

Mensile Materie Prime

Commodity: il rallentamento economico frena i prezzi

Energia: outlook Mod. Positivo da Negativo, pesano i tagli OPEC+ per il 2024

La contrazione dell'offerta OPEC+ viene estesa al 2024 ma su base volontaria, un elemento che lascia aperto un piccolo spiraglio sull'effettivo rispetto degli accordi. Benché resti la sensazione che il movimento rialzista possa aver ridotto la sua forza, le revisioni al ribasso della domanda di petrolio, a seguito del rallentamento economico, non si stanno rivelando poi così ampie, mentre il mercato dovrà fare i conti con la nuova riduzione dell'offerta che finirà per premere sui prezzi.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, ma cresce l'appeal dell'oro come "rifugio"

Il rialzo dei prezzi dell'oro, legato alle nuove tensioni geopolitiche, al deprezzamento del dollaro e al calo dei rendimenti obbligazionari, ha consentito a tutto il comparto di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta però immutato, con i Metalli preziosi strettamente influenzati anche dalle aspettative sulle politiche monetarie. Tutti gli elementi elencati rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi.

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

Il mercato dei metalli di base sta attraversando un periodo caratterizzato da un'ampia offerta e da un'accresciuta incertezza sulla crescita economica, con diversi fattori che influenzano i movimenti dei prezzi e le decisioni strategiche, sia industriali che di puro investimento finanziario. Il nostro scenario macroeconomico globale continua a indicare un rallentamento delle principali economie, con le quotazioni dei metalli che sembrerebbero aver metabolizzato questo quadro, consolidando al ribasso in questo finale di 2023 ma probabilmente senza segnare nuovi minimi.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, immutati i rischi derivanti dal clima

Nel breve, appare totalmente metabolizzata la mancata intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero; si è quindi smorzata qualsiasi tensione rialzista e si conferma il trend di consolidamento dei prezzi su livelli bassi. Condizioni climatiche più estreme nelle principali regioni produttrici sono invece il principale rischio rialzista di medio-lungo termine. La formazione de El Niño continua infatti ad alimentare, in maniera anomala, il rincaro dei prezzi delle Soft Commodity.

Soft Commodity:

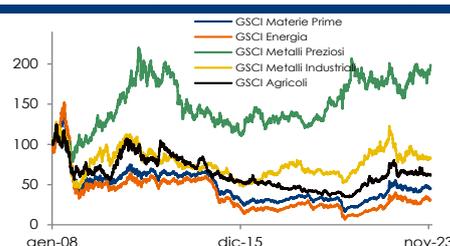
- Cotone:** sfumano le pressioni sui prezzi del cotone che si erano verificate il mese scorso.
- Zucchero:** frena lo zucchero, ma la volatilità del petrolio preme ancora sui prezzi.
- Caffè:** il clima resta il principale elemento di impatto sui raccolti di Robusta e Arabica.
- Cacao:** il deficit di offerta, sommato ai consumi festivi, continua a premere sui prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore 30.11.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.461,1	-1,0	34,5	44,9
GSCI Energia	610,7	-0,0	59,1	40,6
GSCI Met. Preziosi	2.305,6	11,0	13,5	59,5
GSCI Met. Industriali	1.542,2	-8,0	-11,2	24,4
GSCI Prod. Agricoli	530,2	-5,2	9,2	48,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 30.11.2023

Andamento dei principali indici commodity



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

1 dicembre 2023 - 14:38 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

1 dicembre 2023 - 14:45 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Nov.	Ott.
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

(%)	2023	2022
WTI	-5,4	6,7
Brent	-3,6	10,5
Gas naturale	-37,4	20,0
Gasolio	-13,0	38,1
Oro	11,6	-0,1
Argento	5,2	2,9
Rame	1,1	-13,9
Alluminio	-7,8	-15,3
Zinco	-17,9	-16,3
Nickel	-44,6	44,8
Mais	-31,9	14,4
Frumento	-28,0	2,8
Soia	-11,6	14,3
Cotone	-4,8	-26,0
Caffè Arabica	16,6	-24,9

Fonte: Bloomberg; dati al 30.11.2023

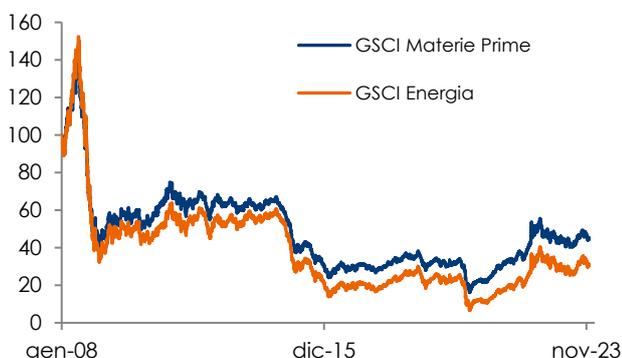
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 30.11.2023 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: l'OPEC+ riduce l'offerta 2024 ma su base volontaria

Commodity: i tagli all'offerta petrolifera proseguono anche nel 2024, ma su base volontaria, mentre il rallentamento economico continua a frenare il resto delle materie prime. Al netto della minor volatilità dei mercati, derivante dal rafforzamento delle aspettative sull'imminente fine delle politiche monetarie restrittive per il prossimo anno, ma a fronte dell'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, lo scenario sulle Commodity continua a ruotare attorno alla dimensione del rallentamento economico e alla conseguente domanda futura di risorse di base. La crescita in Cina resta una variabile ancora indecifrabile; i dati sono in leggero miglioramento, aumentano i piani di sostegno economico da parte del Governo e sono salite (di poco) le probabilità di centrare gli ambiziosi obiettivi di crescita stabiliti da Pechino. Non sembra invece migliorare la situazione del settore immobiliare e delle costruzioni cinese, uno dei comparti che assorbe una grossa fetta delle principali materie prime: energia, carburanti e metalli. Se a questo scenario si aggiunge il rallentamento nei paesi occidentali, gli alti tassi di interesse e il rischio di nuove pressioni inflazionistiche, si conferma un quadro certamente non favorevole per la maggior parte delle materie prime. Il tema energetico resta al centro dello scenario, non solo per le implicazioni legate al possibile rialzo dell'inflazione, ma anche in relazione alle attese per la transizione ecologica, che sembrerebbe accompagnata da un imprudente e strutturale sottoinvestimento in quasi tutti i comparti, ma in particolare per Energia e Metalli industriali. A questo elemento si somma la strategia di contenimento delle produzioni petrolifere attuata dai produttori dell'OPEC+, questa volta però su base volontaria. La situazione è immutata per i Metalli industriali, i cui fondamentali restano critici: scorte molto basse, investimenti minerari ridotti al minimo e scarsissima innovazione degli impianti. Una situazione che continua a sembrarci paradossale, vista la costante crescita delle aspettative di uno strutturale e corposo aumento della domanda legato alla transizione ecologica. Per concludere, se nel breve termine è il rallentamento economico a deprimere le quotazioni delle Commodity, nel medio-lungo termine resta alto il rischio di un deficit di offerta per una larga parte delle principali risorse, visto il rafforzarsi delle previsioni di crescita della domanda, che potrebbe riaccendere le tensioni inflattive.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.11.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.461,1	-1,0	34,5	44,9
GSCI Energia	610,7	-0,0	59,1	40,6
WTI (\$)	76,0	-5,4	15,8	49,1
Brent (\$)	82,8	-3,6	20,3	41,1
Gas Naturale (\$)	2,8	-37,4	-34,2	-39,2

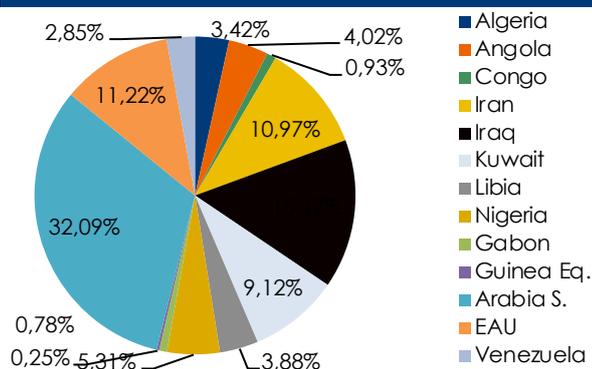
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La riunione OPEC+ del 30 novembre vara una nuova riduzione (volontaria) dell'offerta petrolifera per il 2024. L'esito della riunione OPEC+ del 30 novembre ha portato a nuove riduzioni dell'offerta per il 2024. Il comitato tecnico JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee - OPEC+), che abitualmente precede la decisione, aveva suggerito un taglio di circa 1 milione di barili aggiuntivo per il 2024. Anche se il comunicato ufficiale diffuso alla fine della riunione dei leader politici non menzionava alcuna riduzione, i tagli sono stati comunicati successivamente e ammontano a circa 2,2 milioni di barili al giorno (mb/g). L'Arabia Saudita estenderà fino alla fine del 1° trimestre del 2024 il taglio volontario di 1 mb/g (in scadenza il 31 dicembre), l'Iraq ridurrà la produzione di ulteriori 223.000 barili, gli Emirati Arabi Uniti di 160.000 barili, il Kuwait di 135.000, il Kazakistan di 82.000, l'Algeria di 51.000, l'Oman di 42.000 e, infine, la Russia di 500.000 barili (gli

attuali -300.000 di greggio e ulteriori -200.000 di prodotti raffinati). Sono state riviste anche le quote produttive dei paesi africani per l'intero 2024: al Congo vengono assegnati 277.000 barili al giorno (in linea con l'attuale produzione), alla Nigeria 1,5 milioni (leggermente sotto), mentre l'Angola rifiuta la quota di 1,11 milioni di barili al giorno assegnatagli e intende continuare a produrre gli attuali 1,18 milioni giornalieri. L'Arabia Saudita, la Russia e gli altri membri dell'OPEC+ sono responsabili della produzione di più del 40% del petrolio mondiale, ovvero circa 43 milioni di barili giornalieri e, a livello strategico, aver invitato ufficialmente il Brasile a unirsi al consorzio OPEC+ è una mossa molto importante. Il paese sudamericano è infatti fra i primi 10 produttori al mondo e ha da poco superato la soglia dei 3 milioni di barili di petrolio giornalieri. I produttori torneranno a riunirsi a Vienna il 1° giugno 2024.

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Nel rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di novembre, l'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC) ha rivisto leggermente al rialzo la domanda mondiale di petrolio per il 2023 di 2,5 milioni di barili al giorno (mb/g) a/a, per una media di 102,1 mb/g. Lievi revisioni al ribasso dei dati OCSE nei primi tre trimestri dell'anno sono state più che compensate dalle revisioni al rialzo delle stime per i paesi non-OCSE. Per il 2024, la previsione di crescita della domanda mondiale è di oltre 2,2 mb/g su base annua, per una media aggregata pari a 104,4 mb/g, trainata dalla domanda dei paesi non-OCSE (+2 mb/g) e molto meno da quella dei paesi OCSE (+0,26 mb/g). I dati preliminari di settembre hanno mostrato che le scorte commerciali totali di petrolio dell'OCSE sono in calo di 15,6 mb su base mensile a 2.783 mb, corrispondenti a 60,6 giorni di copertura di forniture. Nello Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di novembre, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che la crescita globale dell'offerta di petrolio greggio resti limitata nel 2023, a causa dei tagli volontari alla produzione dell'Arabia Saudita e della riduzione degli obiettivi di produzione da parte di altri paesi OPEC+, che hanno aumentato la capacità produttiva inutilizzata – che passerebbe da 2,4 milioni di barili al giorno nel 2022, a circa 3,6-3,8 mln quest'anno e a 4,3 mb/g nel 2024 – portando a un calo delle forniture OPEC. Si stima che la produzione di petrolio dell'OPEC+ raggiungerà in media 38,2 mb/g nel 2023, circa 1,4 mb/g in meno rispetto al 2022, prima di scendere ulteriormente a 37,8 mb/g nel 2024. Inoltre, si prevede che la produzione globale di combustibili liquidi (petrolio e altri) aumenterà di 1,5 milioni di barili al giorno nel 2023 e di un milione al giorno nel 2024, mentre la produzione non-OPEC aumenterà di 2,4 milioni b/g nel 2023, più che compensando il calo della produzione OPEC. Il consumo globale dovrebbe passare da 99,58 mb/g nel 2022 a 101,04 mb/g (+0,12 mb/g rispetto al mese precedente) nel 2023, per poi passare a 102,44 mb/g (+0,2 mb/g rispetto al mese precedente) nel 2024. L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,82 mb/g (rivisto al rialzo dal mese scorso) nel 2022 a 68,18 mb/g (rivisto al rialzo dai 67,96 mb/g del mese scorso) nel 2023 e a 69,32 mb/g (+0,31 mb/g rispetto a ottobre) nel 2024. L'offerta OPEC è vista assestarsi su una media di 28,67 mb/g (rivista al rialzo rispetto ai 27,92 mb/g del mese scorso) nel 2023 e scendere a una media di 27,83 mb/g (rivista al rialzo rispetto dai 27,78 mb/g di ottobre) nel 2024. L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (**OMR**) di novembre, stima che la domanda globale dovrebbe crescere da 102,0 mb/g nel 2023 (+2,4 mb/g a/a) a 102,9 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a): un nuovo possibile record. Entrando nel dettaglio, la domanda globale dovrebbe diminuire da 102,8 mb/g nel 4° trim. 2023 a un minimo di 101,5 mb/g nel 1° trim. 2024. L'offerta non-OPEC dovrebbe crescere da una media di 67,7 mb/g nel 2023 (+1,6 mb/g a/a) a 68,9 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a). Nel dettaglio trimestrale, l'offerta non OPEC dovrebbe aumentare da 68,2 mb/g nel 4° trim. 2023 e 1° trim. 2024 a un picco di 69,3 mb/g nel 3° trim. 2024. Si stima che la "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio che il gruppo di paesi deve immettere per avere mercati in equilibrio, cali da 28,7 mb/g nel 2023 a 28,4 mb/g nel 2024 (-0,3 mb/g a/a).

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.10.2023

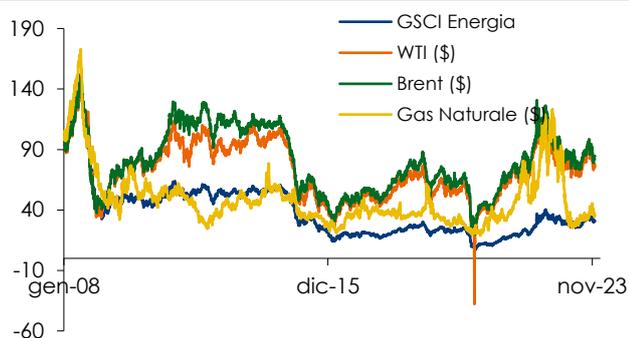
Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori

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

Fonte: FMI Outlook, ottobre 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Gas: l'inizio della stagione fredda in Europa e le costanti difficoltà legate alle forniture continuano a creare tensione sui prezzi del metano.

I prezzi del metano e del gas naturale liquefatto sono sempre più volatili e fortemente influenzati da fattori globali e non direttamente correlati ai fondamentali di settore. L'incertezza che rischia di influenzare l'offerta di gas rende estremamente difficile bilanciare il mercato delle forniture con i consumi e questo, al netto di qualsiasi altra considerazione, inevitabilmente porta i prezzi ad aumentare. Per questa ragione, l'unico modo in cui i paesi importatori possono difendersi da questo rischio è, ad oggi, ridurre il loro consumo interno. Le scorte, in Europa, sono praticamente piene al 99,5%, con l'obiettivo del 90% di riempimento raggiunto con addirittura tre mesi di anticipo. Con le scorte UE al massimo della loro capacità, è in corso uno stoccaggio alternativo del gas, principalmente in Ucraina, ma anche attraverso l'utilizzo (modesto, a causa delle evidenti dimensioni limitate) di navi metaniere offshore. L'allerta resta ovviamente massima: i serbatoi di stoccaggio pieni non garantiscono il riscaldamento delle case e la generazione di energia elettrica per i prossimi mesi invernali, praticamente in nessun paese europeo. L'alto livello delle scorte serve a gestire con maggior agio eventuali interruzioni di fornitura, ma non per quanto riguarda l'uso quotidiano; troppa è infatti la sproporzione fra la dimensione delle scorte in Europa e la mole dei consumi invernali. Un inverno particolarmente freddo, insieme a un blocco totale delle forniture di gas russo (tuttora attive sia via gasdotto che tramite il prodotto liquefatto), potrebbe generare nuove tensioni sul mercato energetico. Tuttavia, la dinamica dei consumi in atto, le previsioni meteo continentali per i prossimi tre mesi e la pluralità di forniture consentono di stimare che al termine dell'anno termico (il 15 aprile 2024, con piccole differenze fra singole nazioni) le scorte europee di gas potrebbero attestarsi al 40-45% del loro totale, un risultato comunque molto positivo. Tuttavia, che i prezzi del gas siano costantemente sotto pressione lo hanno dimostrato le azioni sindacali di settembre e ottobre nei principali impianti di metano liquido australiani, eventi distanti ma di impatto immediato anche sui costi del gas in Europa. Per questa serie di motivi la Commissione Europea ha proposto una proroga di un anno delle misure di emergenza, tra cui il tetto al prezzo del gas, introdotte lo scorso anno in risposta alla crisi energetica. Il meccanismo interviene se i prezzi raggiungono i 180 euro per megawattora per tre giorni consecutivi (semplificando), un livello che in effetti non è mai stato raggiunto dall'autunno del 2022.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.11.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	610,7	-7,0	9,9	-2,3	-0,0
WTI (\$)	76,0	-11,2	8,4	-6,5	-5,4
Brent (\$)	82,8	-6,5	11,5	-4,7	-3,6
Gas Naturale (\$)	2,8	1,3	29,8	-58,4	-37,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Mod. Positivo da Negativo: nonostante la corsa del petrolio sia rallentata, i prezzi rischiano di restare comunque medio-alti nel 2024, dopo i nuovi tagli decisi dall'OPEC+. Immutati i rischi rialzisti per il metano, complice la stagionalità invernale. Il mercato energetico resta sotto pressione nonostante la frenata delle quotazioni petrolifere seguita al riaccendersi del conflitto mediorientale. Prosegue la congestione nel Canale di Panama (livelli idrici insufficienti) e salgono i rischi di passaggio nel Canale di Suez (tensioni in Medio Oriente), due eventi che complicano il trasporto marittimo di gas liquefatto e petrolio. La contrazione dell'offerta OPEC+ viene estesa anche al 2024 ma questa volta su base volontaria, un elemento che lascia aperto un piccolo spiraglio circa l'effettivo rispetto degli accordi presi. Permane l'impossibilità della produzione statunitense di contribuire a riequilibrare il mercato petrolifero globale, come spesso avvenuto in passato: l'ineludibile necessità di ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing, negli Stati Uniti, si è parzialmente concretizzata proprio grazie al recente calo delle tensioni sui prezzi. Una situazione che ha consentito, nelle ultime 5-6 settimane, di rimpinguare le scorte americane senza generare ulteriore pressione sul mercato petrolifero ma che non può essere considerata strutturale ma solo temporanea e legata alle attuali contingenze di mercato. Benché resti la sensazione che il movimento rialzista possa aver perso parte della sua forza, le revisioni al ribasso della domanda di petrolio, a seguito del rallentamento economico, non si stanno rivelando poi così ampie, mentre il mercato dovrà fare i conti con la nuova contrazione dell'offerta operata dai produttori.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2023	2024
WTI (\$)	76,0	85,0	85,0	83,1	82,8	80,0
Brent (\$)	82,8	90,0	88,0	87,5	85,0	82,8
Gas Naturale (\$)	2,8	3,1	3,3	3,1	3,4	4,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

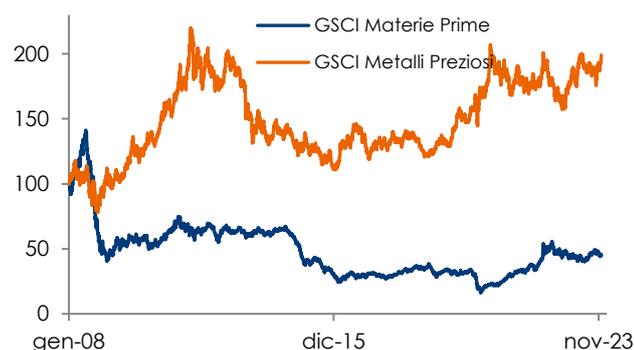
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	76,0	80,0	77,0	74,0	74,5	72,0
Brent (\$)	82,8	85,0	81,0	78,0	78,5	76,0
Gas Naturale (\$)	2,8	3,1	3,2	2,8	3,0	2,9
TTF (€/MWh)	43,0	50,0	48,0	25,0	35,0	30,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: anticipano l'imminente svolta monetaria?

Tensioni geopolitiche, aspettative sul termine della restrizione monetaria, dollaro deprezzato, rendimenti dei Treasury in calo e inflazione persistente sono tutti elementi che sostengono i Preziosi. Prosegue una certa tensione rialzista sul comparto dei Preziosi, alimentata da un mix di elementi. Il primo effetto positivo è indubbiamente fornito dalle tensioni geopolitiche. In aggiunta alla guerra fra Russia e Ucraina, si è aggravata la situazione in Medio Oriente, con l'attacco di Hamas a Israele lo scorso 7 ottobre. Un evento che ha fatto anche temere una risposta dell'Iran e che ha ridato slancio alla ricerca dei cosiddetti "beni rifugio" da parte degli investitori. Il secondo fattore è la rimodulazione delle aspettative sui tassi d'interesse (Fed e BCE) da parte degli operatori, che anticipano già la fine dei rialzi e attendono il termine della restrizione monetaria. Il terzo fattore, che risulta come una conseguenza del secondo, è rappresentato dal deprezzamento del biglietto verde e dal conseguente calo dei rendimenti dei bond statunitensi. E infine, al netto dei precedenti elementi, la sensazione che l'inflazione, pur lontana dai massimi degli scorsi mesi, resterà comunque su livelli medio-alti a lungo, erodendo il potere d'acquisto degli investitori e accrescendo l'appeal dei Metalli preziosi come asset difensivo. Non cambiano nemmeno le prospettive positive per i metalli preziosi con impieghi maggiormente industriali: lo scenario di rialzo delle quotazioni resta confermato a causa dei timori per l'offerta futura, ma a patto che il rallentamento del ciclo economico globale resti circoscritto alle attuali previsioni e non subisca ulteriori peggioramenti.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.11.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.461,1	-1,0	34,5	44,9
GSCI Met. preziosi	2.305,6	11,0	13,5	59,5
Oro (\$)	2.037,1	11,6	14,2	66,9
Argento (\$)	25,2	5,2	12,2	77,3
Platino (\$)	931,7	-13,3	-1,3	16,7
Palladio (\$)	1.014,6	-43,4	-42,5	-14,1

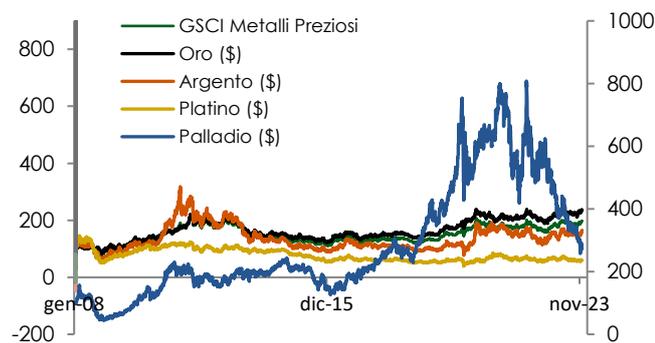
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario di consolidamento, su livelli alti, resta confermato in questo finale di 2023. Il focus degli investitori resta sulle future decisioni di politica monetaria delle banche centrali, in particolare quelle della Federal Reserve e della BCE. Le indicazioni sia sulla dinamica dei prezzi che sullo stato di salute delle due economie sembrano lasciar intendere che il lavoro fatto per contrastare l'inflazione, rialzando i tassi di interesse, possa ritenersi concluso, onde evitare ulteriori peggioramenti del ciclo economico. Il deprezzamento del dollaro e il calo dei rendimenti dei titoli di stato USA sembrano confermare questo scenario di attesa.

L'oro resta su livelli alti grazie al maggior appeal esercitato nelle ultime settimane come bene rifugio, dopo il rialzo dell'avversione al rischio seguito al conflitto in Medio Oriente e in scia alle aspettative di un'imminente conclusione delle politiche monetarie restrittive. Tradizionalmente la performance dell'oro è inversamente correlata a quella del dollaro e anche nelle ultime settimane questa regola è stata rispettata. Una certa debolezza e volatilità del biglietto verde hanno infatti favorito il metallo giallo, che ha superato anche la soglia dei 2.000 dollari l'oncia, salvo poi ritracciare. Un movimento alimentato anche dal calo dei rendimenti dei Treasury statunitensi, che ha aumentato l'appeal dell'oro in quanto investimento che non genera interessi e non stacca cedole e che solitamente può risentire della concorrenza degli alti rendimenti dei titoli obbligazionari. In definitiva, il rafforzarsi delle prospettive positive per tutte quelle asset class formalmente "non remunerative" – che beneficiano quindi della fine del rialzo dei tassi – come appunto l'oro e i Metalli preziosi, resta l'elemento chiave alla base del rincaro delle quotazioni auree. I prezzi dell'argento hanno registrato un movimento di recupero direttamente legato ai

medesimi fattori che hanno favorito il rialzo dell'oro. In aggiunta, un altro elemento specifico che sta generando una blanda pressione rialzista è l'impiego manifatturiero e industriale del metallo, a patto che il rallentamento economico resti limitato e non si ampli ulteriormente. Prosegue la sovraperformance del **platino** sul **palladio**, in quanto quest'ultimo resta l'elemento perdente nel processo di sostituzione ed elettrificazione del settore automobilistico, essendo utilizzato nei filtri antinquinamento dei veicoli diesel, destinati a scomparire a scapito di quelli a benzina dove invece viene impiegato il platino. Inoltre, il platino vede confermate le previsioni di deficit di offerta, mentre minori tensioni si hanno sull'approvvigionamento di palladio. Tuttavia, entrambi i metalli potrebbero risentire di un peggioramento dello scenario macroeconomico e del rallentamento della domanda in questo finale d'anno, con l'attesa ripresa dei consumi che si è ormai definitivamente spostata nella seconda parte del 2024.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.11.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.305,6	4,9	3,1	12,5	11,0
Oro (\$)	2.037,1	5,0	3,0	13,1	11,6
Argento (\$)	25,2	4,1	5,6	11,0	5,2
Platino (\$)	931,7	-3,3	-8,0	-10,7	-13,3
Palladio (\$)	1.014,6	-17,0	-27,3	-47,8	-43,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: al netto dei recenti rialzi, confermiamo che il vero recupero dei Preziosi avverrà solo quando i tassi torneranno a scendere. Il rialzo dei prezzi dell'oro, legato alle nuove tensioni geopolitiche, al deprezzamento del dollaro e al calo dei rendimenti obbligazionari, ha consentito a tutto il comparto di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta però immutato, con i Metalli preziosi strettamente influenzati anche dalle aspettative sulle politiche monetarie. Tutti gli elementi elencati rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi. La domanda degli investitori per l'oro come asset difensivo potrebbe aumentare, se il rallentamento della crescita globale accelerasse il processo di allentamento monetario con i conseguenti rischi inflattivi. Un quadro che potrebbe più facilmente realizzarsi nel medio-lungo termine, dando sostegno al comparto dei Preziosi che, data l'incertezza e l'avversione al rischio sui mercati, continuano a restare su livelli comunque alti anche nel breve termine, ma potrebbero presto esaurire la loro spinta rialzista.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 30.11.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.037,1	1.925,0	1.950,0	2.000,0	1.941,5	1.900,0
Argento (\$)	25,2	23,4	23,8	24,4	24,0	24,0
Platino (\$)	931,7	950,0	960,0	1.035,0	1.055,0	1.225,0
Palladio (\$)	1.014,6	1.225,0	1.225,0	1.212,5	1.300,0	1.336,3

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

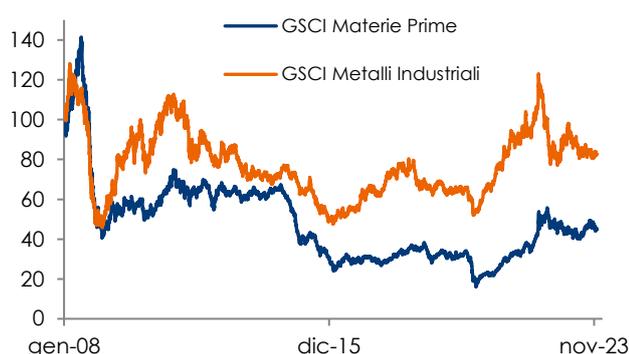
	Valore 30.11.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.037,1	1.960	1.960	1.950	1.950	1.940
Argento (\$)	25,2	25,0	25,3	25,0	25,2	25,2
Platino (\$)	931,7	970	970	990	1.000	1.070
Palladio (\$)	1.014,6	1.270	1.270	1.260	1.260	1.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: tassi alti, rallentamento e surplus frenano i prezzi

Il rallentamento economico, il surplus di offerta mineraria e di semilavorati e gli alti costi di finanziamento continuano a essere i fattori che frenano i metalli. Prosegue il consolidamento della maggior parte dei metalli industriali, che continuano a scontare le evidenze emerse dai mercati fisici e finanziari, che delineano un quadro di deterioramento delle prospettive a breve termine, in seguito al rallentamento dei cicli economici, alle tensioni geopolitiche e agli alti costi di finanziamento, a cui si somma un'eccessiva offerta, in particolare di semilavorati siderurgici. Gli operatori commerciali continuano a preferire l'utilizzo delle proprie scorte di magazzino al fine di ridurre i costi (evitando di acquistare direttamente sui mercati) e limitare l'impatto degli alti tassi di interesse, viste le prospettive di debolezza della domanda finale. Questo scenario si riscontra non solo nell'aumento delle scorte di metalli detenute dalle principali borse merci – indice di un calo dei consumi e delle transazioni commerciali – ma anche nella quantità di semilavorati in eccesso. Le recenti revisioni delle stime di crescita globale, curate dal Fondo Monetario, hanno confermato il generale (seppur non drammatico) rallentamento non solo della Cina, a causa dei problemi nel settore delle costruzioni, ma anche delle altre economie avanzate; un quadro che ovviamente non può portare a incrementi della domanda di metalli. Le dimensioni dei consumi cinesi restano l'elemento chiave del comparto: la Cina impiega un quinto di tutto il petrolio mondiale, metà del rame, del nickel e dello zinco e più del 60% del ferro. Benché i dati economici del mese di novembre mostrino un ulteriore piccolo miglioramento dell'economia del gigante asiatico (rispetto ad ottobre), è sempre il settore immobiliare a frenare il maggior recupero del sistema cinese. Per concludere, permane un certo scetticismo sul recupero di breve delle quotazioni dei metalli. Tuttavia, non cambia il nostro scenario di moderato ottimismo nel medio-lungo termine, dovuto al probabile squilibrio fra domanda e offerta di metalli. Il mercato fisico dei metalli e la sua struttura produttiva continuano a registrare una fortissima erosione delle riserve interne degli operatori industriali e manifatturieri. Inoltre, non calano i costi energetici e si amplia la strutturale mancanza di investimenti a causa degli elevati tassi di interesse. Un insieme di elementi che potrebbe preludere a un quadro futuro di oggettiva difficoltà del comparto nel fronteggiare un'eventuale ripresa globale che sostenesse la domanda di metalli e manufatti siderurgici. Per di più, un'eccessiva sottovalutazione di questo possibile scenario sui Metalli rischia di rappresentare un elemento nuovamente inflazionistico per l'economia globale, impedendo al costo del denaro di tornare a livelli meno onerosi e aggravando i problemi di tutto il sistema economico.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Performance di lungo termine

	Valore 30.11.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.461,1	-1,0	34,5	44,9
GSCI Industriali	1.542,2	-8,0	-11,2	24,4
Rame (\$)	8.464,5	1,1	-10,4	36,6
Alluminio (\$)	2.193,0	-7,8	-17,7	12,0
Zinco (\$)	2.466,8	-17,9	-25,0	-7,1
Nickel (\$)	16.645,0	-44,6	-16,5	48,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: i consumi sostengono la crescita ma i dati deboli evidenziano che il settore immobiliare continua a peggiorare. L'economia cinese mostra segni di miglioramento anche negli ultimi mesi dell'anno, trainata dall'incremento di spesa nella maggior parte dei settori, che compensa l'effetto frenante della crisi immobiliare, rendendo quindi più concreta la possibilità di centrare l'obiettivo di crescita annuale di Pechino fissato al 5%. Secondo i nuovi dati pubblicati a

novembre dal National Bureau of Statistics, le **esportazioni** a ottobre sono diminuite del 3,1% a/a e le **vendite al dettaglio** si sono mostrate in rialzo (+7,6%, rispetto al +5,5% di settembre), favorite dai forti consumi durante la settimana della Festa Nazionale. I consumi hanno contribuito infatti per l'83,2% alla crescita del prodotto interno lordo (PIL) tra gennaio e ottobre, il 6% in più rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. La **produzione industriale** di ottobre è aumentata del 4,6% a/a, registrando una variazione migliore delle attese (+4,4%). Gli **investimenti immobiliari** sono diminuiti del 9,3% e le autorità hanno riconosciuto che il settore è ancora in "piena fase di aggiustamento" dopo che la campagna di razionalizzazione dei finanziamenti al settore delle costruzioni e immobiliare, lanciata da Pechino due anni fa, ha causato una crisi di liquidità. Gli investimenti privati nel comparto immobiliare sono scesi dello 0,5% m/m a ottobre. Tuttavia, tolti questi ultimi, gli investimenti privati sono cresciuti del 9,1% su base annua. La **disoccupazione**, nel mese di ottobre, rilevata nelle aree urbane era pari al 5,0%, la stessa del mese precedente. Il Governo cinese ha smesso di rendere pubblico il tasso di disoccupazione dei giovani lavoratori qualche mese fa, quando aveva raggiunto il 20%. A ottobre, **i prezzi al consumo** sono scesi dello 0,2% su base annua, rispetto allo 0% del mese precedente e alle attese di un calo dello 0,1%. L'ufficio statistico ha affermato che il calo dell'indice dei prezzi al consumo è dovuto all'ampia offerta di prodotti agricoli, favorita dal bel tempo, e al calo dei consumi dopo le festività dello scorso mese. In generale, a ottobre, l'economia cinese ha mantenuto un buon ritmo di ripresa, con i principali indicatori che hanno continuato a migliorare, anche se il settore immobiliare continua a destare preoccupazione. Lo scorso mese, **i prezzi delle case** in Cina sono scesi al ritmo più rapido degli ultimi otto anni, segnalando che il crollo immobiliare sta peggiorando anche dopo che il Governo ha intensificato gli sforzi per rilanciare la domanda. **I prezzi delle nuove case** in 70 città sono diminuiti dello 0,38% il mese scorso da settembre. In tale senso, in un recente incontro della Banca Popolare cinese, l'Amministrazione nazionale per la regolamentazione finanziaria e la China Securities Regulatory Commission hanno ordinato agli istituti finanziari di soddisfare le esigenze di finanziamento di costruttori e intermediari immobiliari, indipendentemente dalla loro struttura proprietaria. Al fine di reperire la copertura per tutte queste misure, il Governo ha presentato un piano di emissione di 1.000 miliardi di yuan (139 miliardi di dollari) in titoli di Stato entro la fine dell'anno, portando l'obiettivo di deficit di bilancio per il 2023 al 3,8% del prodotto interno lordo dal 3% originale.

Rame: consolidamento nel breve, l'offerta di minerale e semilavorati resta abbondante. Il mercato del rame è attualmente in surplus, anche se restano immutate le aspettative legate a un imminente deficit di materia prima nel medio-lungo termine, nonostante la carenza ampiamente prevista, di fatto, non si sia ancora materializzata. Appare chiaro però che nel settore minerario persiste una serie di tematiche che rischiano di incidere sulla futura offerta, come la riduzione della qualità dei minerali, le proteste dei lavoratori del comparto, l'inasprimento delle norme ambientali in molti paesi di estrazione e l'inadeguatezza degli investimenti, causata dal forte rincaro dei tassi di interesse passivi. Nel breve termine, il mercato è alle prese con un'offerta eccessiva a causa dell'aumento della produzione in Cina, nonostante la domanda sia sostenuta dai progetti infrastrutturali e dai piani di sostegno al comparto delle costruzioni, che assorbe un'ampia mole di rame. Un altro aspetto di possibile freno per le quotazioni, nel breve termine, è legato al fatto che il mercato del rame presenta un andamento stagionale legato alla necessità di reperire materiale grezzo da parte della siderurgia proprio tra la fine dell'autunno e per tutto il periodo invernale, per far fronte alle possibili richieste di prodotti finiti derivanti dal settore edilizio. Con l'arrivo della primavera, stagionalmente, i costruttori di case riavviano i cantieri e ricomincia l'attività all'aperto. In particolare, dalla fine di novembre alla fine di gennaio, nel passato, i prezzi del rame hanno visto una tendenza al rialzo, anche se l'attuale presenza di un eccesso di offerta, non solo di minerale ma anche di semilavorati, potrebbe rendere più sfumata questa storica consuetudine.

Alluminio: lo scenario è immutato e gravato dai soliti elementi, come il rallentamento economico, i rincari energetici e l'inasprimento delle normative antinquinamento. Anche per

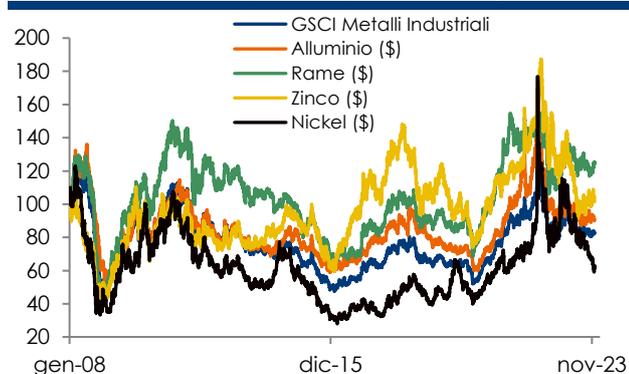
L'alluminio, come per il rame, i timori sulla domanda restano l'elemento al centro del quadro. Le quotazioni sono rimaste quasi ferme nell'ultimo mese, soprattutto grazie allo storno dei prezzi dell'energia, che ha impedito ulteriori ribassi dell'alluminio. Si iniziano inoltre a percepire i primi possibili effetti dell'entrata in vigore, dal 1° ottobre nell'Unione Europea, della fase transitoria di applicazione del regolamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism), che inizialmente si applicherà alle importazioni di determinati manufatti siderurgici e precursori chimici, la cui produzione genera alte emissioni inquinanti di carbonio. Tra i materiali coinvolti troviamo appunto: alluminio, acciaio, ferro e cemento. Le nuove norme che impatteranno su tutte le produzioni siderurgiche porteranno le industrie europee a produrre di meno (l'esempio più recente è il quasi totale abbandono della lavorazione dello zinco) e quindi i costi interni saranno più alti a parità di consumi. Se diminuirà la produzione di nuovi manufatti, sarà invece probabile che aumentino i processi di recupero dell'alluminio usato, ma anche in questo caso, tra costi energetici, norme stringenti e rincaro dei costi di finanziamento, difficilmente nasceranno nuovi impianti in Europa. La notizia che Emirates Global Aluminium, la maggiore azienda industriale degli Emirati Arabi Uniti al di fuori del settore petrolifero e del gas, abbia dato il via alla costruzione del più grande impianto di riciclaggio dell'alluminio del paese conferma come, ancora una volta, solo dove i costi energetici sono più bassi e il credito più favorevole, è possibile realizzare impianti infrastrutturali così complessi e indispensabili per la transizione ecologica attesa. L'Europa esporta il 20% della sua produzione siderurgica, una percentuale che rischia di azzerarsi a causa dei costi produttivi più alti (a parità di consumi) e di severe norme antiinquinamento, col paradossale risultato che i volumi di importazione non diminuiranno, ma anzi aumenteranno. Un quadro che nel breve deprimerà i prezzi dell'alluminio, ma nel lungo potrebbe generare una maggior pressione rialzista.

Zinco: finale d'anno all'insegna del consolidamento. I prezzi dello zinco probabilmente rimarranno stabili in questo ultimo trimestre dell'anno, nonostante siano diminuiti nel 3° trimestre a causa dello scarso consumo cinese. Il prezzo spot dello zinco del London Metal Exchange (LME) è sceso intorno ai 2.500 dollari alla tonnellata, da una media di circa 3.100 dollari a tonnellata nei tre trimestri precedenti, a causa delle preoccupazioni per la carenza di capacità di raffinazione dello zinco, a cui si è sommata la delusione per la domanda cinese. La crisi immobiliare in corso in Cina ha indebolito le prospettive sui consumi, finendo per deprimere non solo i prezzi attuali ma anche le aspettative di breve. Permane la speranza che una maggior ripresa dell'economia cinese, unita a una minore produzione in Europa e Australia che contragga l'offerta, possa sostenere il recupero nel medio termine. Secondo i dati provvisori dell'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG), l'offerta mondiale di zinco raffinato ha superato la domanda di 370.000 tonnellate nella prima metà del 2023, con le scorte in aumento di 85.000 tonnellate. La produzione delle miniere di zinco è diminuita in Burkina Faso, Canada, Svezia e Australia, dove l'attività mineraria è stata influenzata dagli scioperi di settore ma anche dalle condizioni meteo. Questi cali sono stati parzialmente bilanciati dagli aumenti registrati in Brasile, Kazakistan, Perù e Portogallo, col risultato di una riduzione complessiva dello 0,7% dell'offerta globale.

Nickel: l'eccesso di ribasso potrebbe favorire un rimbalzo fisiologico anche nel breve termine. Il nickel è in calo di circa il 45% da inizio anno, confermandosi come il peggior metallo all'interno del comparto, gravato dal peso del surplus di offerta generato in particolare dall'Indonesia, che, come sappiamo, ha sostituito la Russia come principale attore della trasformazione del minerale in semilavorati siderurgici. Le scorte complessive di nickel nei magazzini del LME e dello Shanghai Futures Exchange, sebbene in aumento nelle ultime settimane, restano comunque ancora ai minimi storici. Questo sta portando a una riformulazione dello scenario di breve termine: gli attuali livelli bassi raggiunti dal metallo lasciano aperta l'ipotesi di un possibile rimbalzo fisiologico dei prezzi. La dimensione delle posizioni corte degli operatori strettamente finanziari (fondi, banche, intermediari), la contrazione dell'offerta indonesiana dopo gli eccessi degli ultimi mesi, e il possibile ritorno della domanda cinese nei primi mesi del prossimo anno potrebbero creare i

presupposti per un rimbalzo delle quotazioni nel breve e medio termine. Nel lungo periodo, resta immutato il nostro scenario che scommette su un nuovo rialzo dei prezzi dovuto alla domanda di metallo generata dalla transizione energetica.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.11.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.542,2	-2,8	-0,8	-8,1	-8,0
Rame (\$)	8.464,5	-0,4	2,7	1,5	1,1
Alluminio (\$)	2.193,0	-2,0	-3,9	-11,8	-7,8
Zinco (\$)	2.466,8	2,1	10,6	-19,1	-17,9
Nickel (\$)	16.645,0	-21,1	-21,9	-39,7	-44,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Per i metalli industriali è confermato il nostro outlook Neutrale di breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo periodo.

Il mercato dei metalli di base sta attraversando un periodo caratterizzato da un'ampia offerta e da un'accresciuta incertezza sulla crescita economica, con diversi fattori che influenzano i movimenti dei prezzi e le decisioni strategiche, sia industriali che di puro investimento finanziario. Il nostro scenario macroeconomico globale continua a indicare un rallentamento delle principali economie per la fine di quest'anno e i primi mesi del 2024. Le quotazioni dei metalli sembrerebbero aver metabolizzato questo quadro, consolidando le pressioni al ribasso in questo finale di 2023, ma probabilmente senza rinnovare i minimi annuali visti a maggio e ottobre per l'indice di comparto. L'unico fattore di possibile miglioramento dello scenario resta legato alle nuove misure di stimolo delineate dal Governo cinese, volte a rilanciare il sistema nel suo complesso e in particolare a sostenere il settore delle costruzioni, che assorbe una grande quantità di metalli. Maggiori speranze sullo scenario di medio termine ruotano intorno alle immutate aspettative di ripresa economica nella seconda parte del 2024, a patto che si confermino i segnali di rallentamento dell'inflazione e, conseguentemente, si possano vedere i primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali, con un impatto positivo sul rialzo delle quotazioni dei metalli. Infine, riconfermiamo un maggior ottimismo nel lungo termine: la domanda di metalli è destinata a crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione energetica. L'erosione delle scorte di magazzino delle singole aziende, costantemente in atto negli ultimi mesi, finirà per incidere negativamente sui futuri equilibri di mercato, rendendo ancora più scarsa l'offerta. La produzione mineraria è già pregiudicata dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, dovuti agli alti tassi di interesse che hanno reso molto costose le linee di credito, indispensabili a un comparto dove qualsiasi nuova iniziativa (esplorazione, giacimenti, impianti di lavorazione) necessita di una grandissima mole di finanziamenti. Ancora una volta, una situazione che potrebbe finire per premere al rialzo sulle quotazioni di tutte le componenti del comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.464,5	8.313	8.500	8.500	8.719	9.149
Alluminio (\$)	2.193,0	2.250	2.293	2.345	2.400	2.496
Zinco (\$)	2.466,8	2.500	2.500	2.485	2.588	2.700
Nickel (\$)	16.645,0	19.250	19.305	20.000	19.996	20.196

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	8.464,5	8.400	8.500	8.700	8.750	9.500
Alluminio (\$)	2.193,0	2.175	2.200	2.250	2.275	2.470
Zinco (\$)	2.466,8	2.400	2.425	2.485	2.500	2.700
Nickel (\$)	16.645,0	20.600	20.900	21.400	21.500	23.300

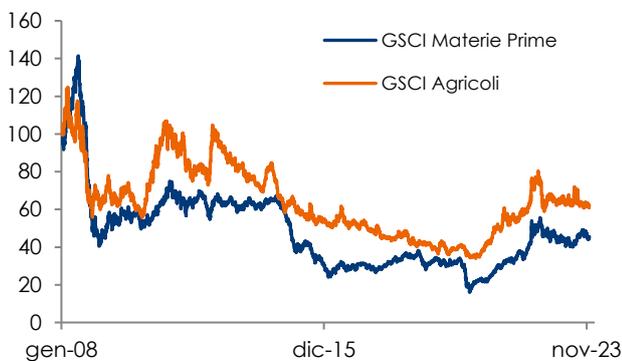
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: clima e geopolitica restano i due elementi chiave

I prezzi agricoli restano bassi nel breve ma minacciati, nel lungo, dai possibili effetti negativi generati dai cambiamenti climatici.

Le materie prime agricole continuano a subire lo scenario di rallentamento della crescita e la conseguente riduzione della domanda di derrate alimentari, rinsaldando le performance negative da inizio anno. Archiviato il mancato rinnovo dell'accordo sui cereali dal Mar Nero, permangono le preoccupazioni per la garanzia delle forniture, visto che i rischi geopolitici restano alti e le politiche protezionistiche di molti paesi produttori proseguono. Lo scenario resta gravato dai medesimi fattori: rischi geopolitici, timori per gli eventi meteorologici e speculazione commerciale, che approfitta della relativa incertezza delle forniture. Nonostante questo insieme di elementi, resta bassa la pressione rialzista, in particolare sui cereali, a cui si somma una minor domanda come conseguenza del rallentamento economico. Se sfumano le preoccupazioni relative al passaggio via mare dei cereali ucraini, grazie ai corridoi di solidarietà che attraversano i paesi europei confinanti, restano immutati i timori per gli effetti del cambiamento climatico sulle produzioni agricole, che si riafferma come il fattore di massima allerta negativa per lo scenario di medio-lungo termine. Il fenomeno meteorologico de El Niño resta il principale elemento di rischio, in grado di generare condizioni climatiche estreme che possano danneggiare le colture in entrambi gli emisferi del mondo, a dispetto dello storico pregresso che indicherebbe una maggior frequenza degli eventi a nord dell'equatore. Nonostante la recente frenata delle quotazioni petrolifere, permane il rincaro dei fattori produttivi: carburanti, fertilizzanti e pesticidi. Questa rappresenta un'evidente anomalia speculativa, slegata dal reale andamento dei prezzi del greggio e che conferma come l'incertezza generale del quadro favorisca tutta una serie di comportamenti opportunistici. Prosegue l'impiego di prodotti agricoli (mais, zucchero, oli vegetali) per la produzione di biocarburanti, sfavorendone il naturale utilizzo come alimenti, anche se in misura inferiore rispetto al mese scorso per via dei minori costi petroliferi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.11.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.461,1	-1,0	34,5	44,9
GSCI Agricoli	530,2	-5,2	9,2	48,3
Mais (\$ cent)	461,8	-31,9	-19,3	26,0
Frumento (\$ cent.)	570,3	-28,0	-26,8	10,6
Soia (\$ cent)	1.342,8	-11,6	9,3	50,1
Cotone (\$ cent)	79,4	-4,8	-27,4	2,9
Cacao	4.475,0	72,1	93,4	108,7
Zucchero	26,0	29,9	40,0	102,8
Caffè (arabica)	195,0	16,6	-16,4	88,9
Caffè (robusta)	2.611,0	39,7	15,5	65,3

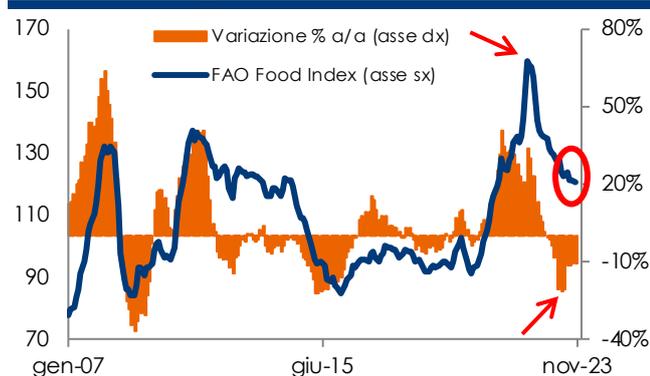
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: continua la tendenza al ribasso dell'indice dei prezzi dei prodotti alimentari a ottobre.

L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari conferma la sua tendenza al ribasso, gravato dalla forte offerta e dal calo di vari prodotti di base, ad eccezione di quelli lattiero-caseari. L'indice FAO ha raggiunto un valore medio di 120,6 punti, in calo di 0,77 punti rispetto a settembre e sotto dell'11% rispetto al valore di un anno fa. L'indice FAO dei prezzi dei cereali è sceso di 1,3 punti (-1%) rispetto a settembre, mentre i prezzi internazionali del grano sono diminuiti dell'1,9% a ottobre, riflettendo l'aumento dell'offerta negli Stati Uniti e la forte concorrenza tra gli esportatori. In controtendenza, invece, le quotazioni internazionali dei cereali secondari, che registrano una variazione positiva dello 0,6%, condizionati dalla diminuzione dell'offerta di mais (zootecnico) in Argentina, compensata da un aumento delle forniture stagionali negli USA e da una forte concorrenza nelle esportazioni dal Brasile. L'indice dei prezzi degli oli vegetali registra il terzo calo mensile attestandosi a 120 punti, valore inferiore del 20%

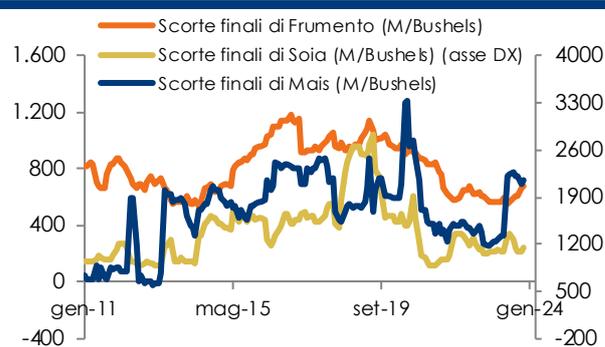
rispetto al dato dell'anno precedente. La frenata riflette principalmente il calo dei prezzi dell'olio di palma, che ha più che compensato l'aumento dei prezzi degli oli di soia, girasole e colza. Nel mese di ottobre, i prezzi dei prodotti lattiero-caseari sono cresciuti del 2,2% dopo nove mesi di ribassi consecutivi, mentre quelli della carne registrano il quarto calo mensile consecutivo, in leggera diminuzione (-0,6%) rispetto a settembre. Inverte la tendenza lo zucchero, che segna una riduzione del 2,2% rispetto a settembre dopo due mesi in aumento, a causa principalmente del ritmo sostenuto della produzione in Brasile, nonostante l'impatto negativo delle piogge abbia contratto la resa della macinazione della canna da zucchero per la produzione di dolcificante, nella prima metà del mese. Sulle quotazioni mondiali dello zucchero hanno pesato anche l'indebolimento del real brasiliano rispetto al dollaro statunitense e il calo dei prezzi dell'etanolo in Brasile.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2023)

FAO: invariate a ottobre le stime di crescita per la produzione di cereali. Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda dei cereali, la FAO ha mantenuto le stime di crescita della produzione mondiale complessiva di cereali a 2.819 milioni di tonnellate nella stagione 2023/24, in aumento dello 0,9% rispetto all'annata precedente, ed è prevista rimanere stabile anche la produzione mondiale di grano a 785,1 milioni di tonnellate. Sono state abbassate le previsioni di produzione per l'Unione Europea e il Kazakistan, dove periodi prolungati di condizioni meteorologiche sfavorevoli a fine stagione hanno portato a rese inferiori rispetto alle previsioni precedenti. Questi tagli hanno controbilanciato gli aumenti delle previsioni di produzione per l'Iraq e gli Stati Uniti, con stime di rendimento più elevate. Rimangono stabili anche le previsioni di produzione di cereali secondari a 1.510 milioni di tonnellate, mentre viene rivista al rialzo l'offerta di cereali secondari della Cina, dove le piantagioni più grandi del previsto hanno aggiunto 4 milioni di tonnellate alle previsioni del raccolto. Anche le stime di produzione per la maggior parte dei paesi dell'Africa occidentale sono state riviste al rialzo, in linea con i dati ufficiali recentemente pubblicati. Queste revisioni al rialzo hanno controbilanciato i considerevoli tagli alle previsioni sulla produzione di mais e sorgo per gli Stati Uniti (a causa di condizioni meteo sfavorevoli) e per l'Unione Europea, dove le prospettive di resa del mais sono diminuite a causa della siccità nelle aree di coltivazione dell'Europa Orientale. Rivisto al rialzo anche il consumo mondiale di cereali a 2.810 milioni di tonnellate, in aumento di 6,7 milioni di tonnellate rispetto al rapporto di ottobre. Con riferimento alle scorte cerealicole mondiali, la FAO ha rivisto al ribasso le stime per il 2023/24, prevedendo un volume complessivo di 881 milioni di tonnellate (-2,9 mln di tonnellate rispetto a settembre), che porterebbe il rapporto tra scorte e utilizzo di cereali al 30,7%, soglia che la FAO considera un "livello complessivamente favorevole e in media storica". Inoltre, si stima che le riserve mondiali di riso, alla fine della stagione di commercializzazione 2023/24, recupereranno dell'1,5% su base annua fino a un picco di 198,9 milioni di tonnellate. In aumento di 3 milioni di tonnellate a ottobre le previsioni della FAO relative al commercio globale di cereali per il

2023/2024, favorito da una domanda di importazioni più forte da parte dell'Unione Europea e dagli alti livelli delle vendite effettuate da Argentina e Paraguay.

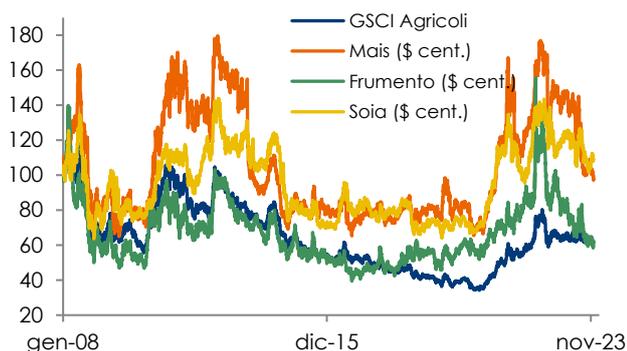
WASDE: le stime di novembre appaiono nuovamente neutrali per grano e mais e leggermente rialziste per la soia.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha confermato il suo scenario di possibile contenimento dei prezzi agricoli globali.

Mais. L'USDA si attende che la produzione globale di mais salga rispetto al mese scorso a un totale di 1.220,79 milioni di tonnellate (+6,32 milioni) dai precedenti 1.214,47 milioni. Le esportazioni globali sono aumentate leggermente a 199,62 milioni di tonnellate da 196,25 milioni. Le scorte finali globali per il nuovo raccolto sono previste a 314,99 milioni di tonnellate da 312,4 milioni, in rialzo di 2,59 milioni. La produzione ucraina è salita a 29,5 milioni di tonnellate da 28 milioni e le esportazioni ucraine sono cresciute di 0,5 milioni di tonnellate a 20 milioni complessivi (rispetto ai 19,5 milioni dello scorso mese). La produzione del Brasile è rimasta stabile a 137 milioni di tonnellate e le esportazioni si sono mantenute a 57 milioni. Stessa situazione in Argentina, dove la produzione è stata confermata a 34 milioni di tonnellate, con le esportazioni stabili a 23 milioni.

Soia. L'USDA ha ridotto le scorte finali di soia del 2023/24 di 1,11 milioni di tonnellate, portandole a 114,51 milioni da 115,62 milioni; un movimento di riduzione delle scorte che resta alla base del blando rincaro dei corsi della soia. Il calo resta legato ai medesimi motivi del mese scorso: una maggior erosione delle scorte iniziali, ereditate dal precedente raccolto, una produzione inferiore in alcune aree e una maturazione eccessiva che ha abbassato la resa delle granaglie. Confermate (dal mese scorso) le stime dell'USDA sulla produzione di soia in Argentina e Brasile che ammontano rispettivamente a 48 milioni e 163 milioni di tonnellate. **Frumento.** Questo mese l'USDA ha fissato la produzione globale di grano a 781,98 milioni di tonnellate da 783,43 milioni del mese scorso, con le scorte finali che ammontano a 258,7 milioni, +600.000 tonnellate rispetto ad ottobre quando ammontavano a 258,1 milioni. La produzione di grano in Russia è stata stimata a 90 milioni di tonnellate da 85 milioni, +5 milioni rispetto ad ottobre, mentre la produzione ucraina resta stabile a 22,5 milioni di tonnellate. Le esportazioni di grano ucraino sono salite a 12 milioni di tonnellate dagli 11,0 milioni di ottobre; l'export russo ammonta invece a 50 milioni di tonnellate. La produzione di grano in Australia resta fissata a 24,5 milioni di tonnellate come ad ottobre. La produzione in Argentina è in calo a 15 milioni di tonnellate dai 16,5 milioni del mese scorso, mentre quella in Brasile è rimasta a 9,4 milioni di tonnellate.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.11.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	530,2	-1,2	-0,9	-2,4	-5,2
Mais (\$ cent.)	461,8	-0,6	-22,1	-29,0	-31,9
Frumento (\$ cent.)	570,3	0,5	-6,6	-24,8	-28,0
Soia (\$ cent.)	1.342,8	-1,0	1,0	-6,1	-11,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: prosegue il consolidamento dei prezzi (bassi) nel breve, ma permangono i timori legati ai cambiamenti climatici nel medio-lungo termine.

Nel breve termine, appare totalmente metabolizzata la mancata intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero; si è smorzata qualsiasi tensione rialzista e si conferma il trend di consolidamento su livelli dei prezzi bassi degli ultimi mesi. Condizioni climatiche più estreme nelle principali regioni produttrici,

causate dal fenomeno de El Niño, potrebbero ridurre le rese, influenzare negativamente i raccolti e quindi generare pressioni rialziste sui prezzi agricoli, pur in uno scenario macroeconomico in rallentamento che riduce la domanda. Questa è la principale preoccupazione che grava sul comparto degli Agricoli nel medio-lungo termine. Per le soft commodity, la formazione del modello climatico de El Niño continua invece ad alimentare il rincaro dei prezzi, replicando (in maniera del tutto anomala) la stessa dinamica avvenuta nella scorsa stagione, quando il fenomeno non era presente. Abitualmente i maggiori effetti negativi de El Niño si hanno al di sopra dell'equatore, mentre le aree di coltivazione della maggior parte dei coloniali sono collocate nell'emisfero sud. L'arrivo delle festività di fine anno genera un aumento stagionale del consumo di molte soft commodity, come cacao, zucchero e caffè, anche se l'atteso rallentamento economico (benché non particolarmente accentuato) potrebbe incidere su questo tipo di consumi definiti "marginali" e non "primari".

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	461,8	485,0	500,0	490,0	505,0	482,5
Frumento (\$ cent.)	570,3	610,0	616,7	607,5	597,5	615,0
Soia (\$ cent.)	1.342,8	1.310,0	1.280,0	1.290,0	1.330,0	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	30.11.23	2023	2024	2024	2024	2025
Mais (\$ cent.)	461,8	460	460	450	450	440
Frumento (\$ cent.)	570,3	610	600	595	595	580
Soia (\$ cent.)	1.342,8	1.375	1.350	1.330	1.330	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Le quotazioni della maggior parte delle soft commodity restano alte, complici i timori per le conseguenze negative del cambiamento climatico anche nelle aree di coltura dei coloniali. La formazione de El Niño continua a tenere sotto pressione le coltivazioni, prolungando una situazione che viene ritenuta climaticamente del tutto anomala. Si conferma l'idea che caffè, cacao e zucchero possano registrare un incremento dei consumi sul finale d'anno, in coincidenza delle classiche festività.

Cotone: sfumano le pressioni sui prezzi del cotone che si erano verificate il mese scorso.

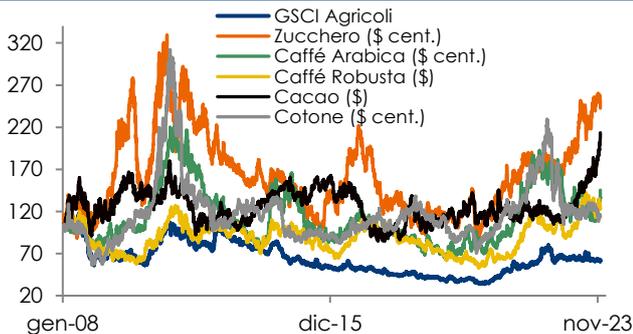
Nell'ultimo WASDE, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA, sono emersi consumi globali leggermente inferiori nell'ultimo mese e produzione e scorte leggermente più alte. Le importazioni cinesi di cotone sono salite di 500.000 balle, controbilanciando il minor import registrato in Vietnam, Turchia, Corea del Sud e Thailandia, ma generando comunque un saldo negativo per i consumi. Le scorte sono aumentate di 200.000 balle, in gran parte per la maggior produzione in India per un ammontare complessivo di 81,5 milioni di balle. La previsione di produzione globale per il 2023/24 è di 850.000 balle in più rispetto alla stima di ottobre, visti i maggiori raccolti previsti in Afghanistan, Stati Uniti, Argentina e Paraguay, che compenseranno le riduzioni in Spagna e Messico.

Zucchero: frenano le quotazioni, ma la volatilità del petrolio preme ancora sui prezzi.

Nonostante il consolidamento dei prezzi, dopo molte settimane di rialzo, non cambiano gli elementi di fondo del comparto: fenomeni climatici estremi, raccolti scarsi e bioetanolo restano i fattori da monitorare con attenzione. In tutto il mondo lo zucchero, in questo momento, viene scambiato ai massimi dal 2011. L'offerta mondiale è diminuita dopo che il clima insolitamente secco ha danneggiato i raccolti in India e Thailandia, (il secondo e il terzo maggiore esportatore mondiale), mentre in Brasile il raccolto è atteso in aumento di circa il 20% rispetto alla passata stagione; tale incremento controbilancerà una parte del deficit di mercato ma solo a partire dal 2024, non ora. L'Indonesia, che è stato il più grande importatore di zucchero nel 2022, ha ridotto gli acquisti a causa degli alti prezzi raggiunti. La Cina (il secondo importatore mondiale) è stata costretta a rilasciare parte delle sue riserve di zucchero nel tentativo di calmierare i prezzi domestici; non accadeva da oltre cinque anni. Secondo i dati del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA), le scorte mondiali coprono a mala pena 68 giorni di forniture, rispetto ai 106 giorni del 2020 (l'ultimo anno di incremento delle riserve, che da allora sono solo scese). Il consolidamento

su livelli alti del prezzo del petrolio continua a sostenere la produzione di etanolo, spostando un'ampia fetta del raccolto di canna da zucchero e barbabietole dalla produzione di dolcificante verso quella di biocarburanti. Nonostante questo scenario di consolidata pressione sullo zucchero, la sensazione è che, superato il periodo delle festività (che stagionalmente genera un aumento dei consumi di dolcificante) e stabilizzatesi le quotazioni petrolifere, i prezzi dello zucchero possano stornare e rientrare su livelli più compatibili con la normale media storica delle quotazioni.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.11.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	530,2	-1,2	-0,9	-2,4	-5,2
Cotone	79,4	-11,4	-8,1	-7,6	-4,8
Cacao	4.475,0	24,2	48,8	82,6	72,1
Zucchero	26,0	3,9	3,9	32,7	29,9
Caffè (arabica)	195,0	27,7	9,2	16,3	16,6
Caffè (robusta)	2.611,0	-4,0	2,2	38,4	39,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: il quadro resta incerto con le anomalie climatiche che restano il principale elemento di impatto sui raccolti di Robusta e Arabica. Dopo i ribassi di fine estate, prosegue il trend di recupero delle quotazioni del caffè. La stagione 2022/23 è ormai terminata e da ottobre siamo ufficialmente entrati nella stagione 2023/24 e, come sempre accade in questi casi, c'è molta tensione in vista delle nuove previsioni sul risultato del prossimo raccolto. L'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO), che ancora non ha rilasciato stime ufficiali per la stagione 2023/24, ha lanciato un allarme riguardo la riduzione della produzione mondiale, in un mercato che vede l'aumento della domanda globale e una progressiva riduzione dell'offerta da parte dei principali paesi esportatori. Il raccolto appena terminato in Brasile è stato abbondante e anche quello della stagione ventura potrebbe rivelarsi elevato (circa +20% secondo le stime di mercato), e questo potrebbe generare un calo dei prezzi del prodotto. Tuttavia, i coltivatori di caffè brasiliani avvertono gli impatti delle condizioni meteorologiche avverse: la fioritura irregolare che ha caratterizzato il 2023, causata dalle alte temperature, rischia di protrarsi anche all'anno prossimo. Una situazione che costringe le piante a un ciclo vegetale del tutto anomalo, che appare come una diretta conseguenza dell'interferenza del clima nel comparto. Il quadro resta quindi molto complicato e incerto e giustifica un profilo previsivo di consolidamento su livelli di prezzo leggermente inferiori agli attuali per l'Arabica, e parzialmente rialzista per le quotazioni della Robusta.

Cacao: il deficit di offerta, sommato ai consumi stagionali legati alle festività di fine anno, continua a premere al rialzo sui prezzi. Il mercato del cacao sta per archiviare, formalmente, due anni consecutivi di deficit di offerta. Una situazione che ha spinto a livelli record i prezzi della materia prima. Il raccolto della campagna 2023/24 continua ad essere rivisto al ribasso a causa degli impatti negativi del meteo avverso in Africa occidentale, ma anche di politiche commerciali vessatorie, che tengono alti artificialmente i prezzi, e di costi produttivi, oggettivamente elevati, legati al rincaro di carburanti, fertilizzanti e pesticidi. La contrazione della domanda sembra essere l'unico elemento che possa portare a un parziale calo dei prezzi. Un'eventualità che riteniamo poco probabile nel breve, visto appunto il periodo di festività imminente, quando i regali e il consumo di dolci e pasticceria esprimono un abituale picco stagionale per l'utilizzo del cacao. La Costa d'Avorio e il Ghana (i due produttori mondiali di cacao) continuano a registrare una forte contrazione del prodotto in arrivo nei magazzini di stoccaggio e nei porti di spedizione, altra conferma che dal lato dell'offerta non possiamo

attenderci un aumento dei volumi. L'unica aspettativa è che, superato il picco dei consumi e visti gli alti livelli raggiunti dalle quotazioni, possa concretizzarsi uno storno fisiologico.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 30.11.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	79,4	86,3	89,8	90,0	89,0	86,0
Cacao	4.475,0	3.550	3.440	3.365	3.225	3.025
Zucchero	26,0	25,8	24,5	24,0	24,3	21,6
Caffè (arabica)	195,0	163,0	160,0	162,5	165,0	159,0
Caffè (robusta)	2.611,0	2.450	2.465	2.390	2.423	2.100

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 30.11.23	4° trim. 2023	1° trim. 2024	2° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	79,4	88	86	85	85	83
Cacao	4.475,0	3.550	3.460	3.415	3.415	3.300
Zucchero	26,0	25,5	25,0	24,8	24,7	24,1
Caffè (arabica)	195,0	155	160	160	160	158
Caffè (robusta)	2.611,0	2.700	2.780	2.780	2.780	2.740

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
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 25.10.2023.

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 e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

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

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

Certificazione Analisti

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

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi