

Mensile Materie Prime

Finale d'anno carico di incognite per le Commodity

Energia: outlook Positivo, resta una concreta pressione rialzista sul comparto

La strategia di riduzione dell'offerta e le tensioni geopolitiche, almeno nel breve, sosterranno le quotazioni petrolifere, confermando il nostro outlook Positivo. Nonostante il riempimento dei depositi alla vigilia della stagione invernale in Europa, stiamo registrando il forte rincaro del metano. I timori per il mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas russo in Ucraina, in scadenza a dicembre, continueranno ad esercitare una forte pressione al rialzo sul gas europeo.

Metalli preziosi: outlook Neutrale da Mod. Positivo, restano le pressioni sull'oro

Nelle prossime settimane l'oro potrebbe rinnovare (anche solo di poco) i propri massimi storici, all'interno di una dinamica che, fisiologicamente, sembra rallentare. Indichiamo 3.000 dollari l'oncia come massimo punto di arrivo del movimento rialzista. Le quotazioni hanno oggettivamente corso molto; per tale motivo la media dei prossimi trimestri, pur se su livelli alti, esprime proprio quel rallentamento a cui facevamo cenno, con target di prezzo inferiori a quelli attuali e un cambio di outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo.

Metalli industriali: outlook a Neutrale da Mod. Positivo, prevale l'incertezza

Il minimo calo del costo del denaro e una domanda solo fisiologica non sono in grado di alimentare le speranze di rialzo per fine anno. Un quadro che ci spinge a mutare il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo, nella prospettiva di un consolidamento nel breve periodo. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora non è svanito col rincaro delle ultime settimane, ma sono necessarie maggiori iniziative in Cina che sostengano i metalli.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, pausa nel rincaro degli alimenti

Il nostro approccio sul comparto degli Agricoli, nel suo insieme, resta Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per i cereali e di consolidamento, sempre su livelli alti, per le soft commodity. L'elemento distorsivo che non accenna a ridurre la propria influenza è la speculazione finanziaria che, giocando sulla presunta incertezza degli approvvigionamenti, continua a tenere sotto pressione il comparto dei coloniali, accrescendo la volatilità anche delle granaglie.

Soft Commodity:

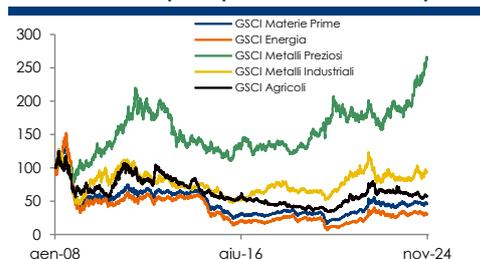
- Cotone:** il rapporto WASDE di ottobre non ha mostrato significative revisioni per il cotone.
- Zucchero:** il maggior ottimismo sui raccolti stagionali frena il rincaro delle quotazioni.
- Caffè:** il miglioramento del meteo in Brasile frenerà i prezzi solo temporaneamente.
- Cacao:** prezzi in calo in attesa dei consumi di fine anno che sosterranno le quotazioni.

Performance degli indici commodity

	Valore 28.10.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.492,1	4,3	-3,1	41,9
GSCI Energia	586,3	1,2	-11,7	26,9
GSCI Met. Preziosi	3.082,8	33,1	66,6	75,4
GSCI Met. Industriali	1.749,4	9,3	17,0	41,4
GSCI Prod. Agricoli	482,5	-5,9	-11,5	45,1

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

29 ottobre 2024 - 12:28 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

29 ottobre 2024 - 12:33 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	-6,0	-10,7
Brent	-7,3	-10,3
Gas naturale	-8,2	-43,8
Gasolio	-14,2	-18,5
Oro	32,4	-0,7
Argento	41,2	-7,7
Rame	11,5	-12,1
Alluminio	11,0	2,2
Zinco	20,1	-44,7
Nickel	-3,5	-9,3
Mais	-12,8	-20,7
Frumento	-11,0	-14,9
Soia	-24,7	2,7
Cotone	-13,1	0,0
Caffè Arabica	34,0	63,0

Fonte: Bloomberg. Dati al 28.10.2024

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.10.2024 (salvo diversa indicazione).

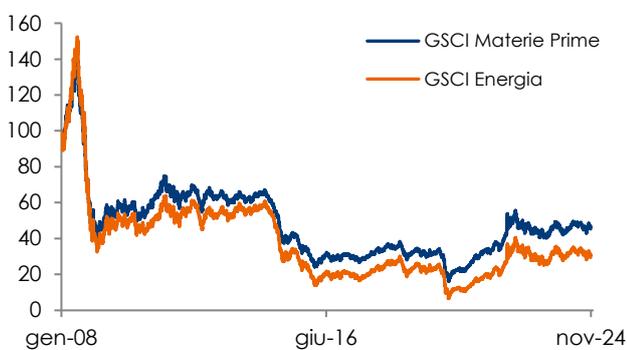
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: il petrolio consolida mentre aumentano le pressioni sul gas

Le tensioni geopolitiche, la strategia di riduzione dell'offerta dei produttori di petrolio e il rincaro del gas si innestano in un quadro di rallentamento economico che minaccia la domanda di tutte le materie prime.

Prevale l'incertezza in questo ultimo trimestre dell'anno. Il rallentamento economico di tutte le grandi economie alimenta i timori di una debole domanda di materie prime. In aggiunta, resta forte la delusione per l'asfittico ciclo economico in Cina e per l'inefficacia dei molteplici pacchetti di stimolo annunciati da Governo e banca centrale, con quest'ultima che si conferma come l'unico soggetto realmente impegnato a sostenere il recupero del primo utilizzatore al mondo di commodity. Pensiamo che si riconfermeranno alcune dinamiche da qui a fine anno: la frenata del settore manifatturiero, sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti, continuerà ad alimentare le pressioni ribassiste su metalli ed energia, mentre l'avvio di un ciclo generalizzato di politiche monetarie espansive e l'aumento delle tensioni geopolitiche continueranno a spingere al rialzo i metalli preziosi come investimento difensivo, intercettando l'avversione al rischio degli investitori. Le tensioni in Medio Oriente rendono insicuri i trasporti dei prodotti agricoli da e per il Sud Est Asiatico che percorrono la rotta del Mar Rosso, mantenendo alta la pressione sulle soft commodity. In aggiunta, la prudenza con cui la Federal Reserve sta riducendo i tassi impedisce il concreto indebolimento del dollaro americano. Il biglietto verde è la moneta che esprime tutti i contratti finanziari delle principali commodity: il suo mancato calo rappresenta un ostacolo all'acquisto dei prodotti sottostanti. Petrolio e gas naturale hanno recuperato col secondo che dalla fine di settembre ha iniziato una lunga corsa rialzista, in particolare il TTF, il gas europeo. I guasti e i conseguenti interventi straordinari in due diversi siti estrattivi in Norvegia (Oseberg e Sleipner) stanno limitando i flussi dal paese scandinavo verso l'Europa. Di fondo, pesano le incognite sul prosieguo dell'accordo di passaggio del gas dalla Russia attraverso l'Ucraina, in scadenza a fine dicembre. Un'eventualità che potrebbe mettere in crisi il sistema degli approvvigionamenti europeo durante la stagione invernale, nonostante lo stoccaggio delle riserve superi ormai il 95% della capienza.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.10.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.492,1	4,3	-3,1	41,9
GSCI Energia	586,3	1,2	-11,7	26,9
WTI (\$)	67,4	-6,0	-23,3	21,3
Brent (\$)	71,4	-7,3	-25,4	16,0
Gas Naturale (\$)	2,3	-8,2	-59,4	-11,1

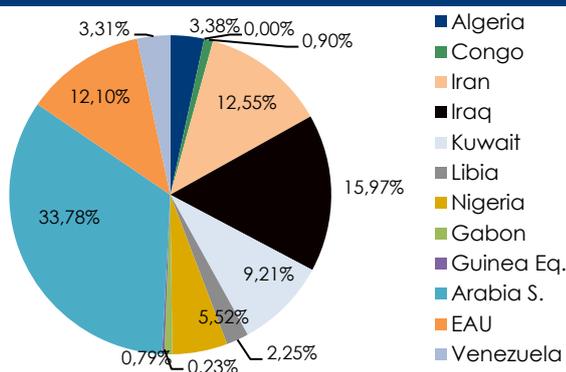
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I membri dell'OPEC+ ribadiscono la volontà di mantenere i tagli volontari fino a fine anno, ritardando l'aumento della produzione, visto il calo del prezzo del petrolio. Dal JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) dello scorso 2 ottobre non sono arrivate particolari sorprese. I tecnici dei paesi dell'OPEC+ hanno segnalato il rispetto delle quote assegnate constatando che Russia, Iraq e Kazakistan, che avevano "promesso" di tagliare di più per compensare l'extra produzione dei mesi precedenti, sono tornate in linea con gli altri alleati. Il JMMC non ha rilevato motivi per modificare l'attuale strategia di limitazione dell'offerta e ha rimandato al meeting del 1° dicembre la decisione se proseguire coi tagli volontari anche nel 2025. Il piano per riportare gradualmente sul mercato i 2,2 milioni di barili al giorno di tagli volontari (non vincolanti, ma sostanzialmente rispettati) effettuati da solo otto membri dell'alleanza OPEC+ (Algeria, Iraq, Kazakistan, Kuwait, Oman, Russia, Arabia Saudita ed Emirati Arabi Uniti) resta quindi in sospeso fino a dicembre. La sensazione espressa da buona parte del mercato è che, dopo aver

mantenuto i tagli volontari, Arabia Saudita e Russia, insieme ai loro alleati, possano decidere di prolungarli anche oltre il 2024, mantenendo alta la pressione sulle quotazioni petrolifere e arginando il ribasso delle ultime settimane, legato soprattutto ai bassi consumi in Cina.

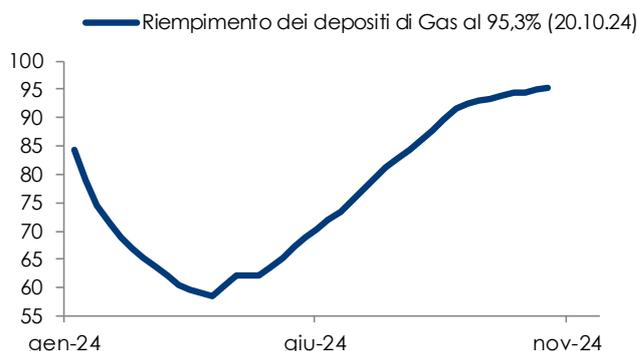
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di ottobre, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha ridotto la stima del consumo per il 2024: +1,93 milioni di barili al giorno dai +2,03 milioni di settembre. In aggregato, la domanda è ora stimata a 104,14 milioni di barili al giorno rispetto ai 104,24 milioni previsti a settembre. Per il 2025: +1,64 milioni di barili al giorno dai +1,74 milioni di settembre (105,78 milioni di barili al giorno dai 105,99 milioni precedenti). L'offerta dei produttori non-DoC (la Declaration of Cooperation, DoC, è l'insieme dei produttori OPEC più altri esterni al Cartello ma strategicamente alleati) dovrebbe aumentare da 53,1 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a, invariata dal mese scorso) a 54,2 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a, invariata). Si stima invece che la "call on DoC", ovvero la quantità di greggio che il Cartello e i suoi alleati dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, crescerà da 42,8 mb/g nel 2024 (+0,7 mb/g a/a, invariata) a 43,2 mb/g nel 2025 (+0,5 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 43,3 mb/g il mese scorso). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di ottobre (**OMR**), ha nuovamente rivisto al ribasso la dinamica del mercato petrolifero a causa del rallentamento dei consumi soprattutto in Cina. La domanda globale di petrolio è destinata a crescere di soli 800.000 barili al giorno quest'anno (dato al ribasso dai 900.000 stimati a settembre), per un totale di circa 102,8 milioni di barili al giorno rispetto ai 103,0 milioni precedenti. Nel 2025, il consumo di petrolio raggiungerà i 103,8 milioni di barili al giorno da 103,9 milioni precedenti, ovvero una crescita annuale di circa 1 milione di barili al giorno. L'offerta giornaliera di petrolio, nel suo complesso, è calata di 640.000 barili a settembre, attestandosi a 102,8 milioni di barili. La minor produzione è da attribuirsi alla situazione politica in Libia, che ha interrotto le esportazioni di petrolio del paese, e ai lavori di manutenzione nei giacimenti in Kazakistan e in Norvegia che ne hanno limitato l'operatività. Infine, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di ottobre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stato tratteggiato uno scenario di minor deficit per il mercato petrolifero nel corso del 2024 di circa 0,6 mb/g (rivisto dal precedente deficit di 0,9 mb/g previsto un mese prima), seguito da un leggero surplus nel 2025 (a 0,2 mb/g, rivisto dalla precedente variazione nulla di 0,0 mb/g in settembre). L'EIA ha abbassato la stima del consumo di petrolio per il 2024 a 103,06 milioni di barili (da 103,08 milioni) e per il 2025 a 104,4 milioni (da circa 104,6 milioni).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.09.2024

Scorte totali di gas da inizio anno in Europa (%)

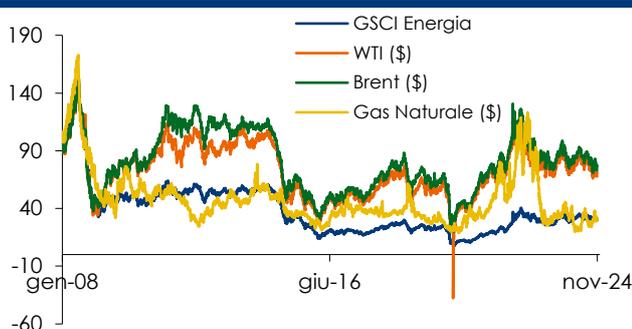


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gas: prezzi europei in leggero rincaro, resta l'incertezza sulle forniture via Ucraina. L'ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) nella sua analisi trimestrale segnala che nel 3° trimestre del 2024 i prezzi all'ingrosso del gas in Europa sono aumentati, ma con una volatilità minore rispetto all'anno precedente, grazie all'aumento dell'offerta norvegese, ai buoni livelli di

stoccaggio e al calo della domanda delle famiglie. Il modesto aumento della domanda industriale e il consolidato consumo domestico sono stati compensati da una minore richiesta di generazione di elettricità a gas. L'UE ha raggiunto l'obiettivo del 90% di stoccaggio di gas prima del previsto (al 2.10.2024 oltre il 95%), con approvvigionamenti regolari per tutto il trimestre di analisi, riducendo i picchi di domanda ed evitando tensioni sui prezzi. In Europa, nonostante un leggero aumento del consumo industriale quest'anno, è probabile che nel 2025 l'industria pesante tornerà a ridurre l'uso del metano, in un mercato più ristretto e caratterizzato da prezzi più alti che scoraggiano questo impiego. Di conseguenza, nei prossimi anni il consumo è destinato a calare, poiché le aziende continueranno a lottare con costi energetici più elevati rispetto ad altre economie, confermando la perdita di competitività energetica seguita alla crisi con la Russia. Il gas russo entra ancora in Europa attraverso tre rotte principali. Le prime due sono gasdotti: uno attraversa l'Ucraina fino alla Slovacchia; uno viaggia attraverso la Turchia fino alla Bulgaria. Il terzo modo è il trasporto sotto forma di gas liquefatto, via nave. L'Europa centrale, l'area che maggiormente beneficia di questi flussi, deve rapidamente cercare vie di approvvigionamento alternative, visto il termine dell'accordo di transito del gas russo attraverso l'Ucraina, fissato per il 31 dicembre. È improbabile che venga rinnovato nella sua forma attuale e la questione è ancora più complicata dal fatto che il punto di ingresso nel gasdotto, sul lato russo, si trova nella città di Sudzha, ora sotto occupazione ucraina dopo la campagna militare dello scorso agosto. Il gasdotto ucraino è fondamentale in particolare per Slovacchia e Austria ma anche Italia, Repubblica Ceca e Ungheria ricevono volumi significativi di forniture. La coincidenza con la fase centrale del periodo invernale desta più di una preoccupazione. Se quest'inverno i prelievi di gas dalle riserve supereranno in modo significativo gli anni precedenti (proprio per far fronte alla probabile assenza dei flussi via Ucraina), l'UE potrebbe trovarsi ad affrontare una maggiore concorrenza sulle forniture di gas naturale liquefatto nel 2025, quando dovrà rimpinguare i serbatoi, subendo un potenziale aumento dei prezzi all'ingrosso. In aggiunta, appare evidente che pur restando lontani dai picchi di prezzo visti nel pieno della crisi energetica, la media dei prezzi del gas europeo degli ultimi due anni è già decisamente superiore alla media storica dei 10-15 anni che hanno preceduto il distacco dalle forniture russe.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	586,3	-7,4	-7,5	-5,1	1,2
WTI (\$)	67,4	-11,1	-18,5	-21,2	-6,0
Brent (\$)	71,4	-10,5	-19,2	-21,1	-7,3
Gas Naturale (\$)	2,3	21,1	13,7	-27,0	-8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo: la debolezza del greggio spingerà i produttori a un probabile prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera almeno fino alla prima parte del 2025; i dubbi sulle forniture dall'Ucraina premeranno al rialzo sul gas fino a fine anno. Dopo la conferma dell'accordo fra i produttori dell'OPEC+, che ha rinviato di due mesi l'aumento dell'offerta (+180.000 barili previsti dal 1° ottobre, come stabilito nella riunione di giugno) e l'invito del Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC – l'organo tecnico dei produttori) di non modificare l'attuale strategia, le attenzioni si concentrano sul 1° dicembre. In quella data, i membri della coalizione OPEC+ potrebbero decidere di prolungare i tagli volontari anche alla prima parte del prossimo anno, complice la frenata dei prezzi del greggio, lontani dai massimi visti quest'anno. Di fondo, la debole domanda globale e il rallentamento economico in Cina restano gli elementi di maggior

timore per la richiesta di commodity, in particolare di petrolio. In via prospettica, l'offerta appare comunque destinata ad aumentare non solo nei paesi produttori non-OPEC, ma soprattutto nei paesi OPEC+ (che resterebbero comunque convinti ad eliminare gradualmente parte dei tagli alla produzione in vigore dal 2022), con la conseguenza di rafforzare l'ipotesi di un mercato mondiale in marginale surplus (o comunque molto vicino a un livello di sostanziale equilibrio) già a partire dal 2025. Il contenimento dei prezzi sarà comunque limitato: la strategia di riduzione della produzione e le tensioni geopolitiche, almeno nel breve, sosterranno ancora le quotazioni petrolifere, confermando il nostro outlook Positivo. Infine, nonostante il consueto riempimento dei depositi alla vigilia della stagione invernale in Europa, stiamo registrando un forte rincaro del metano. I timori legati agli impatti del mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas russo attraverso l'Ucraina, in scadenza a dicembre, continuano ad esercitare una forte pressione al rialzo sul gas europeo. Il totale blocco dei flussi, sommato ai consumi per il riscaldamento degli ambienti, rischierebbe di mettere in difficoltà il sistema europeo degli approvvigionamenti.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	67,4	72,5	73,1	74,3	72,0	72,0
Brent (\$)	71,4	78,0	78,0	77,0	75,0	75,0
Gas Naturale (\$)	2,3	2,9	3,3	3,1	3,8	3,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

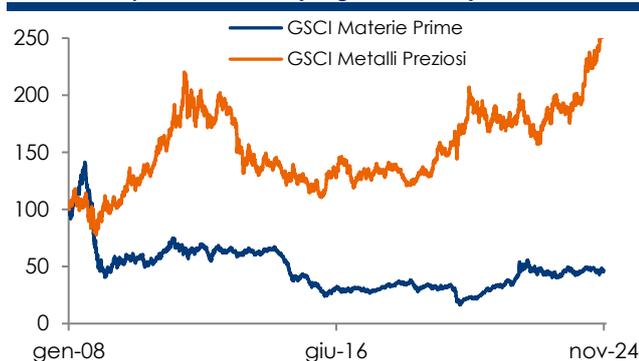
	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
WTI (\$)	67,4	76,0	75,0	74,0	74,0	73,0
Brent (\$)	71,4	80,0	79,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	2,3	3,0	3,5	3,2	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	42,7	34,0	31,0	29,0	28,0	26,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: incertezza e avversione al rischio spingono l'oro

L'incertezza, l'avversione al rischio degli investitori alimentata dalle tensioni geopolitiche e la svolta accomodante delle principali banche centrali sono tutti fattori che continueranno a sostenere i Preziosi. Temi immutati sui Preziosi che proseguono la corsa rialzista, sostenuti da un insieme di fattori fondamentali che continueranno a risultare fortemente supportivi. L'incertezza sul ciclo economico globale, l'avvio di un ciclo generalizzato di politiche monetarie espansive e l'aumento delle tensioni geopolitiche sono i tre elementi che continueranno a sostenere il rialzo dei Preziosi, intesi come investimento difensivo e in grado di intercettare l'avversione al rischio degli investitori. Nonostante il marginale ribasso del dollaro americano, vista la prudenza con cui la Federal Reserve sta tagliando il costo del denaro negli Stati Uniti, l'appeal del biglietto verde come bene rifugio non ha impedito all'oro di segnare nuovi massimi (nonostante la correlazione, storicamente negativa, tra oro e dollaro americano). In aggiunta, prosegue la nuova fase di accumulo di oro come riserva strategica da parte delle banche centrali dei paesi emergenti, un'azione mirata anche a ridurre la quota di dollari statunitensi nel portafoglio delle riserve monetarie a disposizione, distaccandosi dall'influenza americana. In conclusione, in un clima di generale incertezza economica e geopolitica, la tensione sul comparto è destinata a restare alta, rafforzando il nostro outlook Moderatamente Positivo. Dell'effetto-trascinamento esercitato dall'oro beneficiano anche i metalli con usi più industriali, visti in consolidamento comunque su livelli alti. I dati sul reale impiego di questi materiali per auto elettriche, pannelli solari ed elettronica, infatti, tratteggiano una fase di fortissima stagnazione, in linea con la sensazione di brusca frenata di tutte le politiche ecologiche, a causa della crisi economica. Un quadro che però non nega la prospettiva che, nel lungo termine, un'offerta scarsa possa restare il principale elemento di tensione rialzista, quando la richiesta derivante dalla svolta "green" si farà pressante.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.10.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.492,1	4,3	-3,1	41,9
GSCI Met. preziosi	3.082,8	33,1	66,6	75,4
Oro (\$)	2.743,4	32,4	66,8	84,4
Argento (\$)	33,8	41,2	75,3	89,6
Platino (\$)	1.038,8	4,7	9,6	12,9
Palladio (\$)	1.220,9	11,0	-36,1	-31,5

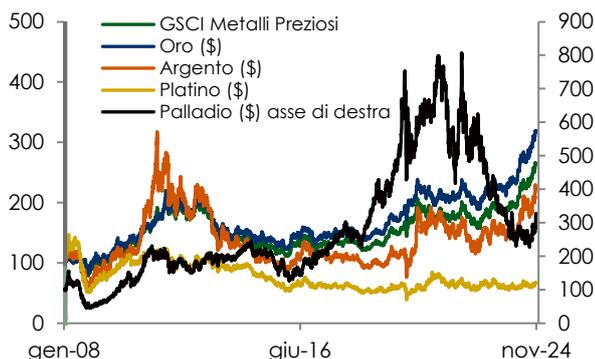
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Immutata la pressione rialzista sui Preziosi: l'oro rinnova con costanza i propri massimi storici ma all'interno di una dinamica rialzista meno vigorosa.

Non si arresta la corsa delle quotazioni dei metalli preziosi, favoriti dalla pressione generata dalle rinnovate tensioni geopolitiche, dall'avversione al rischio, dalla riduzione dei tassi di interesse in tutte le economie (sviluppate ed emergenti) e nonostante il mancato calo del dollaro. Un quadro che vede aumentare un ulteriore elemento di supporto per l'oro, ovvero la domanda delle banche centrali come riserva strategica, dati confermati ancora una volta ufficialmente dal World Gold Council (WGC). Anche la domanda di oro per gioielli e altri impieghi manifatturieri è aumentata, in Cina e India, contribuendo ad aumentare la pressione rialzista dal lato industriale che si somma alla forte richiesta finanziaria. Pensiamo che l'oro resterà stabilmente vicino ai propri massimi storici, magari rinnovandoli anche di poco, proprio a causa del mix di fattori di supporto che caratterizzano lo scenario per poi probabilmente rallentare la sua corsa nella prima parte del 2025. Anche la dinamica dell'argento ha seguito quella dell'oro, rafforzando la storica correlazione fra i due metalli, intercettando, in maniera minore, l'avversione al rischio degli investitori. Continuiamo a pensare che l'argento possa continuare a beneficiare del movimento dell'oro, senza però registrare i record del metallo giallo, limitandosi ad attestarsi stabilmente fra i 30 e i 35 dollari

l'oncia. Le performance di **platino** e **palladio**, nelle ultime settimane, hanno beneficiato dell'effetto trainante dell'oro, in un contesto di rallentamento macroeconomico che però ha gravato negativamente sui risultati del comparto automobilistico (compreso quello elettrico), il settore che maggiormente utilizza questi metalli. Per tale motivo, nel breve, manteniamo una visione di marginale consolidamento per entrambi i metalli, con un'intensificazione delle pressioni rialziste nel 2025 e 2026, quando l'attesa ri-accelerazione dell'economia porterà con sé nuovi investimenti in infrastrutture legati alla transizione energetica aumentando la richiesta di questi materiali, in un mercato fisico probabilmente dall'offerta scarsa.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	3.082,8	15,6	17,0	37,9	33,1
Oro (\$)	2.743,4	15,4	17,1	36,7	32,4
Argento (\$)	33,8	22,3	23,3	46,0	41,2
Platino (\$)	1.038,8	9,3	9,1	11,0	4,7
Palladio (\$)	1.220,9	35,0	25,5	8,0	11,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: tutti gli elementi di criticità presenti nello scenario globale continueranno a sostenere le quotazioni dei Preziosi.

Prosegue, costante e graduale, la corsa rialzista di tutto il comparto e in particolare dell'oro, che continua a rinnovare i nuovi massimi storici, pur all'interno di una dinamica che appare, oggettivamente, meno vigorosa. Oro e argento restano correlati, rafforzando la dinamica di consolidamento su livelli alti, nonostante il deprezzamento del dollaro USA, un asset direttamente concorrente, sia stato modesto ed inferiore a quanto ci si aspettava, influenzando il transito dei flussi di investimento difensivi dalla valuta americana ai Preziosi. Nelle prossime settimane l'oro potrebbe rinnovare (anche solo di poco) i propri massimi storici, all'interno di una dinamica che, fisiologicamente, sembra rallentare. Indichiamo 3.000 dollari l'oncia come massimo punto di arrivo del movimento rialzista. Le quotazioni hanno oggettivamente corso molto; per tale motivo la media dei prossimi trimestri, pur se su livelli alti, esprime proprio quel rallentamento del movimento a cui facevamo cenno, con target di prezzo inferiori a quelli attuali e un cambio di outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo. Questo però non esclude che ogni possibile storno dei prezzi rappresenti una buona occasione di ingresso per gli investitori di lungo periodo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.743,4	2.595,0	2.600,0	2.600,0	2.300,0	2.300,0
Argento (\$)	33,8	30,4	31,0	30,9	28,5	28,5
Platino (\$)	1.038,8	1.010,9	1.050,0	1.081,5	1.200,0	1.200,0
Palladio (\$)	1.220,9	990,0	1.010,0	1.005,0	1.000,0	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.743,4	2.595	2.500	2.480	2.490	2.600
Argento (\$)	33,8	31,0	32,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	1.038,8	985	1.000	1.050	1.075	1.200
Palladio (\$)	1.220,9	1.045	1.020	1.070	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: attesa per i nuovi stimoli all'economia in Cina

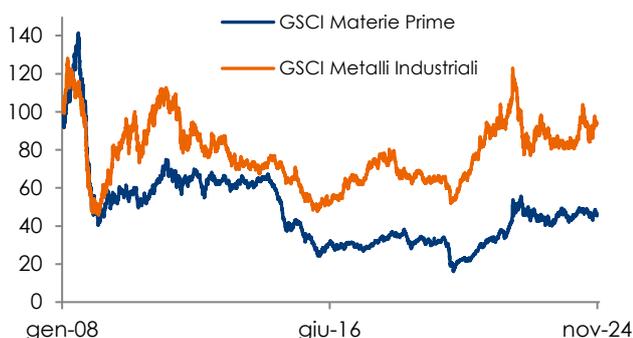
La delusione per la modestia del ciclo cinese e gli inadeguati stimoli di sostegno all'economia complica lo scenario sui Metalli. Al netto del consolidamento al rialzo di quasi tutti i metalli da inizio anno, lo scenario di fondo resta incerto e legato a doppio filo alle decisioni che verranno prese in Cina. Il settore immobiliare cinese continua a fornire segnali di debolezza, a cui si somma la delusione degli investitori per il modesto recupero del ciclo economico e gli insufficienti stimoli annunciati dal Governo cinese e solo parzialmente implementati. Sullo sfondo incombono le prossime elezioni presidenziali americane che saranno determinanti: l'ipotesi di un atteggiamento più conflittuale fra le economie che incida sul commercio e veda un ritorno a politiche protezionistiche stringenti, come ipotizzato da Trump, rischierebbe di aggravare le distorsioni già presenti sui mercati fisici, oltre ad amplificare le tensioni e la volatilità dei mercati finanziari. Di fondo, le pressioni al ribasso sui prezzi sono dettate dal rallentamento della domanda mondiale e dal conseguente accumulo di scorte, complice la frenata dell'economia mondiale e in particolare di quella cinese. Le pressioni al rialzo si basano invece sull'aspettativa che l'allentamento monetario e nuovi piani di stimoli fiscali (in Cina) favoriscano la riaccelerazione del ciclo economico e degli investimenti legati alla transizione energetica, stimolando i mercati fisici e sostenendo i prezzi dei metalli. Preoccupa che il calo del costo del denaro, benché iniziato in tutte le grandi economie, sia ancora troppo modesto per stimolare nuovi investimenti e rianimare le estrazioni minerarie aumentando le forniture. Un quadro che, nel lungo periodo, rischia di rendere strutturale la mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri), prospettiva su cui si fonda il nostro scenario di cauto ottimismo sul futuro rialzo delle quotazioni.

Cina: ciclo fiacco e stimoli deludenti, solo la PBoC sembra concretamente sostenere la crescita.

Il PIL del 3° trimestre in Cina ha registrato una variazione di +4,6% a/a (dal +4,7% precedente), portando la crescita dei primi 9 mesi a +4,8%, ovvero sul limite inferiore del target annuale di sviluppo fissato dal Governo. Uniche note positive sono le vendite al dettaglio e la produzione industriale che nel mese di settembre hanno sorpreso al rialzo: le prime sono aumentate di +3,2% a/a (contro +2,5% atteso e +2,1% precedente) e la seconda di +5,4% a/a (contro +4,6% atteso e +4,5% precedente). La spesa delle famiglie è stata sostenuta dai sussidi governativi per il rinnovo dei beni durevoli come elettrodomestici e auto. Male invece il settore immobiliare, che ha continuato a fornire segnali di debolezza, con i prezzi delle case in calo a settembre sia per i nuovi edifici (-0,7% m/m) che per quelli già esistenti (-0,9% m/m), con ricadute negative sulla domanda di metalli. Anche i successivi dati sull'export cinese (in deciso ribasso) e sulle importazioni trimestrali di petrolio, in calo a -7,4% – un dato allarmante confermato dai raffinatori locali che segnalano margini ridotti e scarso consumo di carburanti al dettaglio – e la notizia che nel 2024 la Cina avrà consumato meno della metà della produzione mondiale di acciaio, poiché il declino del settore immobiliare incide sulla domanda (non accadeva da circa dieci anni), aumentano la delusione per la modestia del ciclo cinese e gli insufficienti stimoli varati dal Governo a sostegno dell'economia. Nelle scorse settimane, il Ministro delle Finanze cinese Lan Foan aveva ribadito come ci fossero ampi margini di bilancio per delineare un nuovo pacchetto di stimoli fiscali, evitando però qualsiasi dettaglio, vista anche l'impossibilità "formale" di annunciare importi specifici di extra budget, senza l'approvazione del Parlamento. E' stato ribadito che le misure saranno volte a sostenere le amministrazioni locali nel fronteggiare i rischi di debiti deteriorati attraverso lo stanziamento di quote di obbligazioni speciali emesse dal Tesoro, ricapitalizzando le banche in difficoltà, ad aumentare il sostegno all'acquisto di immobili commerciali esistenti da riconvertire in alloggi a costi accessibili e, nel contempo, continuare a finanziare nuovi progetti abitativi a prezzi calmierati. Un insieme di interventi e propositi in realtà già espressi ma senza una concreta declinazione attuativa che ha suscitato solo perplessità e incertezza. In questo quadro, ancora una volta, solo la banca centrale cinese (PBoC) sembra l'unica a giocare un ruolo attivo nel sostegno alla crescita, allentando il più possibile le condizioni di credito. La decisione della People's Bank of China di ridurre il Loan Prime Rate a 3,10% per le scadenze a un anno e a 3,60% per quelle a cinque anni riflette una strategia aggressiva di stimolo monetario per contrastare il rallentamento economico. La debolezza del mercato immobiliare – con investimenti in calo del 10,1% nei primi nove mesi del 2024 – e la bassa domanda interna sono tra le principali preoccupazioni. Sebbene i tagli ai tassi mirino a stimolare credito e investimenti, non fuggono i dubbi sulla loro reale efficacia. Anche ipotizzando un'ulteriore

riduzione di 50pb del Reserve Requirement Ratio entro fine anno, il sistema bancario cinese resterebbe comunque sotto pressione a causa dell'elevato indebitamento delle imprese e della scarsa liquidità generale. L'attenzione si sposta ora sul Parlamento cinese, riunito in seduta permanente dal 4 all'8 novembre; in quell'occasione potrebbero essere avallati gli scostamenti di bilancio necessari per finanziare nuovi stimoli che il Ministro delle Finanze Lan Foan non era stato in grado di garantire in precedenza.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.10.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.492,1	4,3	-3,1	41,9
GSCI Industriali	1.749,4	9,3	17,0	41,4
Rame (\$)	9.541,5	11,5	26,4	61,0
Alluminio (\$)	2.645,5	11,0	19,6	50,8
Zinco (\$)	3.169,7	20,1	11,0	22,4
Nickel (\$)	16.015,0	-3,5	-27,6	-4,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: dopo il recupero dell'ultimo mese potrebbe essersi esaurita la spinta rialzista e preludere a un finale d'anno di consolidamento.

Si è concretizzato il recupero del rame dai minimi registrati durante l'estate, sempre in scia agli annunci di aiuti sia della PBoC che del Governo cinese. Ma proprio la mancata corrispondenza fra quanto annunciato e quanto effettivamente implementato rischia di esaurire la spinta rialzista e condannare il rame a un finale d'anno improntato solo al consolidamento dei prezzi. Sul fronte della domanda, sebbene i segnali di ripresa economica siano ancora deboli e i miglioramenti sul fronte della produzione industriale, espressi dalle ultime statistiche cinesi, indichino più un riassortimento delle scorte che nuove produzioni destinate alla vendita, le nuove misure di stimolo promosse da Pechino mantengono alte le aspettative per il settore industriale e immobiliare. Dal lato dell'offerta lo scenario predominante è ancora caratterizzato da incertezza e volatilità. Il Cile, uno dei maggiori produttori mondiali di rame, sta riducendo le difficoltà operative che lo hanno caratterizzato negli ultimi anni (scioperi e norme ambientali più stringenti), ma la produzione e l'offerta mineraria restano contratte a livello globale. Il maggior utilizzo di rame riciclato continua ad essere l'unica soluzione vista la fortissima carenza di investimenti in nuovi progetti (minerari, siderurgici, logistici) che grava sulla produzione di materia prima grezza. Questo ha contribuito a far salire il prezzo di lavorazione e raffinazione, mettendo sotto pressione gli impianti di fusione. L'aumento della domanda di lungo periodo, legata alla transizione energetica, troverà quindi un mercato fisico in questa situazione. La probabile conseguenza sarà una spinta verso l'alto dei prezzi che finirà per stimolare anche nuovi investimenti nel settore, in un quadro di maggior calo del costo del denaro. Uno scenario che rafforza la nostra previsione di graduale recupero delle quotazioni del rame nel medio-lungo termine.

Alluminio: i dazi statunitensi gravano sul settore mentre l'aumento della produzione in Cina potrebbe frenare i rialzi.

Inizia a fare effetto l'estensione dei dazi su estrusi e profilati di alluminio imposti a diversi paesi dagli Stati Uniti. Queste misure si inseriscono nella più ampia indagine promossa dal Dipartimento del Commercio americano, volta a contrastare il dumping, ovvero la vendita di merci a prezzi inferiori rispetto a quelli di mercato e che ha colpito paesi come: Cina, India, Vietnam, ma anche Italia. Le tariffe variano a seconda del paese e del livello di cooperazione con l'indagine, e sono una risposta diretta alle lamentele dei produttori domestici statunitensi, che hanno lanciato più di un'accusa verso i concorrenti stranieri rei di pratiche commerciali scorrette. Non mancano i risvolti politici con le aziende di alluminio più influenti, come Arconic e Alcoa, che sono radicate in stati strategici come la Pennsylvania e la Georgia, territori cruciali per le elezioni presidenziali americane del 2024. Un elemento da non sottovalutare

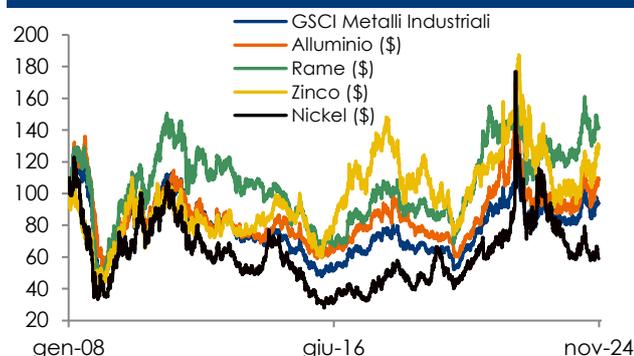
vista la decisione e la rapidità con cui l'Amministrazione USA ha reagito, approvato e applicato il nuovo pacchetto di tariffe. Prosegue la rincorsa della produzione cinese di alluminio primario, che dopo la debolezza di inizio anno sta nuovamente avvicinandosi ai livelli record dell'anno scorso, grazie al ritorno in funzione degli impianti siderurgici nella provincia dello Yunnan, la cui operatività era stata ridotta. Secondo lo Shanghai Metals Market (SMM), la produzione cinese aumenterà del 3% nel 4° trimestre, rispetto allo stesso trimestre del 2023, raggiungendo gli 11 milioni di tonnellate. Le fonderie dello Yunnan, la regione più importante per la produzione di alluminio cinese, per la prima volta da quattro anni a questa parte non dovranno programmare delle chiusure forzate a causa della mancanza di energia elettrica. Se l'esito delle Presidenziali USA (in caso di vittoria di Trump) potrebbe costituire un ulteriore motivo per inasprire le tensioni commerciali, il rincaro dei costi del metallo sembra potersi arrestare nel breve periodo per poi riprendere per tutto l'orizzonte previsivo di lungo termine.

Zinco: la pressione rialzista sul mercato permane ed è legata ai timori sulle future forniture di materia prima grezza. I prezzi dello zinco al London Metal Exchange sono saliti al massimo da quasi due anni a causa delle difficoltà di fornitura, scatenando tensioni di mercato inattese legate soprattutto al timore che possano salire ulteriormente i premi contrattuali sui trasporti e sui nuovi lotti di materia grezza in arrivo dalle principali piazze produttive. La scarsa fornitura di zinco persiste nonostante i tiepidi consumi arrivati dalla Cina, che resta la principale protagonista di oltre il 50% delle transazioni e dei contratti scambiati all'LME. Nonostante la frenata della domanda cinese e il rallentamento dell'economia mondiale, quest'anno sono comunque emersi diversi colli di bottiglia nell'offerta di molti metalli industriali, confermando una certa fragilità di fondo nel sistema globale delle forniture. Queste condizioni contrastanti riflettono quindi una tendenza più ampia nel mercato delle materie prime e potrebbero preannunciare una nuova fase di volatilità, in attesa che le catene di approvvigionamento si adattino alla nuova situazione. Prosegue la contrazione della produzione mineraria (-3,4%), a causa delle riduzioni in Canada, Sud Africa, Turchia e Perù, ma questo non dovrebbe ampliare ulteriormente le tensioni rialziste sul mercato, parzialmente metabolizzate, lasciando inalterato il nostro scenario di consolidamento delle quotazioni.

Nickel: la produzione indonesiana rischia di estendere il surplus di offerta anche il prossimo anno. Dopo il recupero messo a segno a settembre, l'ultimo mese ha visto un deciso ribasso delle quotazioni del nickel, dovuto ai timori che il surplus di offerta persista e si ampli ulteriormente. I produttori indonesiani continuano ad aumentare la loro già robusta offerta, pronti a continuare a rifornire il mercato non solo quest'anno, sicuramente anche il prossimo e potenzialmente fino al 2026, affiancandosi alla Cina come principale attore di questo comparto. A settembre, l'International Nickel Study Group (INSG) ha previsto un surplus di 170.000 tonnellate nel 2024, in aumento rispetto alle 167.000 tonnellate del 2023 ma in marginale calo nel 2025 a 135.000 tonnellate. Più che la stima puntuale preoccupa l'analisi di medio periodo, secondo cui questo ampio squilibrio tra domanda e offerta rischia di mantenere il mercato del nickel strutturalmente in surplus almeno per il prossimo biennio. Le previsioni sulla domanda redatte da INSG indicano comunque un aumento dell'utilizzo globale di nickel per un ammontare complessivo di 3,346 milioni di tonnellate nel 2024, dai 3,193 milioni del 2023, per poi salire ulteriormente nel 2025 a 3,514 milioni. Tuttavia, la domanda resterà comunque inferiore all'offerta, con una produzione globale stimata in 3,516 milioni di tonnellate nel 2024 e 3,649 milioni nel 2025. L'ampliamento del surplus è principalmente attribuito all'aumento di ghisa di nickel e prodotti intermedi in Indonesia, una diretta conseguenza della spinta agli investimenti cinesi nel Paese. La Cina controlla ormai la maggior parte degli impianti siderurgici indonesiani che lavorano principalmente proprio la materia grezza cinese. Una strategia volta al rispetto del divieto di esportazione del minerale in altri paesi, in vigore fin dal 2020, nell'ambito del ferreo controllo dell'offerta di tutte quelle componenti primarie direttamente coinvolte nella produzione di batterie, auto elettriche e altre tipologie di infrastrutture legate alla transizione "green". Come per gli altri metalli, nel breve ci attendiamo una bassa tensione sui prezzi mentre, di fondo, la pressione sulle quotazioni del rottame e del materiale riciclato, di cui si deve obbligatoriamente approvvigionare l'Europa a

causa delle regole imposte sulla certificazione dei prodotti semilavorati extra-UE, resta il principale elemento rialzista per il nickel nel medio-lungo periodo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.749,4	10,2	-3,8	14,3	9,3
Rame (\$)	9.541,5	5,7	-5,9	17,8	11,5
Alluminio (\$)	2.645,5	17,6	2,1	19,2	11,0
Zinco (\$)	3.169,7	21,1	11,9	28,7	20,1
Nickel (\$)	16.015,0	1,1	-16,4	-12,8	-3,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: la svolta espansiva delle politiche monetarie e l'attesa per i nuovi stimoli in Cina alimentano le aspettative di recupero nell'ultima parte dell'anno.

Lo scenario per il comparto dei Metalli continua ad essere complicato, vista la situazione di stallo in Cina, legata agli stimoli fiscali, dopo l'evidenza della modestia del ciclo economico in atto che mette in dubbio i futuri consumi del primo utilizzatore al mondo di metalli. Anche l'atteso calo del costo del denaro, benché iniziato, non appare ancora determinante e si somma a una domanda debole ma costante, due elementi che contribuiscono solo parzialmente ad alimentare le attese di rialzo per fine anno. Per tali ragioni, modifichiamo il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo nel breve periodo. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora non è svanito col rincaro delle ultime settimane ma è necessaria una maggior spinta, in particolare dalla Cina. L'aumento dei costi produttivi, specie dell'energia elettrica in Europa, resta costante, in un quadro di tensioni geopolitiche sempre alte, che alimentano la speculazione finanziaria. Non cambiano invece le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale nel comparto dei metalli (miniere, raffinazione, manifattura) non è minimamente scalfito dalla svolta accomodante delle banche centrali delle principali economie, lasciando intatto il deficit di offerta presente nel sistema delle forniture. Resta quindi probabile che quando si concretizzerà l'atteso rialzo della domanda, dovuto alla transizione energetica (nonostante il ritardo nei tempi di implementazione), lo squilibrio già esistente sul mercato fisico di molti metalli sia destinato ad ampliarsi, premendo al rialzo sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.24	2024	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.541,5	9.600	9.800	9.914	10.050	10.050
Alluminio (\$)	2.645,5	2.500	2.570	2.588	2.601	2.601
Zinco (\$)	3.169,7	2.875	2.825	2.800	2.728	2.728
Nickel (\$)	16.015,0	17.000	17.350	17.450	17.550	17.550

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.24	2024	2025	2025	2025	2026
Rame (\$)	9.541,5	9.530	9.600	9.700	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.645,5	2.515	2.570	2.600	2.620	2.800
Zinco (\$)	3.169,7	2.900	2.910	2.930	2.945	3.000
Nickel (\$)	16.015,0	17.700	17.900	18.000	18.125	19.000

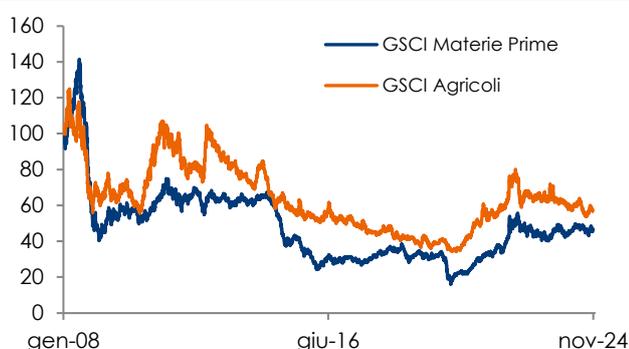
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: pausa nei rialzi ma la pressione potrebbe proseguire

Dopo il marginale recupero di settembre è tornata a prevalere la dinamica ribassista (di breve) sulle granaglie; consolidano le soft commodity mentre restano forti le tensioni in Medio Oriente.

Consolidano i coloniali: la dinamica rialzista sembra rallentare nonostante restino forti le tensioni geopolitiche in Medio Oriente, che rappresentano l'elemento centrale per lo scenario delle commodity agro-alimentari provenienti dal Sud Est asiatico. La frenata delle quotazioni dei principali cereali, in atto nell'ultimo mese, non muta il quadro previsivo di medio-lungo termine secondo il quale resteranno oggetto di pressioni rialziste fino a fine anno, dopo che è terminata la stagione dei raccolti estivi nell'emisfero settentrionale. Gli effetti negativi del cambiamento climatico restano il principale fattore di rischio che coinvolge le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti e riducendo l'offerta col risultato di rincarare i prezzi. Continuano le distorsioni di mercato legate alla speculazione finanziario-commerciale che, facendo leva sull'incertezza delle forniture, mantiene alti i prezzi al dettaglio degli alimenti in maniera anomala rispetto al reale prezzo pagato al produttore.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.10.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.492,1	4,3	-3,1	41,9
GSCI Agricoli	482,5	-5,9	-11,5	45,1
Mais (\$ cent)	410,8	-12,8	-39,7	6,3
Frumento (\$ cent.)	558,8	-11,0	-32,6	9,2
Soia (\$ cent)	974,0	-24,7	-29,8	6,1
Cotone (\$ cent)	70,4	-13,1	-2,4	8,7
Cacao	6.917,0	64,8	200,5	180,8
Zucchero	22,0	6,7	24,9	75,1
Caffè (arabica)	252,4	34,0	48,6	151,1
Caffè (robusta)	4.508,0	48,0	140,9	262,1

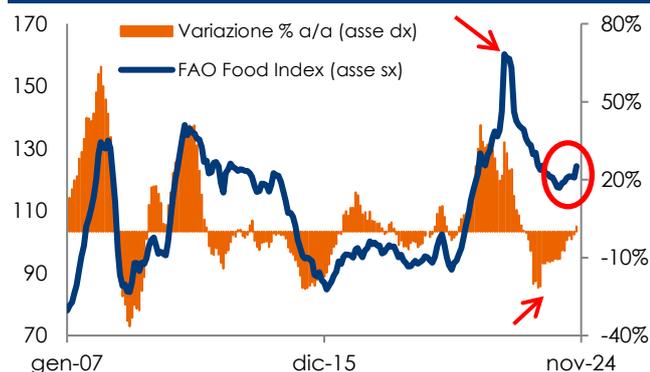
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: in aumento a settembre l'indice dei prezzi alimentari. A settembre, l'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari ha registrato una crescita, con un aumento generalizzato delle quotazioni per zucchero, lattiero-caseari, oli vegetali e cereali. L'indice si è attestato a 124,4 punti, in aumento del 3,0% rispetto ad agosto e del 2,1% rispetto allo stesso mese del 2023. I prezzi dello zucchero sono cresciuti del 10,4%, spinti dalle preoccupazioni per il raccolto in Brasile e la decisione dell'India di revocare le restrizioni sull'uso della canna da zucchero per l'etanolo, riducendo le esportazioni. L'indice dei cereali è salito del 3,0%, con aumenti per grano e mais, influenzati da condizioni climatiche avverse in Canada e Unione Europea, compensate in parte dalle forniture in arrivo dal Mar Nero. Il mais ha beneficiato di problemi logistici in Brasile e USA, mentre il riso è sceso dello 0,7%, riflettendo scambi commerciali tranquilli. L'indice degli oli vegetali è cresciuto del 4,6%, con incrementi per palma, soia, girasole e colza, a causa della produzione inferiore alle attese nel Sud Est asiatico e minori frantoi negli Stati Uniti. I lattiero-caseari hanno registrato un aumento del 3,8%, con rialzi per latte in polvere, burro e formaggi, sostenuti dalla forte domanda globale. I prezzi della carne sono cresciuti dello 0,4%, trainati dalla carne avicola, mentre i prezzi di carne bovina e suina sono rimasti stabili e la carne ovina ha registrato un lieve calo.

FAO: previsione di produzione cerealicola mondiale lievemente aumentata nel 2024. Le previsioni FAO per la produzione cerealicola mondiale nel 2024 sono state riviste al rialzo, con una stima di 2.853 milioni di tonnellate, leggermente superiore alle previsioni precedenti. L'incremento è dovuto alla crescita della produzione di riso e grano, che compensa il calo dei cereali secondari. La produzione di grano aumenterà dello 0,5%, grazie alle migliori prospettive in Australia, nonostante le difficoltà nell'Unione Europea causate da condizioni climatiche

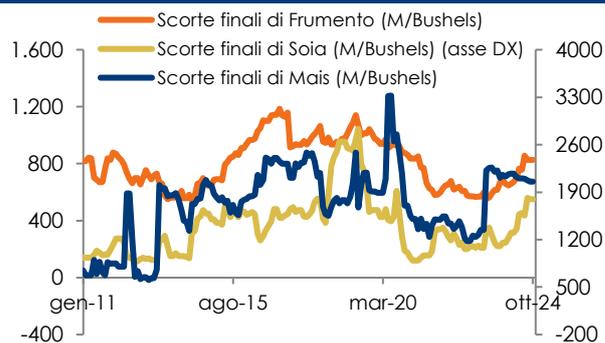
avverse. La produzione di cereali secondari è prevista in calo dello 0,8%, con raccolti ridotti nell'UE, controbilanciati dall'aumento del mais negli Stati Uniti. La produzione globale di riso per la stagione 2024/25 raggiungerà un massimo storico di 539,2 milioni di tonnellate (+0,9%). L'utilizzo totale di cereali crescerà dello 0,4%, attestandosi a 2.853 milioni di tonnellate, mentre le scorte globali aumenteranno dell'1,2%, con un'accelerazione per il riso. Il rapporto scorte-utilizzo sarà del 30,6%, segnalando prospettive di fornitura adeguate. Il commercio internazionale di cereali è previsto in calo del 2,7% rispetto al 2023/24, ma l'aumento delle importazioni in Africa e Vicino Oriente potrebbe stimolare la ripresa del commercio di riso nel 2025.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2024)

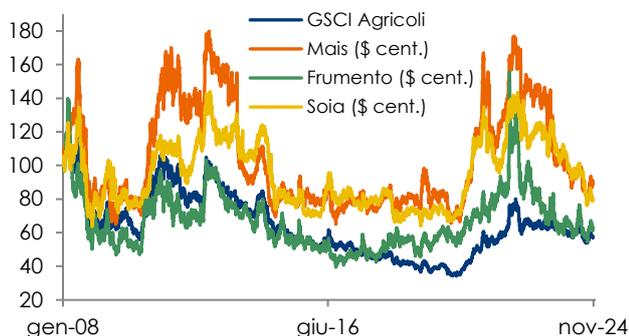
Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2024)

WASDE: il report di ottobre conferma pressione sul frumento e stabilità per mais e soia, con lievi revisioni produttive.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2024/25, confermando una riduzione delle scorte di mais e una maggiore stabilità per grano e soia. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è attesa scendere leggermente e attestarsi a 1.217,2 milioni di tonnellate (rispetto ai 1.218,6 milioni previsti a settembre); la produzione è diminuita in Ucraina, Russia ed Egitto, mentre è aumentata in India. La produzione globale di cereali secondari (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) per il 2024/25 è prevista in calo di 2,3 milioni di tonnellate, attestandosi a 1.500 milioni. Il consumo mondiale crescerà meno dell'1% nella stagione 2024/25, collocandosi a 1.511,8 milioni di tonnellate, con esportazioni in aumento per gli Stati Uniti, mentre Russia e Ucraina registreranno una riduzione. Le nuove previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2024/25 vedono la produzione mondiale scendere a 794,1 milioni di tonnellate, in ribasso rispetto alla precedente stima di settembre di 796,9 milioni. L'output russo è previsto in diminuzione a 82,0 milioni di tonnellate. Per l'UE, la produzione è rivista al ribasso di 1 milione di tonnellate, a 123,0 milioni (da 124,0 milioni di settembre), a causa del clima sfavorevole in Francia e Germania. In Ucraina, la produzione è vista aumentare a 22,9 milioni di tonnellate, rispetto ai 22,3 milioni precedenti. Il consumo mondiale per il 2024/25 è previsto scendere di 2,4 milioni di tonnellate a 802,5 milioni. Il commercio mondiale è stimato a 215,8 milioni di tonnellate, con aumenti per l'Ucraina, mentre l'UE registra un calo. Le scorte finali globali sono previste a 257,7 milioni di tonnellate, in lieve rialzo rispetto a settembre. Infine, sul mercato globale della **soia** le prospettive per il 2024/25 mostrano una riduzione delle scorte iniziali e una leggera contrazione dell'offerta di semi. Le scorte finali mondiali di soia sono invece attese in lieve calo di 0,3 milioni di tonnellate, attestandosi a 150,9 milioni. La produzione globale di soia è vista scendere leggermente a 687,3 milioni di tonnellate, rispetto ai 687,4 milioni previsti in settembre, principalmente a causa delle riduzioni in Ucraina, parzialmente compensate dall'aumento della produzione in Argentina e Brasile.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	482,5	2,9	-7,0	-9,1	-5,9
Mais (\$ cent.)	410,8	3,7	-6,5	-14,6	-12,8
Frumento (\$ cent.)	558,8	5,2	-5,3	-2,9	-11,0
Soia (\$ cent.)	974,0	-7,7	-16,1	-24,9	-24,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: pausa nella tensione rialzista sulle granaglie e sulle soft commodity.

Nonostante l'escalation del conflitto in Medio Oriente resti il principale elemento di pressione sui prezzi delle soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, o dei prodotti agro-alimentari (lavorati o freschi) esportati dall'Europa verso i mercati asiatici di sbocco, abbiamo registrato una pausa nella tensione rialzista. Il rincaro dei costi di trasporto e l'allungamento dei tempi di consegna continua a incidere su tutta la filiera commerciale, ma il grosso dei disagi sembra da un lato metabolizzato e dall'altro risolto attraverso un maggior efficientamento delle forniture. L'elemento distorsivo che non accenna a ridurre la propria influenza è la speculazione finanziaria che, giocando sulla presunta incertezza degli approvvigionamenti, continua a mantenere sotto pressione il comparto dei coloniali, accrescendone la volatilità. Incertezza e volatilità anche sulle granaglie: se l'inizio dell'autunno aveva portato con sé molti dubbi sull'effettiva resa dei raccolti estivi, col protrarsi della stagione i dati hanno rassicurato sulla qualità e quantità della produzione di cereali nelle principali aree agricole, frenando il rincaro dei prezzi. I timori sia per il frumento che per il mais per i prossimi mesi ci spingono a confermare l'ipotesi di un recupero delle quotazioni, a causa delle rinnovate preoccupazioni per i rischi metereologici e geopolitici. In conclusione, il nostro approccio sul comparto degli Agricoli, nel suo insieme, resta quindi Moderatamente Positivo, con stime in rialzo per i cereali e di consolidamento, sempre su livelli alti, per le soft commodity.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	410,8	430,0	445,0	450,0	500,0	500,0
Frumento (cent. \$)	558,8	550,8	565,0	575,0	630,0	630,0
Soia (cent. \$)	974,0	1.050,0	1.083,5	1.125,2	1.177,5	1.177,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	410,8	430	460	465	465	475
Frumento (\$ cent.)	558,8	585	610	615	615	630
Soia (\$ cent.)	974,0	1.130	1.195	1.200	1.200	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Il movimento al rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity si è parzialmente ridotto; parte delle tensioni sono state metabolizzate dal sistema e anche un certo grado di efficientamento dei flussi di approvvigionamento ha consentito di limitare i disagi. Quello che non accenna invece a diminuire sono le tensioni geopolitiche nell'area: un elemento determinante per tenere alta l'incertezza sulle forniture e alimentare la speculazione finanziaria che accentua la volatilità del comparto finendo per premere al rialzo sui prezzi.

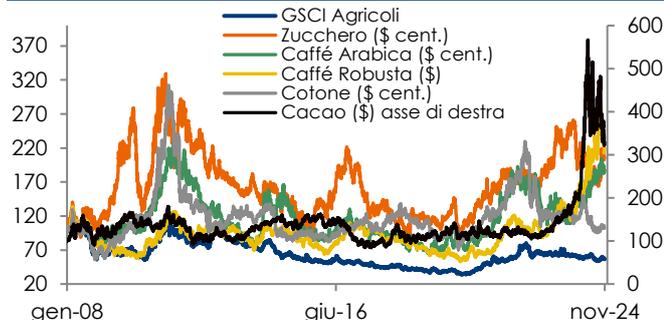
Cotone: il rapporto WASDE di ottobre non mostra significative revisioni per il mercato del cotone.

L'ultimo mese ha registrato movimenti molto contrastanti sul mercato globale del cotone, derivanti dalle fluttuazioni dei prezzi della materia prima nei singoli mercati regionali delle

principali aree produttive. Il cotone è infatti rincarato in Cina, grazie a un recupero dei consumi e degli impieghi manifatturieri, mentre invece è sceso in India e Pakistan per un mix di fattori: raccolti migliori e importazioni di materiale grezzo da altri paesi. Nel suo rapporto di ottobre WASDE, l'USDA (Dip. dell'Agricoltura Americano) ha indicato che il commercio globale di cotone potrebbe diminuire di oltre 500.000 balle, in gran parte a causa del calo delle importazioni in Cina. Le scorte finali mondiali si ridurranno leggermente a 76,3 milioni di balle, mentre la produzione globale di cotone salirà di oltre 200.000 balle quest'anno. Dati che, nel loro complesso, non rappresentano revisioni tali da modificare il bilancio globale del mercato del cotone per la stagione in corso. Il rapporto WASDE ha abbassato la produzione di cotone degli Stati Uniti di oltre 300.000 balle portandola a 14,2 milioni: l'uragano Helene ha causato danni significativi, in particolare in Georgia e nella Carolina del Nord, incidendo sulla resa dei raccolti. In conclusione, gli elementi che caratterizzano il mercato del cotone dipingono un quadro ancora contrastato che potrebbe preludere a un consolidamento dei prezzi nel breve, rimandando il maggior recupero al medio-lungo termine.

Zucchero: il maggior ottimismo sui raccolti stagionali frena il rincaro delle quotazioni. Frenano i prezzi dello zucchero nell'ultimo mese, a causa dell'aumento della produzione nel Centro-Sud del Brasile, la più grande regione produttrice del paese. Unica (Brazilian Sugarcane Industry Association) ha riferito che durante la prima metà di ottobre il raccolto della regione è aumentato dell'8% a/a (oltre 2,4 milioni di tonnellate) portando così la produzione cumulata di canna per la stagione in corso (2024/25) a 35,6 milioni di tonnellate (+1,9% a/a). La siccità e il caldo eccessivo hanno causato una serie di incendi in Brasile che hanno danneggiato le piantagioni nello stato di San Paolo e questo aveva fatto temere un conseguente calo del raccolto brasiliano. Il quadro di incertezza era stato alimentato anche dal fatto che lo scorso 22 agosto la CONAB (Compañia Nacional De Abastecimento) aveva ridotto la stima sulla produzione di zucchero dell'area centro-sud del Brasile per il 2024/25 a 42 milioni di tonnellate, rispetto alla precedente previsione di 42,7 milioni, proprio a causa della siccità e del caldo eccessivo che avrebbero inciso sulla qualità della canna da zucchero. A cavallo fra settembre ed ottobre, l'Indian Sugar and Bio-energy Manufacturers Association (ISM) ha prima segnalato che la produzione di zucchero indiana 2024/25 sarebbe scesa del -2% a/a a 33,3 milioni di tonnellate e che le riserve indiane sarebbero scese a 8,4 milioni rispetto alla precedente stima di 9,1 milioni. Successivamente però la stessa ISM ha segnalato la possibilità che il mercato indiano possa esportare fino a 2 milioni di tonnellate di zucchero raffinato, esortando il Governo a eliminare anche le ultime restrizioni su questo settore. Infine, permangono le prospettive per un maggior raccolto in Thailandia (terzo produttore di canna da zucchero e secondo esportatore di dolcificante raffinato). Negli scorsi giorni, l'Office of the Cane and Sugar Board thailandese ha stimato un aumento della produzione 2024/25 del +18% a/a a 10,35 milioni di tonnellate, rispetto agli 8,77 milioni della stagione 2023/24, conclusasi ad aprile. Questo quadro di minor incertezza sulla reale dimensione e qualità dei raccolti della stagione in corso sta frenando i prezzi dello zucchero, che potrebbero consolidare nel breve (viste anche le attese sui consumi) e stornare leggermente nel medio-lungo periodo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	482,5	2,9	-7,0	-9,1	-5,9
Cotone	70,4	4,2	-12,1	-16,6	-13,1
Cacao	6.917,0	-13,9	-35,5	79,6	64,8
Zucchero	22,0	19,2	13,2	-19,7	6,7
Caffè (arabica)	252,4	9,6	9,4	56,8	34,0
Caffè (robusta)	4.508,0	4,8	2,5	76,6	48,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: il miglioramento delle condizioni meteo in Brasile frenerà il rincaro del caffè ma solo momentaneamente.

I prezzi del caffè, nelle ultime settimane, hanno subito una battuta d'arresto, in scia all'aumento delle precipitazioni in Brasile che hanno parzialmente lenito gli effetti negativi sul raccolto, causato dallo stato di fortissima siccità presente nel Paese da inizio anno. Di fondo, però, non sfumano i timori per i danni a lungo termine sulla resa delle piantagioni dovuti alle condizioni di scarsità di acqua. Le piogge in Brasile sono state costantemente inferiori alla media storica fin dal mese di aprile, danneggiando le colture proprio durante l'importantissima fase della fioritura, riducendo le prospettive di resa per il raccolto di Arabica brasiliana per la stagione in corso. A mantenere costante la pressione rialzista sui prezzi concorrono diversi fattori, fra cui il dato sulle scorte di Arabica monitorate al mercato ICE (Intercontinental Exchange, Inc. Futures US), scese al minimo da 4 mesi e mezzo (795.874 sacchi) lo scorso 3 ottobre, e quelle di caffè Robusta, anch'esse in calo al minimo da oltre 5 mesi. Non a caso, il consenso di mercato continua ad esprimersi a favore di un ulteriore aumento delle quotazioni. Il motivo principale è che la domanda di caffè nei mercati internazionali sta aumentando e si scontra con una produzione, nelle principali aree di coltivazione, comunque in diminuzione a causa delle condizioni meteorologiche sfavorevoli. Oltre al Brasile, di cui abbiamo già detto, anche la resa dei raccolti in Vietnam (2° produttore al mondo di varietà Robusta) è stimata in calo fra il 5% e il 10% a causa della sequenza di uragani che hanno colpito le aree di coltivazione del paese. In aggiunta, i problemi di trasporti della materia prima grezza, dal Sud Est Asiatico verso i torrefattori europei via Mar Rosso, aggiungono ulteriore tensione in un mercato già carico di problemi. Per questi motivi pensiamo che la tensione rialzista su entrambe le varietà di caffè possa proseguire, almeno nel breve periodo, per poi stabilizzarsi nel medio lungo.

Cacao: prezzi depressi dal miglioramento dei raccolti ma lo stagionale aumento dei consumi legati alle festività di fine anno potrebbe rilanciare le quotazioni.

Il mese di ottobre è stato caratterizzato da prezzi del cacao in calo, ai minimi da oltre 7 mesi, a causa dei dati migliori arrivati dalla Costa d'Avorio (il più grande produttore di cacao al mondo). I dati governativi hanno mostrato che gli agricoltori ivoriani hanno consegnato 192.804 tonnellate di cacao nei porti del paese, nel periodo dal 1° al 20 ottobre. Un aumento del +12,9% rispetto alle 170.794 tonnellate spedite nello stesso periodo dell'anno scorso. In aggiunta Le Conseil Cafe-Cacao (l'organo statale che si occupa delle stime sulla produzione agricola domestica) ha aumentato la sua stima della produzione di cacao della Costa d'Avorio per il 2024/25 a 2,1-2,2 milioni di tonnellate da una previsione precedente (giugno) di 2,0 milioni di tonnellate. Il Ghana, il secondo produttore di cacao al mondo, per ora non è al centro dell'attenzione poiché il suo raccolto di cacao 2024/25 inizia a ottobre, ed è in corso solo da poche settimane. Andando ai produttori minori: il National Cocoa and Coffee Board del Camerun (5° produttore al mondo) ha riferito che la produzione di cacao nel 2023/24 (agosto/luglio) è aumentata dell'1,2% a/a a 266.725 tonnellate; parimenti le esportazioni di cacao della Nigeria (6° produttore) sono aumentate del 6,8% a/a a 14.984 tonnellate. Più contrastanti le notizie sulla domanda: la National Confectioners Association americana ha riferito che la macinazione del cacao nel 3° trimestre è aumentata del +12% a/a a 109.264 tonnellate; la Cocoa Association of Asia ha riferito che nel 3° trimestre è cresciuta del +2,6% a/a a 216.998 tonnellate, mentre la European Cocoa Association ha riferito che la macinazione del cacao europeo nel medesimo trimestre è scesa del -3,3% a/a a 354.335 tonnellate. Concludiamo ricordando come cacao ma anche zucchero e caffè beneficiano della classica stagionalità di fine anno quando il consumo di questi prodotti aumenta in coincidenza delle festività, specie nell'emisfero settentrionale. Per tale ragione esprimiamo una previsione rialzista nel breve e di maggior consolidamento nel medio-lungo termine.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	70,4	71,1	70,0	72,0	79,8	79,8
Cacao	6.917,0	7.500	7.964	7.787	5.500	5.500
Zucchero	22,0	20,8	21,5	21,3	20,8	20,8
Caffè (arabica)	252,4	255,0	250,0	254,8	272,5	272,5
Caffè (robusta)	4.508,0	5.000	4.950	4.500	3.625	3.625

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 28.10.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	70,4	71,1	70,0	70,5	79,5	76
Cacao	6.917,0	8.800	7.900	7.100	7.000	5.500
Zucchero	22,0	22,0	21,5	21,0	21,0	20,8
Caffè (arabica)	252,4	260	250	245	245	240
Caffè (robusta)	4.508,0	5.510	5.000	4.500	4.425	3.750

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo S.p.A., banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.09.2024.

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 – in accordo con 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro 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. all'indirizzo [/https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures](https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures).

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Retail Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Certificazione Analisti

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi