

Mensile Materie Prime

Finale d'anno di incertezza per le Commodity

Energia: outlook Positivo da Negativo, prevalgono i rischi rialzisti di fondo

Le strategie di riduzione della produzione e le tensioni geopolitiche, almeno nel breve, sosterranno il petrolio, spingendoci a un cambio di outlook a Positivo da Negativo, visto che i rischi restano più rivolti verso l'alto. Nonostante il consueto riempimento dei depositi in Europa, registriamo un ritorno di pressione rialzista sul gas. I timori legati agli impatti del mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas in Ucraina, in scadenza, premeranno sui costi del metano.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, le criticità di scenario favoriscono l'oro

Prosegue la corsa di tutto il comparto, e in particolare dell'oro, che continuerà ad inanellare nuovi massimi storici. Oro e argento accentuano la correlazione, complice il deprezzamento del dollaro USA, un asset direttamente concorrente, il cui rallentamento agevolerà ancora il transito dei flussi di investimento difensivi dalla valuta ai Preziosi. Non escludiamo però che il rincaro delle quotazioni possa, a fine anno, indurre una serie di fisiologiche prese di profitto. Platino e palladio sono trascinati dall'oro ma limitati dal rallentamento economico e dallo stop dell'auto elettrica.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo, intatte le speranze di ulteriori recuperi

L'atteso calo del costo del denaro e una domanda debole ma costante mantengono vive le speranze per questo finale d'anno. Un quadro che ci spinge a riconfermare il nostro outlook Moderatamente Positivo nel breve periodo. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora non è svanito col rincaro delle ultime settimane, vista la molteplicità di elementi che stanno premendo sullo scenario dei metalli.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, non cessano le tensioni rialziste

L'escalation del conflitto in Medio Oriente resta il principale elemento di pressione sulle soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, complice anche una forte speculazione finanziaria che fa leva sull'incertezza (vera o presunta) degli approvvigionamenti. L'inizio dell'autunno ha riacceso i timori sia per il frumento che per il mais: ci attendiamo nei prossimi mesi un recupero delle quotazioni a causa delle rinnovate preoccupazioni per i rischi meteorologici e geopolitici.

■ **Soft Commodity:**

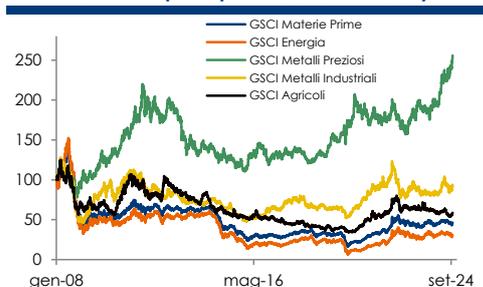
- Cotone:** produzione e commercio globale in calo ma permane la pressione sui prezzi.
- Zucchero:** l'incertezza sulla reale dimensione e resa dei raccolti sosterrà i prezzi nel breve.
- Caffè:** l'incertezza sui fondamentali, le tensioni e la speculazione sosterranno i prezzi.
- Cacao:** il recupero dei prezzi, dopo il calo di inizio mese, potrebbe proseguire nel breve.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.09.24	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.545,4	5,9	7,4	45,4
GSCI Energia	600,8	3,7	3,6	29,9
GSCI Met. Preziosi	2.981,5	28,7	63,2	67,4
GSCI Met. Industriali	1.750,0	9,3	20,8	46,5
GSCI Prod. Agricoli	506,4	-1,3	-9,2	57,5

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

26 settembre 2024 – 15:21 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

26 settembre 2024 - 15:27 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	-2,7	-10,7
Brent	-4,6	-10,3
Gas naturale	4,9	-43,8
Gasolio	-10,4	-18,5
Oro	28,4	-0,7
Argento	31,6	-7,7
Rame	14,7	-12,1
Alluminio	6,5	2,2
Zinco	12,3	-44,7
Nickel	1,2	-9,3
Mais	-11,9	-20,7
Frumento	-6,2	-14,9
Soia	-18,6	2,7
Cotone	-8,6	0,0
Caffè Arabica	42,9	63,0

Fonte: Bloomberg. Dati al 25.09.2024

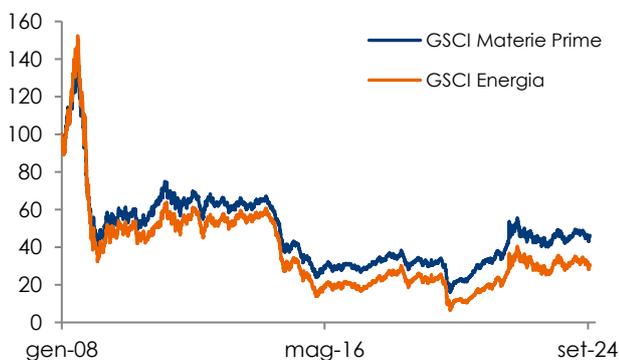
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.09.2024 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio limita i ribassi mentre sale la pressione sul gas

Il rallentamento economico globale che minaccia la domanda di materie prime (nonostante la riduzione del costo del denaro), le tensioni geopolitiche e i tagli dell'offerta petrolifera restano gli elementi chiave dello scenario. Il terzo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da dinamiche totalmente differenti per i singoli comparti delle materie prime, pur in uno scenario che evidenzia alcune determinanti comuni. Di fondo, il rallentamento economico di tutte le grandi economie ha rafforzato le aspettative di una debole domanda globale. La delusione per la modestia del recupero economico in Cina, nonostante i molteplici e articolati pacchetti di stimolo annunciati da Governo e banca centrale, resta il principale elemento di forte timore circa il futuro consumo di risorse da parte del primo utilizzatore al mondo. La frenata del settore manifatturiero, sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti, ha alimentato le pressioni ribassiste su metalli ed energia. L'avvio di un ciclo generalizzato di politiche monetarie espansive e l'aumento delle tensioni geopolitiche ha invece supportato il rialzo dei metalli preziosi come investimento difensivo, intercettando una diffusa avversione al rischio sui mercati. L'escalation in Medio Oriente ha nuovamente riaperto i timori sulla sicurezza dei trasporti dei prodotti agricoli da e per il Sud Est Asiatico che percorrono la rotta del Mar Rosso. Di contro, il taglio dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve e il conseguente indebolimento del dollaro americano hanno permesso un parziale recupero delle perdite. La valuta americana è la moneta che esprime tutti i contratti finanziari delle principali commodity: un suo calo equivale, in relativo, a rendere più conveniente l'acquisto dei prodotti sottostanti. Petrolio e gas naturale hanno recuperato pur restando in un ampio trading range, dove le pressioni ribassiste legate al rallentamento dell'economia mondiale sono state controbilanciate dalle preoccupazioni sull'offerta. Nel caso del greggio, come conseguenza del nuovo accordo che estende ulteriormente i tagli volontari all'offerta che sarebbero dovuti rientrare a partire dal 1° ottobre; in quello del metano, invece, come risultato del probabile (salvo sorprese) stop alle forniture di gas russo in Europa, attraverso l'unico gasdotto rimasto e passante per il territorio dell'Ucraina.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.09.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.545,4	5,9	7,4	45,4
GSCI Energia	600,8	3,7	3,6	29,9
WTI (\$)	69,7	-2,7	-9,2	23,5
Brent (\$)	73,5	-4,6	-12,6	17,1
Gas Naturale (\$)	2,6	4,9	-61,8	8,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

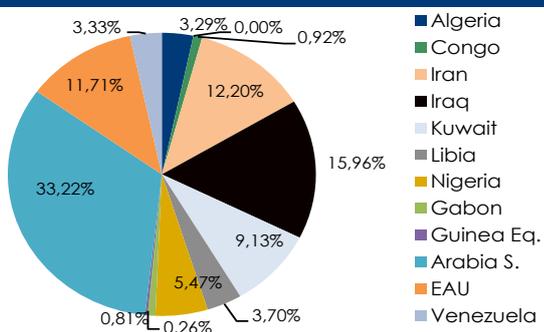
I membri dell'OPEC+ ritardano l'aumento della produzione di due mesi, dopo il calo del prezzo del petrolio.

Ad inizio settembre è arrivato il nuovo 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) da immettere sul mercato. Una scelta dettata dalla recente debolezza dei prezzi e dai dubbi sulla futura domanda globale di energia, visto il rallentamento economico in atto ma, soprattutto, alla luce degli scarsi consumi in Cina (l'elemento chiave su cui vertevano tutte le principali previsioni di rincaro del greggio). 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) è stato quindi posticipato. Il focus si sposta ora sul prossimo Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) in agenda il 2 ottobre, il meeting tecnico dove gli esperti dei principali produttori forniscono le statistiche mensili sulle produzioni e

sul rispetto delle quote assegnate ai singoli paesi, dando eventuali raccomandazioni (anche in questo caso non vincolanti) sulle scelte strategiche di output, offerta ed export di prodotti raffinati. La sensazione, per ora non maggioritaria, espressa dal mercato è che, dopo aver mantenuto i tagli volontari per altri due mesi (ottobre e novembre), Arabia Saudita e Russia, insieme ai loro alleati, possano decidere di prolungarli anche oltre il 2024, mentendo alta la pressione sulle quotazioni petrolifere e arginando il ribasso delle ultime settimane.

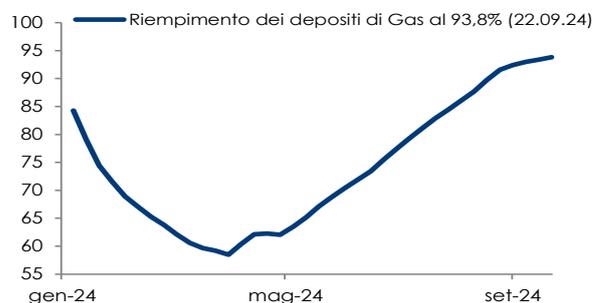
Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di settembre, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), ha confermato la stima del consumo per il 2024 a 104,2 milioni di barili (+2,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da una precedente stima di 104,3 mb/g pubblicata ad agosto) e a un massimo storico di 106,0 mb/g nel 2025 (+1,7 mb/g a/a, rivisto al ribasso dalla precedente stima di 106,1 mb/g). 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, rivisto al rialzo da 53,0 mb/g il mese scorso) a 54,2 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo dalla precedente stima di 54,1 mb/g). 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, rivisto al ribasso da 43,0 mb/g il mese scorso) a 43,4 mb/g nel 2025 (+0,6 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 43,6 mb/g il mese scorso). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di settembre (**OMR**), ha affermato che la domanda globale di petrolio è destinata a crescere di 900.000 barili al giorno quest'anno (dato al ribasso dai 970.000 stimati ad agosto), per un totale di circa 103 milioni di barili al giorno. Nel 2025, il consumo di petrolio raggiungerà i 103,9 milioni di barili (in marginale ribasso dai 104 milioni giornalieri di agosto), con una crescita annuale di circa 900.000 barili al giorno. L'IEA prevede un incremento medio della produzione globale di petrolio di 660.000 barili al giorno nel 2024, raggiungendo il record di 102,90 milioni di barili. La produzione non-OPEC+ è vista crescere di 1,5 milioni di barili al giorno, mentre la produzione OPEC+ è destinata a calare di 810.000 barili al giorno. Nel 2025 l'offerta globale di greggio aumenterà di circa 2,1 milioni di barili al giorno, al nuovo massimo annuale di 105 milioni di barili. Infine, nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di settembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stato tratteggiato uno scenario di aumento ulteriore del deficit per il mercato petrolifero nel corso del 2024 di circa 0,9 mb/g (rivisto al rialzo rispetto a una precedente stima di un deficit di 0,6 mb/g prevista un mese prima), seguito da un equilibrio nel 2025 (a 0,0 mb/g, rivisto da un deficit di circa 0,1 mb/g in agosto). L'EIA ha alzato la stima del consumo di petrolio per il 2024 a 103,08 milioni di barili (da 102,9 milioni) e per il 2025 a 104,6 milioni (da 104,5 milioni).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.08.2024

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

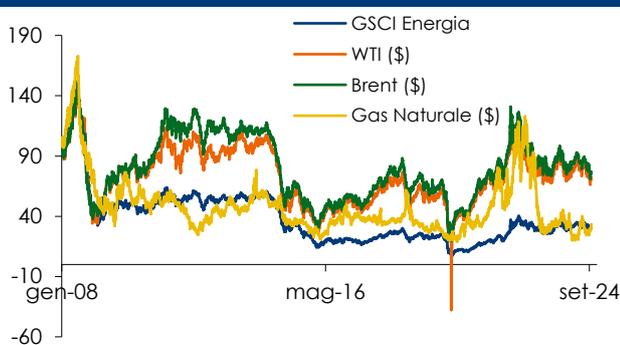


Fonte: <https://agsi.gie.eu>, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si avvicina la scadenza dell'accordo con Gazprom per il passaggio del gas via Ucraina verso l'Europa. Nel dicembre 2019 Mosca e Kiev firmarono un accordo quinquennale a lungo termine per il transito del gas russo attraverso l'Ucraina: 45 miliardi di metri cubi nel 2020 e 40 miliardi di metri cubi all'anno nel quadriennio 2021-2024. L'intesa sul transito scadrà a dicembre di

quest'anno e Kiev ha già dichiarato di non aver intenzione di estenderla o di stipulare un nuovo accordo. In caso di blocco totale dei flussi, l'unica altra rotta operativa via gasdotto, verso l'Europa, sarebbe il Turkstream, che corre sotto il Mar Nero. E' questo il principale tema di incertezza che grava sul mercato europeo del gas. Il mese scorso le agenzie di stampa russe, citando il vice primo ministro Novak, riportavano la volontà di Mosca di proseguire le forniture attraverso l'Ucraina, anche dopo la scadenza dell'attuale accordo. Posizione ribadita anche recentemente dallo stesso presidente Putin ma esclusa dall'omologo ucraino Zelensky, in un botta e risposta durissimo che sembra non lasciare margini di trattativa. Già da maggio 2022 l'Ucraina ha smesso di ricevere gas attraverso la stazione di pompaggio di Sokhranovka (in territorio ucraino), che godeva di una capacità pari a 30 milioni di metri cubi al giorno. Parte dei volumi di transito sono stati trasferiti nell'altra stazione di misurazione a Sudzha, in territorio russo e controllata direttamente da Gazprom, fino allo scorso agosto. La recente campagna militare che ha portato l'esercito ucraino a conquistare lembi di territorio russo ha interessato proprio l'area geografica circostante l'impianto di Sudzha. Un elemento che ha stimolato una serie di interrogativi e scenari di mercato: in particolare, il passaggio sotto l'Ucraina del controllo della stazione potrebbe agevolare un rinnovo dell'accordo con Gazprom? Un'ipotesi che, ad oggi, ha una probabilità decisamente molto scarsa, visto l'aspro scontro sia politico che militare, ma che rappresenta un elemento nuovo in vista della scadenza di dicembre 2024. L'Europa ha largamente modificato il proprio sistema di approvvigionamento, tuttavia alcuni paesi dipendono più di altri dalle forniture via Ucraina (in particolare Austria e Slovacchia) e il totale blocco dei flussi, sommato all'arrivo della stagione invernale, rischierebbe di generare un forte impatto sui prezzi dell'energia, mettendo a rischio la tenuta del sistema di fornitura. In aggiunta, l'Ucraina perderebbe circa 800 milioni di dollari all'anno in tasse di transito (secondo i calcoli effettuati da Bloomberg): una situazione molto delicata sia dal punto di vista degli introiti (come sostegno alla spesa militare), sia in un'ottica di strategia energetica, con l'inevitabile perdita di centralità dell'Ucraina come punto di snodo delle forniture per i paesi europei.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.09.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	600,8	-10,7	-2,8	-5,3	3,7
WTI (\$)	69,7	-13,9	-14,6	-22,9	-2,7
Brent (\$)	73,5	-13,8	-14,8	-21,8	-4,6
Gas Naturale (\$)	2,6	0,3	67,4	-0,7	4,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Positivo da Negativo: lo storno estivo dei prezzi del greggio spingerà i produttori ad un probabile prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera, visti i timori sui consumi; i dubbi sulle forniture dall'Ucraina potrebbero premere al rialzo sul gas in autunno. Il nuovo 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) da immettere sul mercato, ha arginato il ribasso estivo delle quotazioni petrolifere. Il focus si sposta ora sul prossimo Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC), in agenda il 2 ottobre: i tecnici dei principali paesi produttori potrebbero consigliare di prolungare i tagli anche oltre il 2024, mantenendo alta la pressione sui prezzi del greggio anche sul finale d'anno. Di fondo, la debole domanda globale e il rallentamento economico in Cina restano elementi di forte timore per la futura richiesta di commodity, in particolare di greggio. Nonostante l'offerta sia prevista in rialzo non solo nei paesi produttori non-OPEC, ma soprattutto nei paesi OPEC+ (che resterebbero intenzionati a

smantellare gradualmente parte dei tagli alla produzione in vigore dal 2022), il mercato mondiale dovrebbe registrare un marginale surplus (o come minimo essere in equilibrio) già a partire dal 2025. Il contenimento dei prezzi sarà comunque limitato: le strategie di riduzione della produzione e le tensioni geopolitiche, almeno nel breve, sosterranno le quotazioni petrolifere, spingendoci a un cambio di outlook a Positivo da Negativo, visto che i rischi di fondo restano sempre rivolti più verso l'alto che verso il basso. Infine, nonostante il consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico in Europa, registriamo una limitata e temporanea pressione verso l'alto sul gas. I timori legati agli impatti del mancato rinnovo dell'accordo per il passaggio del gas in Ucraina, in scadenza a dicembre, premono infatti al rialzo sul gas europeo. Il totale blocco dei flussi, sommato all'arrivo della stagione invernale, rischierebbe di generare un forte effetto sui costi del metano, mettendo in difficoltà il sistema europeo degli approvvigionamenti.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.09.24	2024	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	69,7	77,0	76,0	76,0	73,5	73,5
Brent (\$)	73,5	81,0	80,0	80,0	75,5	75,5
Gas Naturale (\$)	2,6	3,0	3,3	3,2	3,6	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

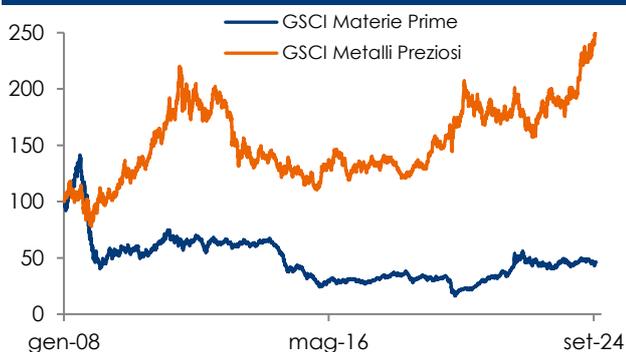
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.09.24	2024	2025	2025	2025	2026
WTI (\$)	69,7	76,0	75,0	74,0	74,0	73,0
Brent (\$)	73,5	80,0	79,0	78,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	2,6	3,0	3,5	3,2	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	36,9	34,0	31,0	29,0	28,0	26,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: la complessità dello scenario risulta premiante per l'oro

L'avversione al rischio degli investitori, alimentata dalle rinnovate tensioni geopolitiche e dalla decisa svolta accomodante delle principali banche centrali, sono elementi che continueranno a sostenere i Preziosi. I Preziosi proseguono la corsa rialzista, sostenuti da una mix di elementi di scenario che risulteranno ancora fortemente supportivi. L'avvio di un ciclo generalizzato di politiche monetarie espansive e l'aumento delle tensioni geopolitiche continueranno ad alimentare il rialzo del comparto come investimento difensivo, intercettando la diffusa avversione al rischio degli investitori. Il taglio dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve e il conseguente indebolimento del dollaro americano non solo hanno favorito il parziale recupero delle perdite di tutte le materie prime ma hanno anche ridotto l'appeal del biglietto verde come bene rifugio a favore dell'oro. La correlazione, storicamente negativa, tra oro e dollaro americano si è manifestata nella maniera più evidente, come certificato dal costante rinnovo dei massimi storici da parte del metallo giallo. A questi elementi si somma la nuova fase di accumulo di oro per riserve strategiche da parte delle banche centrali nei paesi emergenti, che continua senza sosta. In conclusione, in un clima di generale incertezza economica e geopolitica, la tensione sul comparto è destinata a restare alta, sostenendo il nostro outlook Moderatamente Positivo. L'effetto-trascinamento esercitato dall'oro investe anche i metalli con usi più industriali, su cui ribadiamo un cauto ottimismo ma con motivazioni totalmente slegate dal tema della transizione energetica. Nonostante il rincaro di platino e palladio, i dati sul reale impiego di questi materiali per auto elettriche, pannelli solari ed elettronica sono in una fase di fortissima stagnazione, in linea con la sensazione di brusca frenata di tutte le politiche ecologiche, a causa della crisi economica. Ciò non toglie che, nel lungo termine, un'offerta insufficiente possa restare il principale elemento di tensione rialzista, quando la domanda derivante dalla svolta green si farà più concreta.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

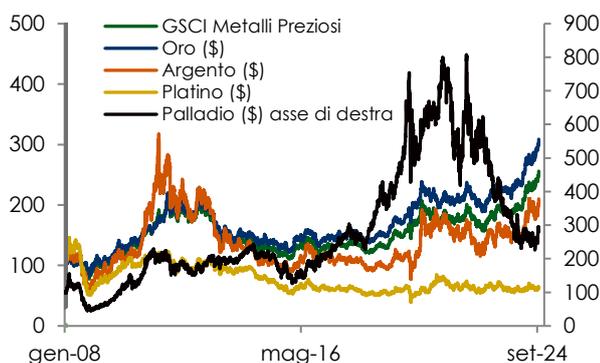
	Valore 25.09.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.545,4	5,9	7,4	45,4
GSCI Met. preziosi	2.981,5	28,7	63,2	67,4
Oro (\$)	2.653,8	28,4	62,7	76,2
Argento (\$)	31,6	31,6	70,0	77,0
Platino (\$)	991,0	-0,1	15,6	5,7
Palladio (\$)	1.039,2	-5,5	-49,4	-37,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non si arresta la pressione rialzista sui Preziosi. Prosegue 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 dall'atteso calo del dollaro. Un quadro a cui si somma un ulteriore elemento di supporto per l'oro, ovvero la domanda delle banche centrali come riserva. I dati ufficiali del World Gold Council (WGC) hanno confermato che nel 1° semestre gli istituti centrali hanno comprato ben 483 tonnellate di oro: il massimo mai registrato in questo periodo dell'anno. Inoltre, sorprende come il 67% di questi acquisti sia stato mantenuto riservato, fino alla rilevazione statistica effettuata dal WGC. Il tutto, nonostante la People Bank of China (PBoC), il maggior compratore di oro degli ultimi trimestri, abbia interrotto gli acquisti già a partire dal mese di maggio. Anche la dinamica dell'argento ha seguito quella dell'oro, rafforzando la storica correlazione fra i due metalli e intercettando, in maniera ovviamente più sfumata, ma comunque robusta, l'avversione al rischio degli investitori. Continuiamo a pensare che l'argento possa proseguire a trarre beneficio dal movimento dell'oro, senza registrare i record del metallo giallo ma 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 ha inciso molto negativamente sui risultati del comparto automobilistico (compreso quello elettrico), il settore che impiega maggiormente questi metalli. Ribadiamo il quadro degli scorsi mesi: nel breve, manteniamo una visione marginalmente positiva per entrambi i metalli, con un'intensificazione delle pressioni rialziste nel 2025 e 2026, quando l'attesa accelerazione dell'economia mondiale e il probabile recupero degli investimenti in infrastrutture e transizione energetica (unito ai persistenti rischi sull'offerta) premeranno sui prezzi.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.09.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.981,5	14,7	22,3	38,8	28,7
Oro (\$)	2.653,8	15,4	21,9	39,6	28,4
Argento (\$)	31,6	9,4	29,3	38,0	31,6
Platino (\$)	991,0	-2,9	9,5	9,2	-0,1
Palladio (\$)	1.039,2	11,7	4,2	-15,1	-5,5

Fonte: Bloomberg, elaborazio e ni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: tutti gli elementi di criticità presenti nello scenario globale alimenteranno il rialzo delle quotazioni dei Preziosi.

Prosegue, costante e graduale, la corsa rialzista di tutto il comparto e in particolare dell'oro, che continua a inanellare nuovi massimi storici. Oro e argento accentuano la correlazione, rafforzando la dinamica rialzista, complice il deprezzamento del dollaro USA, un asset direttamente concorrente il cui rallentamento ha favorito, e agevolerà ancora, il transito dei flussi di investimento difensivi dalla valuta americana ai Preziosi, tornati ad essere in cima alle preferenze dei soggetti avversi al rischio. Nelle prossime settimane l'oro potrebbe registrare nuovi record: vediamo 3.000 dollari l'oncia come massimo punto di arrivo del movimento rialzista anche se, mediamente, indichiamo 2.595 dollari come target per il 4° trimestre. Non escludiamo infatti che il violento (ma robusto) rincaro delle quotazioni possa, a fine anno, indurre a una serie di fisiologiche prese di profitto. Al contempo, l'ipotizzabile storno dei prezzi potrebbe rappresentare una buona occasione di ingresso per gli investitori di lungo periodo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.653,8	2.500,0	2.500,0	2.490,0	2.290,0	2.290,0
Argento (\$)	31,6	30,1	31,0	31,0	28,0	28,0
Platino (\$)	991,0	1.021,9	1.072,5	1.056,5	1.200,0	1.200,0
Palladio (\$)	1.039,2	980,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.653,8	2.595	2.500	2.480	2.490	2.600
Argento (\$)	31,6	31,0	32,0	31,0	31,5	33,0
Platino (\$)	991,0	985	1.000	1.050	1.075	1.200
Palladio (\$)	1.039,2	1.045	1.020	1.070	1.070	1.170

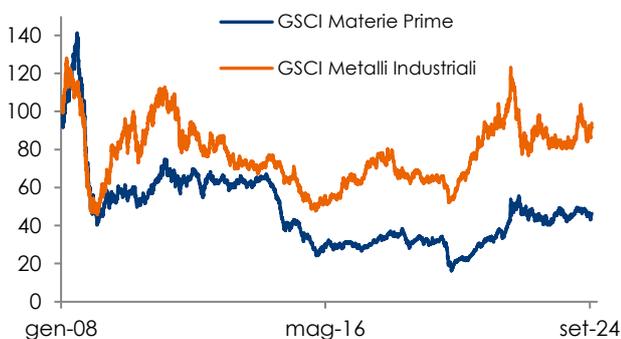
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: Cina, rallentamento e Presidenziali USA i temi chiave

Non accenna a diminuire il livello di complessità dello scenario sui metalli fra la delusione per il modesto recupero del ciclo cinese, i nuovi piani di stimolo, l'atteso calo del costo del denaro negli Stati Uniti e l'incerto esito delle Presidenziali USA. Benché consolidi il rialzo di quasi tutti i metalli da inizio anno, lo scenario di fondo resta molto complicato. Nei prossimi mesi, gli elementi più rilevanti per le quotazioni dei Metalli industriali saranno l'evoluzione della domanda cinese e le aspettative sull'andamento del commercio mondiale, al netto del tanto atteso calo (generalizzato) del costo del denaro. Anche le prossime elezioni presidenziali americane saranno determinanti: un atteggiamento più conflittuale fra le prime economie al mondo, dettato dalle possibili politiche protezionistiche promosse dal candidato Trump, provocherebbe ulteriori distorsioni sui mercati fisici e una maggior tensione e volatilità sui mercati finanziari. Il comparto è in balia di due distinte forze. Le pressioni al ribasso sui prezzi sono alimentate dall'attuale rallentamento della domanda mondiale e dal conseguente accumulo di scorte, complice l'irrisolta crisi del settore immobiliare cinese, ma anche dall'incertezza sulle future dinamiche commerciali, che dipenderanno dall'esito delle Presidenziali americane e dalle decisioni della neo-formatasi Commissione Europea. Le pressioni al rialzo dipendono invece dall'aspettativa che politiche monetarie espansive, nuovi piani di stimoli fiscali e monetari (in Cina) e l'attesa riaccelerazione del ciclo economico e degli investimenti in transizione energetica premano sui mercati fisici, rincarando i prezzi dei metalli. Il calo del costo del denaro è ancora troppo esiguo per contrastare in maniera forte la contrazione delle estrazioni minerarie dovuta agli scarsi investimenti, col risultato di limitare le forniture e ampliare il forte squilibrio di mercato. Ribadiamo come, nel lungo periodo, la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) resti l'elemento chiave su cui verte il nostro scenario di cauto ottimismo sul futuro delle quotazioni.

Cina: nuove misure per sostenere il mercato immobiliare. La banca centrale cinese ha annunciato un ampio pacchetto di stimoli monetari per sostenere l'economia, in un contesto di rallentamento della crescita e pressioni deflazionistiche. Le principali misure includono un taglio di 50pb del coefficiente di riserva obbligatoria (RRR), con la possibilità di ulteriori riduzioni, e una riduzione di 20pb del tasso repo a sette giorni, portandolo all'1,5%. Sul fronte immobiliare, l'istituto ha tagliato i tassi sui mutui esistenti di 50pb e ha ridotto l'acconto minimo al 15% per tutte le tipologie di abitazioni. L'annuncio ha spinto al rialzo i mercati finanziari cinesi, con le azioni che hanno toccato i massimi degli ultimi due anni e mezzo. Le nuove misure di stimolo annunciate dalla PBoC potrebbero contribuire ad alimentare il rialzo di tutte le principali commodity, ridando fiducia al mercato. Sebbene possa essere considerato il maggior pacchetto di aiuti varato quest'anno, preoccupa la mancanza di interventi a sostegno dell'economia reale. Non a caso la reazione dei Metalli industriali, un comparto estremamente sensibile al settore delle costruzioni cinese, appare piuttosto contenuta. La debole domanda globale e la delusione per il modesto recupero economico in Cina restano elementi di forte timore sul futuro consumo di risorse del primo utilizzatore al mondo, mantenendo intatte le perplessità degli operatori sui metalli per questo finale d'anno.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.09.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.545,4	5,9	7,4	45,4
GSCI Industriali	1.750,0	9,3	20,8	46,5
Rame (\$)	9.813,0	14,7	33,7	71,5
Alluminio (\$)	2.538,5	6,5	18,6	46,1
Zinco (\$)	2.963,4	12,3	-1,9	28,3
Nickel (\$)	16.796,0	1,2	-24,4	-2,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: dopo il ribasso estivo è iniziato un graduale recupero che potrebbe proseguire. Dopo i minimi registrati durante l'estate, nel mese di settembre è iniziato il recupero delle quotazioni del rame. Il recente pacchetto di aiuti annunciato dalla PBoC in Cina, mirato al sostegno del mercato immobiliare e delle costruzioni, rappresenta un elemento di breve che sta alimentando questo movimento. Al netto della fase di rallentamento economico che sta investendo tutte le grandi economie, la transizione energetica, l'elettrificazione di massa e l'urbanizzazione, oltre alla richiesta di componenti elettroniche a supporto dello sviluppo dell'IA (intelligenza artificiale) sembrano essere fattori strutturali in grado di sostenere la domanda a lungo termine. Questa prospettiva potrebbe ridurre la volatilità, soprattutto se si verificasse un rallentamento della crescita economica più marcato. Dal lato dell'offerta non mancano le tensioni rialziste: nonostante l'effetto sostituzione dettato dal maggior utilizzo di rame riciclato è evidente la fortissima carenza di investimenti in nuovi progetti (minerari, siderurgici, logistici) che grava sulla produzione di materia prima grezza. L'aumento della domanda si scontrerà con questa situazione, generando una spinta verso l'alto dei prezzi e, conseguentemente, finirà anche per stimolare nuovi investimenti nel settore, complice anche il calo del costo del denaro. Un quadro che conferma la nostra previsione di graduale recupero delle quotazioni del rame.

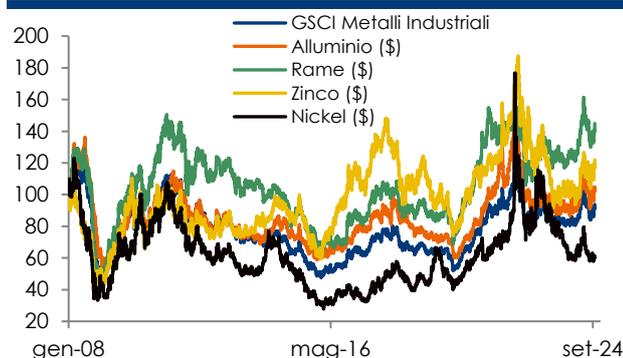
Alluminio: le tensioni sui dazi verso la Cina e il rallentamento economico creano un quadro di incertezza che potrebbe comunque gradualmente rincarare i prezzi del metallo. Mentre aumentano le iniziative di contrasto alle importazioni cinesi di alluminio, con l'introduzione di tariffe e dazi in molti paesi (tra cui Europa, Stati Uniti, Canada, India, Thailandia), da inizio settembre è iniziato il parziale recupero dei prezzi del metallo dopo i minimi estivi. La produzione cinese di alluminio primario si sta avvicinando ai livelli record dell'anno scorso, grazie al ritorno in funzione degli impianti siderurgici nella provincia dello Yunnan, la cui operatività era stata ridotta. L'International Aluminium Institute stima l'incremento della produzione annuale cinese al 5% nel 2024 rispetto al 2023. L'ammontare della produzione nazionale è ora vicino a 43,0 milioni di tonnellate annue e mancano ancora tre mesi alla fine del 2024. Secondo le previsioni di Reuters, il miglioramento delle precipitazioni nello Yunnan ha attenuato la carenza di energia elettrica, consentendo alle autorità locali di revocare le restrizioni operative e di riavviare circa 1,15 milioni di tonnellate di capacità inespressa. Nel frattempo, anche le esportazioni cinesi di fogli di alluminio sono aumentate dall'inizio del 2024; secondo un rapporto dello Shanghai Metals Market, ammonterebbero a oltre 130.000 tonnellate nel solo 1° semestre. L'India, l'Indonesia, la Thailandia e il Messico (oltre ad Europa e Stati Uniti, ma in misura inferiore) sono alcuni dei principali paesi destinatari di queste esportazioni. Non a caso, alcuni di essi, hanno inasprito le norme commerciali cercando di limitare l'afflusso di materiale, a basso costo, proveniente dalla Cina. Come nel caso del rame, le tensioni commerciali potrebbero alimentare un graduale rincaro dei costi del metallo lungo tutto l'orizzonte previsivo.

Zinco: la pressione rialzista sul mercato riprende a settembre. Anche per lo zinco, dopo la debolezza dei mesi estivi è iniziato un graduale recupero delle quotazioni. A pesare sul metallo sono sempre i soliti temi: prospettive di offerta limitata, a cui si contrappone la previsione di una domanda in miglioramento, con relativa generazione di pressione rialzista sui prezzi. Il deficit di materia prima grezza, dovuto alle chiusure delle miniere in molte aree del mondo, ha infatti ridotto l'offerta di minerale, che si è scontrata con un marginale aumento della richiesta. L'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) ha mostrato che il mercato globale dello zinco raffinato è risultato in surplus di sole 14.000 tonnellate a luglio, rispetto alle 36.000 tonnellate stimate invece nella rilevazione di giugno. Questo porta il surplus annuale dei primi sette mesi del 2024 a 254.000 tonnellate, decisamente inferiore al surplus registrato a luglio 2023: 466.000 tonnellate. Prosegue la contrazione della produzione mineraria (-3,4%), a causa delle riduzioni in Canada, Sud Africa, Turchia e Perù. Se da un lato la svedese Enerpoly ha inaugurato il primo stabilimento dedicato alla produzione di batterie agli ioni di zinco in Spagna – che rappresenta la nuova frontiera dell'utilizzo del metallo – non si arresta la distruzione di capacità siderurgica in Europa, come ben rappresentato dall'esempio di Glencore in Sardegna, che intende del tutto

abbandonare la lavorazione dello zinco. Pensiamo che tutti questi elementi di tensione possano perdurare ancora sul mercato e rafforzare il nostro scenario di consolidamento delle quotazioni.

Nickel: la dinamica ribassista sembra esaurita, ci aspettiamo che il recupero dei prezzi iniziato a settembre possa gradualmente continuare. La nostra previsione secondo cui la debolezza delle quotazioni potesse essere vicina ad esaurirsi si è rivelata corretta. Il movimento ribassista del nickel ha espresso la sua massima accelerazione nei mesi estivi per poi, come per la maggior parte dei metalli del comparto, registrare a settembre un'inversione di tendenza positiva e un graduale recupero. Nonostante l'aggravarsi della crisi del settore automobilistico e la decisa battuta d'arresto della domanda di auto elettriche, le forti incertezze sull'offerta e alcune distorsioni sul mercato fisico stanno comunque favorendo il rincaro del metallo. Come avevamo già anticipato, si è concretizzato un recupero della domanda a settembre, che riteniamo possa continuare anche ad ottobre. Il concomitante effetto "stagionale" legato all'abituale rifornimento dei magazzini e il tanto auspicato taglio del costo del denaro negli Stati Uniti hanno contribuito a migliorare le aspettative sui nuovi investimenti e hanno alimentato la fiducia sulla futura domanda di materiale. In aggiunta, l'inatteso nuovo pacchetto di aiuti annunciato dalla PBoC in Cina, volto a sostenere il comparto delle costruzioni – l'altro tradizionale settore che oltre a quello delle batterie e dell'elettronica incide sui consumi di nickel – ha migliorato il sentiment di mercato. Infine, essendosi ridotte al minimo le aspettative di possibili effetti negativi sul mercato dovuti al paventato blocco del nickel dalla Russia (come reazione di Mosca alle nuove sanzioni comminate), sono altri i fondamentali da monitorare. Infatti, la volontà della Cina di limitare la propria produzione di nuovi semilavorati e, di contro, la tensione sui prezzi del rottame e del materiale riciclato, di cui si deve obbligatoriamente approvvigionare l'Europa, sono i principali elementi di pressione rialzista per il nickel, sia nel breve che nel medio-lungo periodo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.09.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.750,0	1,4	9,9	13,6	9,3
Rame (\$)	9.813,0	2,9	10,7	21,3	14,7
Alluminio (\$)	2.538,5	1,1	10,2	13,1	6,5
Zinco (\$)	2.963,4	5,3	21,0	18,1	12,3
Nickel (\$)	16.796,0	-1,5	0,9	-11,0	1,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: la svolta espansiva delle politiche monetarie e i nuovi stimoli annunciati in Cina potrebbero comunque sostenere un recupero di breve termine, nell'ultima parte dell'anno. Lo scenario per il comparto dei Metalli resta ricco di insidie, visti i timori sui futuri consumi del primo utilizzatore al mondo di metalli: la Cina. L'atteso calo del costo del denaro e una domanda debole ma costante mantengono vive le speranze per questo finale d'anno. Un quadro che ci spinge a riconfermare il nostro outlook a Moderatamente Positivo nel breve periodo. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora non è svanito col rincaro delle ultime settimane, vista la molteplicità di elementi che stanno premendo sullo scenario dei metalli. Non si arresta l'aumento dei costi produttivi, complice il recupero del petrolio, in un quadro di tensioni geopolitiche in costante aumento, che alimentano la speculazione finanziaria. Immutate, infine, le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale nel comparto dei metalli (miniere, raffinazione, manifattura) resta grave e il marginale calo del costo del denaro non è ancora in grado di ostacolare il deficit di offerta. Quando si concretizzerà l'atteso rialzo della domanda, generato dalla transizione energetica (ora passata decisamente

in secondo piano), il rischio che si acuisca lo squilibrio già esistente sul mercato fisico di molti metalli sarà maggiore.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.813,0	9.525	9.800	9.875	9.978	9.978
Alluminio (\$)	2.538,5	2.500	2.550	2.563	2.600	2.600
Zinco (\$)	2.963,4	2.800	2.700	2.700	2.650	2.650
Nickel (\$)	16.796,0	17.075	17.500	17.400	17.637	17.637

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

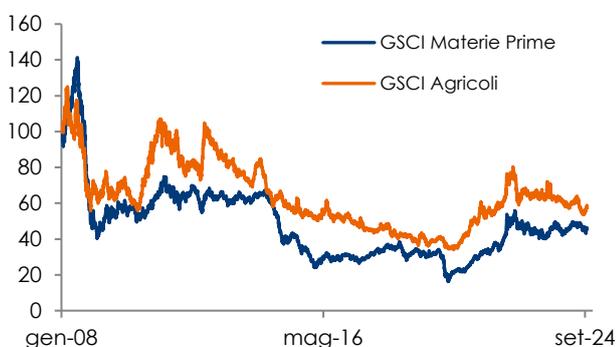
	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.813,0	9.530	9.600	9.700	9.750	10.100
Alluminio (\$)	2.538,5	2.515	2.570	2.600	2.620	2.800
Zinco (\$)	2.963,4	2.900	2.910	2.930	2.945	3.000
Nickel (\$)	16.796,0	17.700	17.900	18.000	18.125	19.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: cereali in recupero, resta alta la tensione sui coloniali

Si riduce il ribasso delle granaglie (da inizio anno) mentre non si attenua la pressione rialzista sulle soft commodity, a causa delle tensioni in Medio Oriente. Per i coloniali le tensioni rialziste non sembrano sopite: esercitano, anzi, una costante pressione a causa della nuova ondata di tensioni geopolitiche in Medio Oriente, che resta l'elemento centrale per lo scenario delle commodity agro-alimentari. Rimane immutato invece il quadro previsivo di medio-lungo termine sulle granaglie, oggetto di nuove pressioni rialziste in questo inizio d'autunno, al termine della stagione dei raccolti estivi nell'emisfero settentrionale: gli effetti negativi del cambiamento climatico si confermano il maggior rischio che investe le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti, riducendo l'offerta e finendo per rincarare i prezzi. Nel breve termine, al contrario, pensiamo che siano i rischi geopolitici ma, soprattutto, la speculazione finanziario-commerciale gli elementi che più di tutti influenzeranno le quotazioni, facendo leva sull'incertezza delle forniture e mantenendo alti i prezzi al dettaglio degli alimenti, rispetto al reale prezzo pagato all'origine.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.09.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.545,4	5,9	7,4	45,4
GSCI Agricoli	506,4	-1,3	-9,2	57,5
Mais (\$ cent)	415,3	-11,9	-37,7	11,5
Frumento (\$ cent.)	589,3	-6,2	-31,3	21,7
Soia (\$ cent)	1.053,3	-18,6	-25,4	18,5
Cotone (\$ cent)	74,0	-8,6	-21,7	24,7
Cacao	7.955,0	89,6	254,0	222,2
Zucchero	23,4	13,8	28,1	98,5
Caffè (arabica)	269,1	42,9	22,1	166,6
Caffè (robusta)	5.446,0	78,8	143,2	316,0

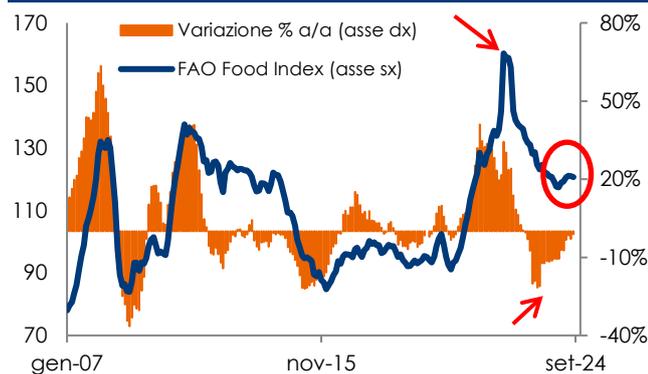
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: in leggero calo ad agosto l'indice dei prezzi alimentari. Ad agosto, l'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari ha registrato una leggera flessione, con una contrazione nelle quotazioni di zucchero, carne e cereali, compensata solo parzialmente dall'aumento dei prezzi di oli vegetali e prodotti lattiero-caseari. L'indice si è attestato a una media di 120,7 punti, in calo rispetto a luglio e inferiore dell'1,1% rispetto allo stesso mese del 2023. I prezzi dei cereali sono scesi dello 0,5%, influenzati dalla diminuzione delle quotazioni del grano all'esportazione, favorita dalle forniture competitive del Mar Nero e dall'aumento della produzione in Argentina e USA. Il mais è rimasto stabile, mentre il riso ha segnato un incremento dello 0,6%, spinto dalla scarsità stagionale e dal rafforzamento delle valute di alcuni paesi esportatori. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è aumentato dello 0,8% raggiungendo il livello più alto in 20 mesi, grazie alla crescita dei prezzi dell'olio di palma. I prodotti lattiero-caseari hanno registrato un aumento del 2,2%, sostenuto dalla domanda di latte intero in polvere e formaggi. Le quotazioni del burro hanno toccato un nuovo massimo a causa della ridotta offerta in Europa occidentale. Invece, i prezzi della carne sono diminuiti dello 0,7%, con cali per carne suina, ovina e di pollame, bilanciati solo in parte dal leggero aumento della carne bovina. Lo zucchero ha subito un crollo del 4,7%, segnando il valore più basso dall'ottobre 2022, trainato dal miglioramento delle prospettive di produzione in India e Thailandia e dalla diminuzione dei prezzi del greggio.

FAO: previsione di produzione cerealicola mondiale quasi invariata nel 2024. Le previsioni FAO per la produzione cerealicola mondiale nel 2024 si mantengono stabili, con un lieve calo per i cereali secondari, bilanciato dagli incrementi previsti per grano e riso. La produzione globale è stimata a 2.851 milioni di tonnellate, sostanzialmente in linea con il 2023. La riduzione nei raccolti di cereali secondari, in particolare il mais, è dovuta alle ondate di calore e siccità che hanno

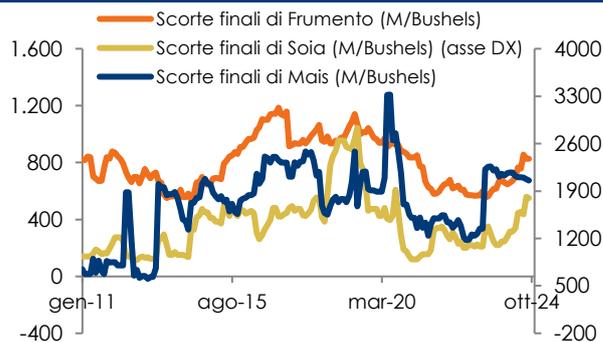
colpito l'Unione Europea, il Messico e l'Ucraina. Al contrario, le previsioni per il grano e il riso sono state riviste al rialzo, con la produzione di riso attesa a un livello record di 537 milioni di tonnellate. L'utilizzo globale di cereali per la stagione 2024/2025 è previsto a 2.852 milioni di tonnellate (+0,2%), con il consumo di riso che raggiungerà livelli storici grazie all'aumento della domanda alimentare. Le scorte mondiali cresceranno dell'1,2%, mantenendo il rapporto riserve-utilizzo al 30,7%. Gli scambi internazionali di cereali scenderanno del 3,3%, con un calo significativo nel commercio di cereali secondari.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (agosto 2024)

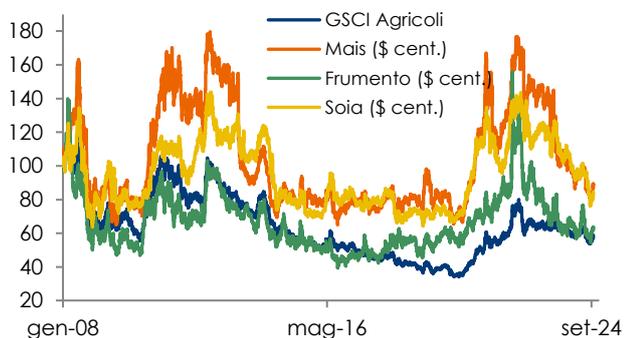
Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (agosto 2024)

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

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la nuova stagione 2024/25, confermando ancora una certa pressione sul frumento e maggior stabilità per mais e soia. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è attesa scendere leggermente e attestarsi a 1.218,6 milioni di tonnellate (rispetto ai 1.219,8 milioni previsti in agosto); l'area coltivata a mais è diminuita in UE e Russia, mentre è aumentata in Tanzania e Canada. La produzione globale di cereali secondari per il 2024/25 (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista in calo di 1,8 milioni di tonnellate, attestandosi a 1.502 milioni. Il consumo mondiale crescerà meno dell'1% nella stagione 2024/25, collocandosi a 1.218 milioni di tonnellate, con esportazioni in aumento per Tanzania e Canada, mentre Russia, UE e Serbia registreranno una riduzione. Le scorte finali di mais sono previste a 333,9 milioni di tonnellate, riflettendo principalmente le riduzioni in Cina e Russia, parzialmente compensate dagli aumenti in Tanzania. Le nuove previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2024/25 vedono la produzione mondiale scendere a 796,9 milioni di tonnellate, in ribasso rispetto alla precedente stima di agosto di 798,3 milioni. L'output russo è previsto stabile a 83,0 milioni di tonnellate. Per l'UE, la produzione è rivista al ribasso di 4,0 milioni di tonnellate, a 124,0 milioni (da 128,0 milioni di agosto), a causa del clima sfavorevole in Francia e Germania. In Ucraina, la produzione è vista aumentare di 0,7 milioni di tonnellate, attestandosi a 22,3 milioni. Il consumo mondiale per il 2024/25 è previsto salire di 0,9 milioni di tonnellate a 804,9 milioni. Il commercio mondiale è stimato a 216,5 milioni di tonnellate, con aumenti per Australia, Canada e Ucraina, mentre l'UE registra un calo. Le scorte finali globali sono previste a 257,2 milioni di tonnellate, in lieve rialzo rispetto ad agosto. 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 aumento di 0,3 milioni di tonnellate, attestandosi a 134,6 milioni. La produzione globale di soia è vista scendere leggermente a 687,4 milioni di tonnellate, rispetto ai 690,5 milioni previsti in agosto, principalmente a causa delle riduzioni in UE e Serbia, parzialmente compensate dall'aumento della produzione in Paraguay e Canada.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.09.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	506,4	3,2	-1,1	-4,4	-1,3
Mais (\$ cent.)	415,3	-1,1	-4,0	-13,4	-11,9
Frumento (\$ cent.)	589,3	8,9	8,4	0,0	-6,2
Soia (\$ cent.)	1.053,3	-9,4	-12,2	-19,2	-18,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: nuova tensione rialzista sulle granaglie mentre si conferma la pressione sulle soft commodity.

L'escalation del conflitto in Medio Oriente resta il principale elemento di pressione sui prezzi delle soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, così come appare invariato l'impatto negativo sull'export dei prodotti agro-alimentari, finiti o freschi, dall'Europa verso i mercati asiatici di sbocco. Il rincaro dei costi di trasporto e l'allungamento dei tempi di consegna continua a incidere su tutta la filiera commerciale, nonostante l'incremento di efficienza registrato negli ultimi mesi. Ancora una volta, il fattore che non accenna a ridurre la propria influenza è la speculazione finanziaria che, approfittando della possibile (vera o presunta) incertezza circa gli approvvigionamenti, continua a premere al rialzo sui prezzi dei coloniali. I mesi estivi avevano portato una ventata di ottimismo sui mercati dei cereali, smorzando le tensioni: i prezzi di frumento e mais erano scesi sino ai minimi da inizio anno, complice un temporaneo allentamento delle preoccupazioni sui raccolti estivi e, conseguentemente, sull'offerta mondiale. L'inizio dell'autunno ha però riaperto i timori sia per il frumento che per il mais: ci attendiamo nei prossimi mesi un recupero delle quotazioni a causa delle rinnovate preoccupazioni per i rischi metereologici e geopolitici, senza dimenticare le perplessità relative alle produzioni di Ucraina e Russia (i due principali esportatori di cereali mondiali) che, a nostro avviso, rischiano di non essere correttamente stimate dal mercato, ingenerando tensioni e rischi rialzisti. 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 molto alti, per le soft commodity.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	415,3	430,0	445,0	450,0	500,0	500,0
Frumento (cent. \$)	589,3	550,8	565,0	570,0	650,0	650,0
Soia (cent. \$)	1.053,3	1.060,0	1.065,7	1.085,3	1.177,5	1.177,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	415,3	430	460	465	465	475
Frumento (\$ cent.)	589,3	585	610	615	615	630
Soia (\$ cent.)	1.053,3	1.130	1.195	1.200	1.200	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

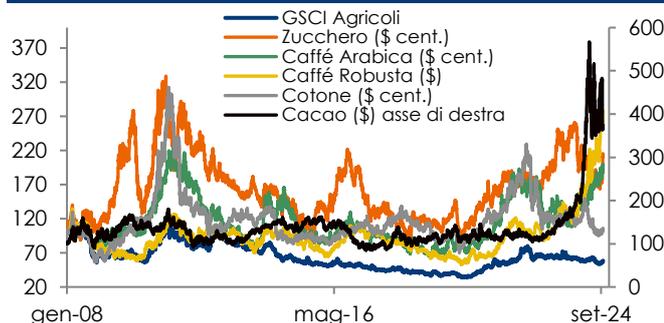
Il movimento al rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity resta consistente. Se gli effetti negativi della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso sono ormai un elemento metabolizzato da tutta la filiera, non accennano invece a diminuire le tensioni geopolitiche nell'area: un elemento determinante per tenere alta l'incertezza sulle forniture e alimentare la speculazione finanziaria che colpisce, in particolare, i prodotti in arrivo dal Sud Est Asiatico verso i porti europei, premendo al rialzo sui prezzi.

Cotone: il rapporto WASDE di settembre mostra una contrazione della produzione e del commercio globale.

Secondo le stime del WASDE di settembre, la produzione di cotone negli Stati Uniti per la stagione 2024/25 è prevista a 14,5 milioni di balle, con un calo di 600.000 balle rispetto ad agosto, principalmente a causa di rese inferiori nell'area del sud-ovest. Le scorte finali sono diminuite di 500.000 balle, raggiungendo 4 milioni, pari al 29% dell'uso previsto. A livello globale, la produzione e il consumo di cotone sono entrambi in calo, con una riduzione della produzione di circa 1,2 milioni di balle, dovuta a raccolti più piccoli negli Stati Uniti, in India e in Pakistan, che più che compensano un incremento in Cina. Le esportazioni globali sono previste in contrazione di 550.000 balle, con riduzioni significative nelle importazioni da parte di Cina, Vietnam, Turchia e Bangladesh, mentre l'India registra un aumento (il raccolto indiano, risultato scarso, ha generato un incremento delle importazioni dettato dal fabbisogno manifatturiero domestico). Le scorte finali mondiali si attestano a circa 76,5 milioni di balle, in diminuzione di 1,1 milioni di balle rispetto ad agosto. La previsione WASDE del prezzo mondiale del cotone rimane invariata a 81,5 centesimi di dollaro per libbra. In aggiunta, il mercato cinese ha mostrato un incremento dei futures sul cotone, chiudendo a 14.040 yuan per tonnellata, con un volume totale di scambi che ha raggiunto 607.020 contratti e un fatturato di 42,61 miliardi di yuan. Le condizioni meteorologiche in Texas sono variabili, con acquazzoni che sollevano preoccupazioni sulla qualità del cotone a frutto aperto; tuttavia, le previsioni a breve termine indicano condizioni più secche che potrebbero favorire la crescita. Infine, l'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha segnalato che il consumo globale di cotone è stato rivisto al ribasso di circa 460.000 balle quest'anno, con riduzioni significative in Vietnam e Bangladesh. Ciononostante, la tendenza rialzista sui prezzi, che riteniamo possa continuare, è supportata da un aumento del 2,9% del consumo previsto per il prossimo anno, evidenziando una domanda sostenuta in alcune regioni, controbilanciata dalla crescita robusta della produzione in India (sempre per il prossimo anno). Un insieme di elementi controversi che ricorrono ormai da qualche mese e che rafforzano l'idea di un costante ma contenuto recupero dei prezzi sia nel breve che nel medio-lungo termine.

Zucchero: l'incertezza sulla reale dimensione e sulla resa dei raccolti sosterrà i prezzi.

L'inizio dell'autunno ha favorito il recupero prezzi dello zucchero, dopo il fallito tentativo di luglio. A premere sui prezzi sono tornate ad essere le incertezze sul reale squilibrio fra domanda e offerta globali, i timori sulla resa dei raccolti (come conseguenza delle avverse condizioni climatiche) e le stime di maggiori consumi che stagionalmente (come per il cacao) coincidono con l'ultimo trimestre e l'arrivo delle festività di fine anno. In particolare, i prezzi dello zucchero stanno salendo a causa della siccità in Brasile che sta minacciando la resa del raccolto di canna da zucchero. La qualità del prodotto raffinato dipende infatti strettamente dall'apporto zuccherino fornito dalla corretta quantità di acqua: una scarsa umidità rischia dunque di incidere sul risultato finale. A sostegno dei prezzi dello zucchero, il 30 agosto l'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) ha confermato la previsione di deficit globale per il 2024/25 valutabile in -3,58 milioni di tonnellate, decisamente molto più ampio del disavanzo del 2023/24 (-200.000 tonnellate). L'ISO ha previsto una produzione globale di zucchero per il 2024/25 di 179,3 milioni di tonnellate, in calo dell'1,1% a/a rispetto ai 181,3 milioni del 2023/24. Analogamente, la CONAB (Companhia Nacional De Abastecimento) ha ridotto, il 22 agosto, 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, anche in questo caso per via della siccità e del caldo eccessivo che incideranno sulla qualità della canna da zucchero. Questo quadro di incertezza, specie sulla reale dimensione e qualità dei raccolti per la stagione in corso, sta spingendo 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

	25.09.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	506,4	3,2	-1,1	-4,4	-1,3
Cotone	74,0	2,0	-19,6	-14,3	-8,6
Cacao	7.955,0	-0,2	-17,6	127,5	89,6
Zucchero	23,4	22,6	6,7	-11,0	13,8
Caffè (arabica)	269,1	16,4	45,0	80,8	42,9
Caffè (robusta)	5.446,0	23,9	59,4	109,8	78,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: l'incertezza sui fondamentali, le tensioni geopolitiche e la speculazione finanziaria alimenteranno i rialzi.

La corsa dei prezzi del caffè ha accelerato ancora nelle ultime settimane, coi nuovi massimi annuali messi a segno per entrambe le varietà. Le recenti previsioni di pioggia in molte aree del Brasile, proprio nel momento di massima fioritura delle piantagioni, hanno però migliorato le stime sia per la dimensione del prossimo raccolto che anche relativamente alla qualità dei frutti, frenando il rincaro in atto. Da aprile, peraltro, in Brasile le precipitazioni erano state costantemente inferiori alla media stagionale, danneggiando le piante di caffè e riducendo, in particolare, le prospettive per il raccolto di Arabica rispetto alla qualità Robusta. Per questo motivo, la scorsa settimana la brasiliana CONAB (Companhia Nacional De Abastecimento) ha ridotto le previsioni sulla produzione di caffè per il 2024 a 54,8 milioni di sacchi (per entrambe le varietà), rispetto ai 58,8 milioni di sacchi attesi a maggio. Anche i prezzi della varietà Robusta sono sostenuti dal timore che il prosieguo della siccità in Vietnam possa danneggiare i raccolti di caffè, incidendo sull'offerta di questa varietà da parte del primo produttore mondiale. Ancora una volta, il quadro sui fondamentali appare controverso, incerto e in grado di alimentare la speculazione finanziaria, visto anche l'acuirsi dei problemi logistici dovuti alle tensioni nel Mar Rosso, che hanno portato a ulteriori ritardi nelle consegne e a un netto incremento dei costi di trasporto proprio per le varietà di caffè provenienti dal Sud Est asiatico. Per questa serie di motivi, i prezzi dovrebbero rimanere elevati ancora a lungo.

Cacao: il recupero dei prezzi, dopo il calo di inizio mese, potrebbe proseguire. Dalla CAA International Cocoa Conference 2024 di Singapore, svoltasi il 12 e 13 settembre, è emerso un messaggio di tutela per i consumatori ma ambiguo verso i produttori, che ha generato un forte ribasso dei prezzi. L'analisi effettuata, pur confermando la volontà di mantenere alta la percentuale di cacao puro negli alimenti dell'industria dolciaria, ha comunque tratteggiato una prospettiva alternativa, volta a sostituire (a parità di qualità) le fave di cacao con componenti diversi, come fiori ma anche foglie, sottoposte a trattamenti innovativi. Lo scenario delineato appare come una risposta al rincaro dei prezzi del prodotto, registrato a inizio anno, e alla crisi che ha coinvolto la catena di trasformazione e produzione del cioccolato. Nel concreto, prosegue però il calo di offerta della Costa d'Avorio, il più grande produttore di cacao al mondo: i recenti dati governativi indicano che le spedizioni totali dai porti, nel periodo dal 1° ottobre 2023 al 15 settembre 2024, ammontano a 1,72 milioni di tonnellate, in flessione del -28% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Ragionamento simile per il Ghana, secondo produttore mondiale, il cui raccolto 2024/25 inizierà proprio ad ottobre. Lo scorso 20 agosto il Ghana's Cocoa Board (COCOBOD) ha ridotto la stima di produzione per il 2024/25 a 650.000 tonnellate, dalla precedente previsione di giugno di 700.000 tonnellate, a causa del maltempo e delle malattie che hanno colpito le piantagioni. Una pessima notizia, dopo che già il raccolto del 2023/24 era sceso al minimo degli ultimi 23 anni, ammontando a sole 425.000 tonnellate. Dopo il rimbalzo delle quotazioni delle ultime giornate – seguito al ribasso di inizio settembre – e visto il quadro dei fondamentali, pensiamo che il cacao abbia ancora spazio di rialzo nel breve termine e di

consolidamento, su livelli alti, nel medio termine. Nel lungo periodo ci aspettiamo invece un fisiologico calo delle quotazioni, dopo gli eccessi degli ultimi mesi.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	74,0	71,1	70,0	70,5	79,5	79,5
Cacao	7.955,0	8.194	8.253	8.979	5.500	5.500
Zucchero	23,4	21,1	21,5	21,1	20,8	20,8
Caffè (arabica)	269,1	251,3	250,0	259,6	263,5	263,5
Caffè (robusta)	5.446,0	4.800	4.950	4.375	3.625	3.625

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.09.24	4° trim. 2024	1° trim. 2025	2° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	74,0	71,1	70,0	70,5	79,5	76
Cacao	7.955,0	8.800	7.900	7.100	7.000	5.500
Zucchero	23,4	22,0	21,5	21,0	21,0	20,8
Caffè (arabica)	269,1	260	250	245	245	240
Caffè (robusta)	5.446,0	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 23.07.2024.

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>).

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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi