previsioni dell'USDA, il mercato del **frumento** per il 2023/24 vedrà la produzione mondiale salire solo marginalmente di 500.000 tonnellate, a 1.057,0 milioni dai precedenti 1.056,5 milioni, principalmente grazie alla maggiore produzione di Iraq e Argentina. Il consumo globale di grano è cresciuto di 1,1 milioni di tonnellate, raggiungendo i 797,6 milioni dai precedenti 796,5 milioni di tonnellate, a causa del maggior utilizzo alimentare, sementiero e industriale in India, dove il Governo continua a immettere le riserve sul mercato domestico per far fronte all'inflazione interna. Il commercio mondiale è aumentato di 1,2 milioni di tonnellate, raggiungendo i 210,7 milioni dai precedenti 209,5, con maggiori esportazioni da parte di Ucraina, Argentina, Australia e Turchia, che hanno più che compensato le ridotte esportazioni dal Regno Unito e dal Brasile. Le scorte finali previste per il 2023/24 sono stimate in calo di 0,7 milioni di tonnellate a 259,4 milioni (da 260,1 milioni), il livello più basso dal 2015/16 per la contrazione delle riserve in India, Cina e Ucraina. Le previsioni globali sul mercato della **soia** per il 2023/24 vedono scorte iniziali più elevate, produzione invariata, esportazioni minori e scorte finali più elevate rispetto al mese di gennaio. La produzione globale di soia nel 2023/24 è sostanzialmente vista al valore dello scorso mese: 398,2 milioni di tonnellate rispetto a 399,0 milioni. La produzione di soia in Brasile si è ridotta di 1,0 milioni di tonnellate a 156,0 milioni (da 157 mln) poiché il raccolto del maggior produttore ha espresso una resa inferiore dovuta a condizioni meteorologiche avverse nel Mato Grosso meridionale e nel Paraná. Le esportazioni globali di soia per il 2023/24 sono calate di 0,4 milioni di tonnellate a 170,6 milioni (da 171 milioni) a causa delle minori spedizioni dagli Stati Uniti, compensate però dall'aumento delle esportazioni dal Brasile, in costante crescita negli ultimi quattro mesi (da ottobre 2023). Le scorte finali di soia sono salite di 1,4 milioni di tonnellate, arrivando a 116,0 milioni (da 114,6 milioni), grazie all'incremento delle riserve negli Stati Uniti e in Brasile. Infine, si prevede una diminuzione della produzione globale di **mais** dovuta al calo dell'offerta brasiliana; la stima mondiale scende così a 1.232,5 milioni di tonnellate dai precedenti 1.235,7 milioni. Contribuiscono alla riduzione, oltre al Brasile, anche Messico e Serbia, cali parzialmente compensati dagli aumenti per India e Turchia. La produzione di mais in Brasile viene rivista al ribasso di 3 milioni di tonnellate, ancora una volta a causa della probabile riduzione delle superfici di terreno coltivate a mais, per l'ultimo raccolto di fine stagione nell'emisfero meridionale. I principali cambiamenti nel commercio globale per il 2023/24 sono legati alle maggiori esportazioni di mais previste per Ucraina e Pakistan e alle riduzioni per Brasile, India e Serbia. Le importazioni di mais vengono invece ridotte per il Bangladesh e l'UE. Per concludere, le scorte finali di mais sono in calo rispetto al mese scorso, riflettendo le riduzioni per Ucraina, Brasile, India, UE, Messico e Paraguay: 322,1 milioni di tonnellate da 325,2 milioni (-3,1 milioni).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	498,4	-4,7	-8,8	-7,5	-2,8
Mais (\$ cent.)	408,3	-9,6	-14,7	-35,1	-13,4
Frumento (\$ cent.)	586,0	7,8	-0,3	-15,3	-6,7
Soia (\$ cent.)	1.131,3	-16,0	-18,9	-24,1	-12,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo: la crisi dei trasporti nel Mar Rosso continua a pesare sul comparto, mantenendo costante l'incertezza sia sulle forniture asiatiche che sull'export europeo di prodotti agro-alimentari.

Proseguono la volatilità e l'incertezza legata alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, che mantengono alta la pressione sui prezzi delle principali granaglie, sebbene queste ultime non siano direttamente coinvolte (fatta eccezione per il riso) dalla questione. In aggiunta, oltre alle difficoltà di importazione di prodotti grezzi dal Sud Est asiatico, anche l'invio di prodotti agro-alimentari finiti, o freschi, dall'Europa ai mercati asiatici inizia a subire rincari di costo e dilatazione dei tempi di consegna. Per questa ragione riconfermiamo il nostro scenario di moderato rialzo, nel breve termine, complici appunto le tensioni in Medio Oriente che rischiano di generare ulteriori inattesi rialzi (reali o speculativi). Immutato il quadro previsivo di medio-lungo termine: le condizioni climatiche anomale attese manifestarsi nelle principali regioni produttrici, dovute al fenomeno de El Niño, potrebbero limitare le rese dei raccolti e quindi generare maggiori pressioni rialziste sui prezzi agricoli, seppur in uno scenario di rallentamento del ciclo economico, che abitualmente provoca una conseguente contrazione della domanda. Discorso immutato per le soft commodity, che per prime hanno reagito all'incertezza generata dalla crisi nel Mar Rosso, e che vedono consolidare il rialzo dei prezzi nel breve termine. Nel medio-lungo periodo, ancora una volta, sono le conseguenze negative che potrebbe creare El Niño anche quest'anno e in maniera del tutto anomala (la maggior parte dei coloniali viene coltivata nell'emisfero meridionale e questo avrebbe dovuto preservarli dal fenomeno) ad alimentare il rincaro dei prezzi, sommandosi alle pressioni di breve.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.24	2024	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	408,3	485,0	475,0	487,5	502,5	512,5
Frumento (\$ cent.)	586,0	600,0	610,0	600,0	618,0	615,0
Soia (\$ cent.)	1.131,3	1.315,0	1.305,0	1.270,0	1.288,1	1.282,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.24	2024	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	408,3	470	480	470	470	465
Frumento (\$ cent.)	586,0	620	635	620	620	615
Soia (\$ cent.)	1.131,3	1.310	1.330	1.310	1.310	1.295

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Consolida il rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity, le materie prime agricole che maggiormente hanno risentito degli effetti negativi generati dalla crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso. Nel medio-lungo termine sono invece gli effetti negativi del cambiamento climatico il fattore che più di tutti rischia di incidere sui "coloniali".

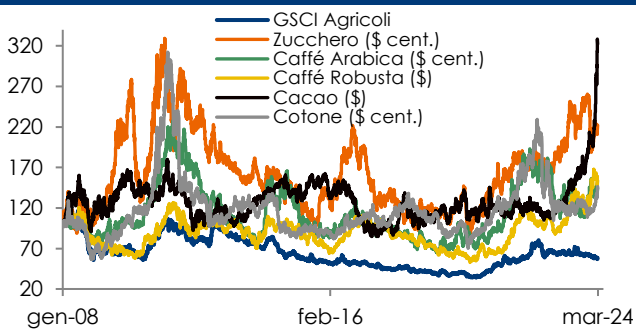
Cotone: proseguono gli impatti sulle forniture che transitano dal Canale di Suez per l'Europa.

Scenario di tensione immutato per le 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. Molti trasporti sono stati deviati sulla rotta navale che passa dal Sud Africa, col conseguente ritardo nella consegna delle forniture e l'inevitabile rincaro dei costi di trasporto e di sdoganamento. Di base però non cambia la nostra opinione: la situazione attuale difficilmente potrebbe portare a uno strutturale aumento dei prezzi per il consumatore finale, a patto però che la crisi resti temporanea e circoscritta. Per quanto riguarda invece i fondamentali globali del mercato del cotone, secondo l'ultimo WASDE, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA), le scorte mondiali per il 2023/24 scenderanno di 700.000 balle, a 83,70 milioni dai precedenti 84,4 milioni a causa di un calo generalizzato della produzione globale. Il consumo mondiale è praticamente invariato (112,4 milioni di balle), poiché gli aumenti in Cina e Vietnam sono controbilanciati dal calo dei consumi in Turchia, Stati Uniti e Thailandia. La produzione mondiale prevista per il 2023/24 è inferiore di circa 400.000 balle questo mese, con tagli in Australia e Benin, parzialmente compensati da aumenti minori altrove, per un totale di 112,8 milioni di balle da 113,2 milioni. Il commercio mondiale è sceso di circa 200.000 balle, poiché l'aumento di 500.000 balle nelle importazioni cinesi è stato più che compensato dalle riduzioni di India, Pakistan, Thailandia e Turchia. Le esportazioni sono più elevate per Stati Uniti, Burkina Faso e Turchia, mentre sono più basse per Brasile, Argentina e Australia.

Zucchero: possibili ulteriori rincari come conseguenza delle azioni protezionistiche dei produttori e delle difficoltà nelle forniture dal Sud Est asiatico.

Temi e dinamiche del tutto immutate per lo zucchero, le cui quotazioni restano alte a causa di un insieme di elementi. I fattori climatici e le difficoltà di trasporto verso i mercati europei si sommano alle politiche protezionistiche varate da alcuni produttori, premendo al rialzo sui prezzi. La forte siccità che ha colpito India, Thailandia e Brasile ha inciso sulla resa delle piantagioni costringendo alcuni governi a limitare l'export di materiale grezzo e raffinato per calmare il rincaro dei prezzi sul mercato interno ed evitare proteste. Già dallo scorso 31 ottobre, il Governo indiano ha approvato misure restrittive sull'esportazione di zucchero, nel tentativo di mantenere rifornito il mercato domestico ma finendo per alimentare forti pressioni rialziste sulle quotazioni mondiali. Situazione analoga in Thailandia, dove le piogge di questo inizio d'anno sono state ben al di sotto della media storica. La formazione de El Niño rischia di ridurre ulteriormente le precipitazioni in tutta l'area, un problema che preoccupa tutti gli operatori mondiali dello zucchero, vista la rilevanza dei raccolti provenienti dalle piantagioni del Sud Est asiatico. Alle difficoltà produttive si sommano poi i problemi di trasporto in Europa, a causa dei pericoli nella tratta navale del Mar Rosso, che interessano proprio le forniture in arrivo da quei paesi. A smussare parzialmente le pressioni, anche a gennaio (seppur in misura minore), la macinazione di canna da zucchero per la produzione di dolcificante è rimasta alta, a scapito della quota destinata alla raffinazione dell'etanolo, complice una certa stabilità delle quotazioni petrolifere, anche se su livelli elevati.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	498,4	-4,7	-8,8	-7,5	-2,8
Cotone	100,8	28,2	15,1	18,5	24,4
Cacao	6.755,0	58,6	96,9	148,8	61,0
Zucchero	23,8	-12,4	-4,0	7,9	15,8
Caffè (arabica)	194,1	8,0	27,9	1,8	3,1
Caffè (robusta)	3.155,0	23,9	18,4	49,2	3,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: la crisi dei trasporti nel Mar Rosso potrebbe aver gonfiato eccessivamente i prezzi.

Come già detto, le tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso hanno prolungato la dinamica rialzista, già vista nell'ultima parte del 2023, anche nel 2024. Questo nonostante le stime dell'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO), pubblicate nel rapporto dello scorso novembre, stimassero una produzione mondiale di caffè in forte rialzo per la stagione 2023/24, al nuovo record storico di 178,0 milioni di sacchi (+5,8% a/a). Il mercato del caffè ha totalmente ignorato questo dato e non ha visto minimamente rallentare la corsa dei prezzi, che anzi hanno tratto ulteriore slancio rialzista dalle preoccupazioni per le forniture dal Sud Est asiatico e dirette al mercato europeo. Se i principali torrefattori di caffè europei registrano forti rincari e ritardi nelle forniture dalla tratta nel Mar Rosso, molto rapidamente si è sopperito incrementando le spedizioni atlantiche (dal Brasile) sdoganate poi nei porti del Nord Europa. Questo ovviamente ha comunque incrementato i costi ma ha consentito di ridurre le preoccupazioni di eventuali blocchi delle spedizioni, che avrebbero creato ulteriore difficoltà per l'industria della lavorazione del caffè. Il quadro resta molto complicato, ma la sensazione è che il rincaro dei prezzi possa essere eccessivo e frutto più della speculazione che di una reale difficoltà del comparto, specie in Europa. Appare quindi giustificato un profilo previsivo di sostanziale consolidamento per l'Arabica e di fisiologico ribasso per la varietà Robusta (la qualità di caffè che effettivamente arriva dalle piantagioni del Sud Est asiatico).

Cacao: timori di offerta in diminuzione e difficoltà dei trasporti continuano a premere al rialzo sui prezzi. Come per il caffè, anche per il cacao non solo non accenna a fermarsi la corsa dei prezzi ma appaiono immutati gli elementi che alimentano questa dinamica, in questo inizio di 2024. Proseguendo il parallelo col caffè, come nel caso dei torrefattori, anche le principali aziende di dolciaria, in particolare europee, temono che la dimensione della nuova offerta africana di prodotto grezzo possa essere inferiore alle attese e che l'incertezza sulla regolarità delle forniture, dovuta alle tensioni sui trasporti navali nel Mar Rosso, possa mettere in difficoltà tutto il processo di lavorazione delle fave di cacao. Si rafforza infatti la prospettiva di un raccolto limitato a causa di condizioni meteorologiche sfavorevoli in Costa d'Avorio e Ghana, che alimentano le ipotesi di deficit della produzione globale per la terza stagione consecutiva. Timori che si fondano sull'allarme lanciato dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) relativo a parassiti e malattie, che stanno colpendo le piantagioni africane incidendo sulla resa dei raccolti. Anche per il cacao, però, pensiamo che il rialzo dei prezzi sia eccessivo e non rispecchi le reali difficoltà del comparto, ma sia gonfiato dalla speculazione che, pur basandosi su alcuni elementi oggettivi legati a produzione e trasporto, preme sulle quotazioni.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	100,8	83,0	82,5	84,5	84,0	87,0
Cacao	6.755,0	3.600	4.300	4.400	4.100	3.725
Zucchero	23,8	25,8	22,8	23,5	22,8	23,0
Caffè (arabica)	194,1	172,0	185,0	195,0	187,0	182,0
Caffè (robusta)	3.155,0	2.450	2.500	2.450	2.506	2.553

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 27.02.24	1° trim. 2024	2° trim. 2024	3° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	100,8	82	84	82	82	81
Cacao	6.755,0	4.300	4.400	4.300	4.300	4.250
Zucchero	23,8	23,0	23,6	23,0	23,0	22,7
Caffè (arabica)	194,1	185	195	192	190	186
Caffè (robusta)	3.155,0	2.570	2.700	2.630	2.615	2.580

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 30.01.2024.

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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi