

Mensile Materie Prime

Commodity: pressioni rialziste su Energia e Agricoli

Energia: outlook Mod. Positivo, la pressione rialzista del 2° semestre è iniziata

La contrazione dell'offerta OPEC+, sommata ai tagli volontari di Arabia Saudita e Russia, e la prevedibile necessità di ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche statunitensi a Cushing sono gli elementi fondanti del nostro scenario rialzista. Invariata anche la prospettiva che vede i costi elettrici restare alti. Ancora una volta, l'insieme di questi fattori rafforza il nostro outlook Moderatamente Positivo per l'Energia.

Metalli preziosi: outlook Neutrale in attesa delle scelte delle banche centrali

La tensione sui prezzi dell'oro resta costante ma nuovamente di dimensione contenuta e questo consente a tutto il comparto (e all'oro) di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta incerto nel breve e sta sostenendo i prezzi. Nel medio-lungo termine poi, se si aggravassero ulteriormente le stime per la crescita economica e le banche centrali dovessero rapidamente rivedere in senso espansivo la propria politica monetaria, le prospettive di rialzo degli asset "non remunerativi" ne risulterebbero rafforzate. Il quadro resta quindi gravato da molte incognite e sostiene la conferma del nostro outlook Neutrale per il comparto.

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

Ribadiamo la diversificazione di scenario. Resta altamente probabile il verificarsi di nuovi ribassi nel breve per la maggior parte dei Metalli. Nel lungo termine la domanda è comunque destinata a crescere, stimolata dagli impieghi legati alla transizione ecologica. L'erosione delle riserve alimenterà la scarsità dell'offerta, resa ancor più grave dai ridotti investimenti degli ultimi anni, premendo al rialzo sui prezzi e diventando un altro elemento di rischio inflazionistico globale.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale ma pressioni e volatilità sono in aumento

Scenario immutato sugli Agricoli, ma con pressioni e volatilità a rischio incremento: l'ennesimo ritorno delle tensioni geopolitiche (dopo il mancato rinnovo dell'accordo Black Sea Grain Initiative), l'impatto del cambiamento climatico e il rincaro dei costi produttivi restano gli elementi che premono sui prezzi alimentari 2023. Crescono inoltre i rischi legati alle produzioni, che potrebbero essere minacciate dagli effetti negativi sui raccolti dovuti al clima, durante il periodo estivo, nell'emisfero settentrionale. Medesime preoccupazioni per le Soft Commodity.

Soft Commodity:

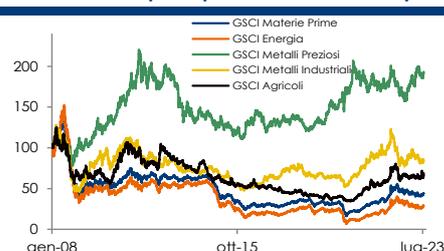
- Cotone:** l'offerta è in calo ma è la scarsa domanda che rischia di deprimere i prezzi.
- Zucchero:** flettono le stime di produzione mentre la domanda preme sui prezzi.
- Caffè:** El Niño potrebbe danneggiare più i raccolti di Robusta che di Arabica.
- Cacao:** mercato in probabile deficit e rincaro dell'offerta rischiano di premere sui prezzi.

Performance degli indici commodity

	Valore 19.07.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.419,0	-2,2	36,8	27,7
GSCI Energia	575,7	-5,7	54,8	10,8
GSCI Met. Preziosi	2.247,4	8,2	7,5	52,8
GSCI Met. Industriali	1.553,5	-7,3	-6,4	22,6
GSCI Prod. Agricoli	585,0	4,6	24,1	60,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 19.07.2023

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

20 luglio 2023 - 15:04 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

20 luglio 2023 - 15:10 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Lug.	Giu.
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	-6,1	6,7
Brent	-7,5	10,5
Gas Naturale	-41,8	20,0
Gasolio	-15,7	38,1
Oro	8,5	-0,1
Argento	4,9	2,9
Rame	0,7	-13,9
Alluminio	-7,9	-15,3
Zinco	-21,9	-16,3
Nickel	-30,4	44,8
Mais	-19,6	14,4
Frumento	-8,1	2,8
Soia	-1,8	14,3
Cacao	32,0	3,2
Zucchero	20,8	-26,0
Caffè	-8,9	-24,9
Cotone	2,7	-26,0

Fonte: Bloomberg. Dati al 19.07.2023

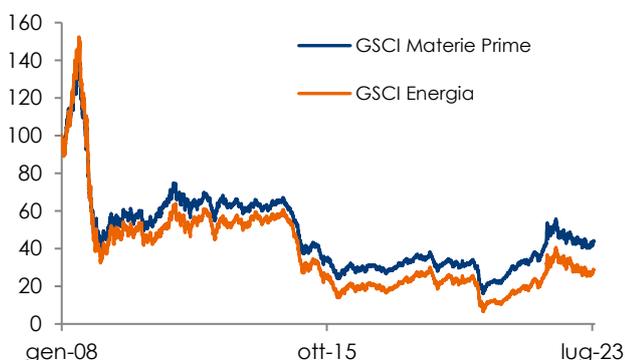
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 19.07.2023 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: come da attese si intensifica la pressione rialzista

Commodity: scenario ancora più carico di incognite mentre comparti come Energia e Agricoli tornano a salire, spinti da dinamiche endogene. Lo scenario sulle Commodity si complica ulteriormente: i timori sulla crescita e quindi sulla futura richiesta di risorse restano intatti ma comparti come Energia e Agricoli, pur se gravati da queste preoccupazioni, accelerano comunque al rialzo, spinti da forze strettamente endogene. Una situazione che conferma la nostra previsione che indicava come proprio da costi energetici e derrate alimentari potessero arrivare nuove tensioni inflattive, indipendenti dalle dinamiche legate alla crescita economica. L'Energia nel suo complesso resta un tema centrale, anche in relazione alle attese di transizione ecologica, col rincaro dei prezzi del petrolio che è ormai strutturale, vista la costante strategia di riduzione dell'offerta da parte dei produttori, non appena le quotazioni tendono ad abbassarsi. Gas naturale ed energia elettrica restano sotto pressione; non deve ingannare il fatto che i costi del metano si mantengano bassi. L'arrivo della stagione fredda, esattamente come lo scorso anno (ma con condizioni emergenziali meno acute), resta il principale banco di prova del sistema energetico europeo. La maggior parte dei metalli industriali è caratterizzata da bassi livelli di scorte, insufficienti investimenti minerari, scarsissima innovazione degli impianti. Una situazione che appare veramente dai contorni surreali, visto che le attese sono invece per uno strutturale e corposo aumento della domanda, legata alla rivoluzione ecologica in corso. Infine, derrate alimentari costantemente sotto pressione, cambiamenti climatici e i rischi geopolitici (mancato accordo sui cereali nel mar Nero) alimentano la volatilità dei prezzi. In conclusione, nel breve si rafforza il nostro scenario di consolidamento dei prezzi delle materie prime, così come si ampliano le aspettative di ulteriore pressione rialzista nella seconda parte del 2023. Nel medio-lungo termine i rischi di un deficit di offerta e di una domanda in aumento restano i principali elementi di pressione sui prezzi delle Commodity, col rischio di tornare ad alimentare l'inflazione.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

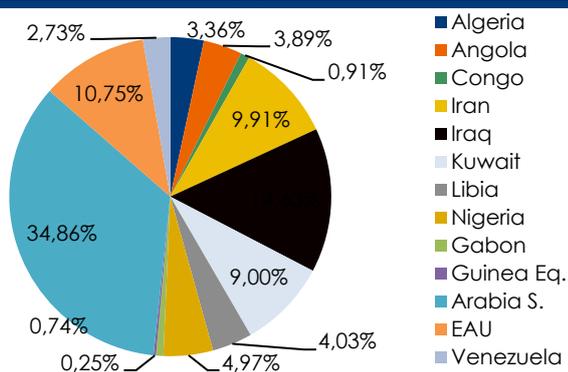
	Valore 19.07.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.419,0	-2,2	36,8	27,7
GSCI Energia	575,7	-5,7	54,8	10,8
WTI (\$)	75,4	-6,1	11,8	6,9
Brent (\$)	79,5	-7,5	14,6	8,7
Gas Naturale (\$)	2,6	-41,8	-32,8	-5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: decisa inversione di tendenza coi prezzi petroliferi che tornano a salire, in linea con le nostre aspettative di pressioni rialziste nella seconda parte del 2023. Gli effetti dell'inasprimento della contrazione dell'offerta OPEC+ iniziano a farsi sentire e si sommano a una maggior domanda dall'Asia e ad alcune interruzioni di forniture nel nord Africa. Una combinazione che ha immediatamente premuto al rialzo sulle quotazioni petrolifere. L'OPEC+ (l'Organizzazione dei paesi esportatori di petrolio OPEC e la Russia coi suoi alleati) ha deciso di estendere i tagli alla produzione anche al 2024, fissando il target complessivo di offerta a 40,46 milioni di barili al giorno, lo scorso 4 giugno. In aggiunta alle decisioni prese, dal 1° di luglio sono iniziati anche i tagli produttivi volontari di Arabia Saudita (-1 milione di barili) e Russia (-500.000), per dare maggior forza alla strategia concordata. L'OPEC+ ha ripristinato gli incontri semestrali e tornerà a riunirsi a Vienna solo il 26 novembre.

Gas: la seconda asta di acquisti comuni in Europa si è conclusa positivamente. Dopo il successo della prima asta, conclusasi a maggio con offerte per oltre 13,4 miliardi di metri cubi (11,6 miliardi in asta), e con la partecipazione di 77 società, anche la seconda asta di acquisti congiunti (dal 26 giugno al 3 luglio), per forniture riguardanti contratti fino a marzo 2025, è stata molto positiva. Venticinque fornitori internazionali hanno risposto offrendo un volume totale di 15,19 miliardi di metri cubi (mmc), per soddisfare la domanda europea aggregata di 15,92 mmc. La piattaforma ha abbinato le offerte più interessanti alle richieste dei clienti, per un volume totale di 12 miliardi di metri cubi, oltre un miliardo di metri cubi in più rispetto alla prima convocazione. I mercati destinatari di gran parte degli acquisti sono stati: Paesi Bassi, Francia, Italia, Bulgaria e Germania. La Commissione Europea ha apportato alcuni miglioramenti per facilitare ulteriormente la partecipazione dell'industria e aumentare l'efficacia degli acquisti in comune, privilegiando forniture lunghe, in grado di coprire l'intero anno di commercializzazione del gas e soddisfare i modelli di acquisto di alcune industrie ad alta intensità energetica che, ovviamente, più stabilizzano le forniture e meglio possono programmare la loro attività. Questa nuova impostazione risponde a molte delle critiche espresse negli scorsi mesi che stigmatizzavano un iniziale approccio definito eccessivamente di "breve respiro" o emergenziale. La forza di economie strutturate come quelle dei grandi paesi europei passa per la garanzia che i loro sistemi energetici siano costantemente in sicurezza e che le forniture siano costanti e garantite. Viceversa, anche solo la sensazione di incertezza legata a questi fattori risulta sufficiente a indebolire tutta la struttura, ancor prima che si verifichi realmente un calo degli approvvigionamenti.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.06.2023

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

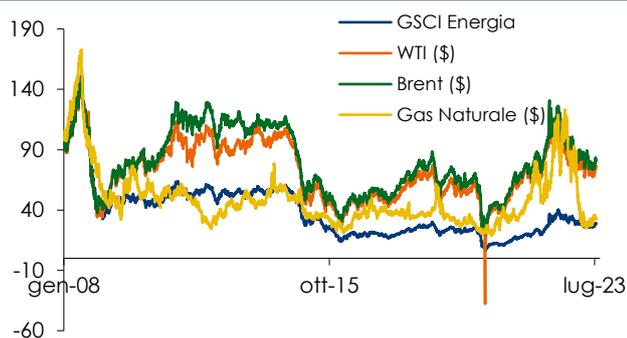
	Media 2000-19	2020	2021	2022	Stime 2023	Stime 2024
Algeria	102,1	89,6	111,4	85,7	112,4	111,9
Azerbaijan	51,9	66,3	57,9	63,6	77,0	78,2
Bahrain	83,2	113,7	134,8	133,6	126,2	129,1
Iran	85,6	546,5	259,4	278,3	351,7	375,4
Iraq	75,8	56,6	53,3	66,3	75,8	76,4
Kazakistan	...	192,1	183,5	95,5	99,8	83,9
Kuwait	46,8	76,2	62,4	63,1	70,7	66,3
Libia	71,7	141,7	52,0	85,1	64,4	62,2
Oman	69,1	86,4	76,7	62,1	72,2	66,4
Qatar	45,1	49,3	46,5	44,7	44,8	42,5
Arabia Saudita	80,4	76,3	83,6	85,8	80,9	75,1
Turkmenistan	...	40,5	32,3	37,3	38,1	40,0
Emirati Arabi Uniti	49,9	51,7	53,1	55,1	55,6	54,8

Fonte: FMI Outlook, aprile 2023, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il mercato petrolifero visto da OPEC, EIA, e IEA. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di luglio, l'OPEC (l'Organizzazione dei paesi produttori) ha aggiornato le stime ufficiali sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato globale del greggio nel 2024. La domanda mondiale è prevista in espansione da una media di 102,0 mb/g nel 2023 (+2,4 mb/g a/a, rivista al rialzo da una stima di 101,9 mb/g a giugno) al record di 104,2 mb/g nel 2024 (+2,2 mb/g a/a). Secondo fonti secondarie, la produzione cumulativa dell'OPEC è aumentata solo lievemente, di 0,1 mb/g m/m (a giugno), assestandosi su quota 28,2 mb/g. A maggio 2023, le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE sono aumentate di circa 20 mb a 2.815 mb, l'equivalente di 60,2 giorni di copertura a termine. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di luglio, l'Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti prevede un rafforzamento della domanda rispetto alle stime precedenti ed una crescita della produzione più lenta nei paesi non OPEC. L'agenzia ha stimato che, dopo un surplus di 0,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alla precedente stima pubblicata a giugno), il mercato globale dovrebbe registrare un deficit di circa 0,1 mb/g nel 2023 (contro la precedente stima di un surplus pari a 0,4 mb/g) e un deficit di circa 0,2 mb/g nel 2024 (contro una precedente stima di mercato in pareggio). Il consumo globale di petrolio dovrebbe aumentare da 99,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alle previsioni

del mese scorso) a 101,2 mb/g nel 2023 (+1,7 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 101,0 mb/g dello scorso mese) e a 102,8 mb/g nel 2024 (+1,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 102,7 mb/g del mese scorso). L'offerta non OPEC è stimata in espansione da 65,7 mb/g nel 2022 (invariata) a 67,7 mb/g nel 2023 (+2,0 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 67,9 mb/g del mese scorso) e a 68,6 mb/g nel 2024 (+1,0 mb/g a/a, rivista al ribasso da 68,9 mb/g del mese scorso). L'offerta di greggio OPEC, invece, è vista assestarsi su una media di 28,7 mb/g nel 2022 (invariata) e dovrebbe scendere a una media di 28,0 mb/g nel 2023 (-0,7 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 28,1 mb/g del mese scorso), ma potrebbe, nel corso dello stesso anno, espandersi sino a livelli pari a 28,5 mb/g (+0,5 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 28,4 mb/g del mese scorso). L'International Energy Agency (IEA), nel suo Oil Market Report (OMR) di luglio, quantifica una domanda globale in espansione da 102,1 mb/g nel 2023 (+2,2 mb/g a/a, rivisti al ribasso dai 102,3 mb/g di giugno), record, a 103,2 mb/g nel 2024 (+1,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo dai 102,1 mb/g del mese scorso), anch'esso nuovo record storico. Entrando nel dettaglio, la domanda globale dovrebbe aumentare da 101,4 mb/g nel secondo trimestre del 2023 a un picco di 104,5 mb/g nel quarto trimestre del 2024, al termine dell'orizzonte di previsione. L'offerta non OPEC dovrebbe crescere da una media di 67,3 mb/g nel 2023 (+1,9 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 67,2 mb/g del mese scorso) a 68,5 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 68,3 mb/g del mese scorso). La "call on OPEC crude", quantità di greggio necessaria all'equilibrio del mercato, è stimata in crescita da 30,0 mb/g nel terzo trimestre 2023 a un picco di 30,2 mb/g nel quarto trimestre del 2024.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.07.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	575,7	2,3	-3,6	-7,7	-5,7
WTI (\$)	75,4	-2,5	-7,3	-26,3	-6,1
Brent (\$)	79,5	-2,0	-9,3	-25,7	-7,5
Gas Naturale (\$)	2,6	15,7	-18,0	-67,5	-41,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: confermata la previsione sui prezzi, che resteranno strutturalmente medio-alti per il petrolio e probabilmente pronti a ripartire per il metano, in questa seconda parte dell'anno. Il mercato energetico, come previsto, ha già iniziato ad essere sotto pressione, confermando le nostre previsioni di rialzo dei prezzi nella seconda parte dell'anno, in scia allo stagionale aumento della domanda di entrambi i combustibili (petrolio e gas). La contrazione dell'offerta OPEC+, sommata ai tagli volontari di Arabia Saudita e Russia, e la prevedibile necessità di ricostituzione delle riserve petrolifere strategiche a Cushing, negli Stati Uniti, sono gli elementi alla base di questo scenario rialzista. Invariata anche la prospettiva che vede i prezzi dell'energia elettrica restare elevati, in vista di un possibile rialzo del gas naturale (più o meno corposo). Le pessime stime sull'idroelettrico in Europa, a causa della siccità in corso e delle altrettanto pessime previsioni meteo per l'estate, riducono l'apporto di fonti rinnovabili. Le quotazioni petrolifere hanno già iniziato a beneficiare del duplice effetto stagionale che abitualmente si verifica nella seconda parte dell'anno: a) la ripresa della domanda di combustibili legata ai viaggi per le vacanze estive; b) il riscaldamento legato alle temperature di autunno/inverno e ancora i viaggi per le festività di fine anno. Ancora una volta, l'insieme di questi fattori sostiene la nostra previsione rialzista e rafforza il nostro outlook Moderatamente Positivo per il comparto dell'Energia.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 19.07.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	75,4	75,0	79,0	78,0	77,0	80,0
Brent (\$)	79,5	80,0	84,5	85,0	81,0	84,0
Gas Naturale (\$)	2,6	2,8	3,3	3,5	2,9	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

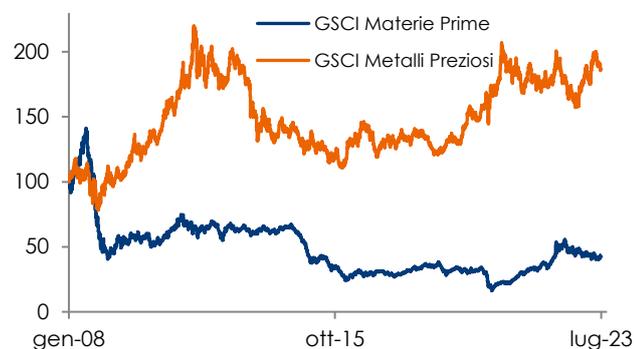
	Valore 19.07.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	75,4	75,0	76,0	-	75,3	76,0
Brent (\$)	79,5	75,0	76,0	-	80,0	80,0
Gas Naturale (\$)	2,6	3,0	3,4	-	2,9	3,0
TTF (€/MWh)	27,15	43,5	60,0	-	48,0	48,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sale la tensione in vista delle banche centrali

L'incombere della tornata di banche centrali di luglio assume rilevanza centrale sul comparto, almeno nel breve termine. Le principali istituzioni monetarie chiariranno le loro strategie di contrasto all'inflazione a cavallo fra luglio e agosto (Fed, BCE e Bank of Japan nell'ultima settimana del mese e la Bank of England il 3 agosto). L'incombere di questo evento e le aspettative legate alle decisioni che verranno prese in queste riunioni sono il fattore, di breve, che sta maggiormente influenzando i Preziosi. Le politiche monetarie sono state agganciate ai dati macroeconomici, e questo già di per sé ha reso ancor meno prevedibili le future scelte delle banche centrali, alimentando, di conseguenza, la volatilità degli asset finanziari. Un quadro che più che ampliare la domanda di beni rifugio ne ha solo mantenuto alto il livello, con la conseguenza che i prezzi dei Metalli preziosi sono rimasti sostenuti ma lontani dai massimi visti in primavera, quando i timori sul sistema bancario USA avevano accresciuto l'avversione al rischio. Il mercato si attende rialzi scontati per Fed, BCE e BoE (per altro rialzi "corposi" per il sistema inglese, nonostante il dato rassicurante sull'inflazione di giugno) e qualche modifica (marginale) al meccanismo di controllo sui rendimenti dei titoli di stato giapponesi, da parte della BoJ. Se si concretizzasse questo inasprimento del costo del denaro, i prezzi dei Metalli preziosi potrebbero rimanere alti, spinti dalla domanda di investimenti difensivi e dai rischi di recessione. Come già detto, al contrario le quotazioni potrebbero tornare a indebolirsi nel medio termine, se, concluso il lavoro di contrasto all'inflazione (e con le economie probabilmente in difficoltà ma forse meno di quanto ci attendiamo), le politiche monetarie tornassero ad essere più accomodanti allo scopo di stimolare il recupero. Del tutto immutata invece la previsione per i Metalli preziosi con impieghi maggiormente industriali: le prospettive di recupero delle quotazioni permangono in un quadro in cui si ampliano però i timori per l'offerta futura di tutti i metalli coinvolti nei processi produttivi, indipendentemente dalle maggiori o minori difficoltà espresse dal ciclo economico.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

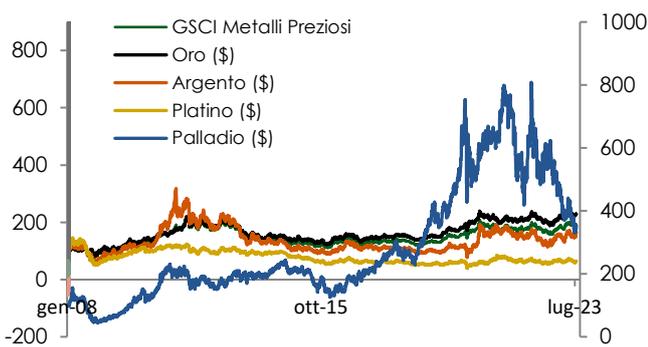
	Valore 19.07.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.419,0	-2,2	36,8	27,7
GSCI Met. preziosi	2.247,4	8,2	7,5	52,8
Oro (\$)	1.977,6	8,5	9,1	60,8
Argento (\$)	25,2	4,9	0,6	62,1
Platino (\$)	977,9	-9,0	-8,7	18,0
Palladio (\$)	1.311,9	-26,8	-50,4	46,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Clima di attesa nel breve, mentre lo scenario sui Preziosi nel 2° semestre del 2023 resta gravato da molte incognite. I principali driver delle quotazioni di oro e argento appaiono consolidati e restano le scelte di politica monetaria delle principali banche centrali, tanto più in vista delle imminenti riunioni di fine luglio e inizio agosto. Come già detto, la decisione di far dipendere l'andamento dei tassi di interesse delle principali economie dai dati in uscita, se da un lato sembra presupporre una maggior efficacia di azione (semplificando: prima acquisisco lo stato reale del sistema economico/finanziario e poi regolo i tassi di interesse che lo influenzano), dall'altro rende lo scenario decisamente poco intelligibile e impone alle banche centrali, per paradosso, di allinearsi alla realtà (mentre, per definizione, la maggior efficacia della strategia monetaria emerge proprio dalla capacità di anticipare le scelte, agendo sul sistema). La minor volatilità dei titoli di stato statunitensi e la direzione ribassistica del dollaro sembrano esprimere, in maniera chiara, che il mercato si aspetta una rapida conclusione del rincaro del costo del denaro da parte della Fed, anche a fronte di dichiarazioni opposte provenienti dallo stesso istituto. Per concludere, questo quadro veramente complicato e gravato da molte incognite ovviamente alimenta incertezza e avversione al rischio senza però ulteriori slanci rialzisti per i Preziosi, in fase di consolidamento su livelli alti. L'oro resta tonico ma distante dai massimi annuali;

la sensazione che la Fed possa essere vicina al picco dei rincari del costo del denaro, dando per scontato il rialzo di 25pb la prossima settimana, è un elemento che potrebbe alimentare il recupero delle quotazioni. Anche i segnali di maggior cautela lanciati dalla Banca Centrale Europea e dalla Banca d'Inghilterra, quest'ultima sostenuta dalla recente frenata dell'inflazione (rilevazione di giugno), hanno aumentato l'appello del metallo giallo. Dinamica a cui si è sommato l'aumento della domanda di beni rifugio, dopo la totale presa di coscienza che la crescita economica in Cina resterà robusta ma decisamente più bassa rispetto a quanto ci si attendeva a inizio anno (dopo l'abolizione delle misure sanitarie dovute al Covid). La conclusione del rialzo dei tassi è un evento estremamente favorevole per tutte quelle asset class formalmente "non remunerative", cioè che non producono margini di interesse o non staccano cedole, come appunto l'oro e i metalli preziosi. I prezzi dell'**argento** hanno seguito l'oro al rialzo, addirittura esprimendo una loro forza intrinseca e non solo (come abitualmente accade) in scia alla dinamica dell'oro. Il grafico del rapporto oro/argento mostra infatti che il movimento avuto dalle quotazioni dell'argento è intrinseco e questo lo rende qualitativamente più robusto. Sostanzialmente nulla è invece cambiato su **platino e palladio**: il deterioramento del quadro macroeconomico grava sulle prospettive di domanda, almeno nel breve. La domanda di entrambi i metalli, nella seconda parte dell'anno, sarà probabilmente debole, in linea con le attese non particolarmente alte sulle vendite del settore automobilistico. Nel medio-lungo termine si consolida la prospettiva rialzista e differenziata, legata ai cambiamenti ecologici previsti nei trasporti che stimolano la domanda, una dinamica che finirà per scontrarsi con gli scarsi investimenti minerari ed esplorativi per tutti i metalli, che rendono sottile l'offerta disponibile.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale: le incertezze di breve sono molte ma la domanda di asset "non remunerativi" potrebbe supportare il rialzo, a medio termine, se i tassi torneranno a scendere. La tensione sui prezzi dell'oro resta costante ma di dimensione contenuta e questo consente a tutto il comparto (e all'oro) di rimanere su livelli alti. Lo scenario resta incerto: l'inflazione rallenta eppure prevale la convinzione che il ciclo di inasprimento della politica monetaria sia vicinissimo a concludersi, in tal senso la tornata di banche centrali di luglio/agosto sarà fondamentale; la delusione per la scarsa forza dell'economia in Cina si rafforza ad ogni dato pubblicato e la recessione minaccia tutte le grandi economie. Un quadro che, in generale, sta già sostenendo i prezzi dei Preziosi. Nel medio-lungo termine poi, se si aggravassero ancora le prospettive sulla crescita economica e le banche centrali dovessero rapidamente rivedere in senso espansivo la propria politica monetaria, le prospettive di rialzo degli asset "non remunerativi" ne risulterebbero rafforzate.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Oro (\$)	1.977,6	1.945,0	1.976,0	1.996,0	1.923,0	1.900,0
Argento (\$)	25,2	23,3	23,9	24,1	23,7	24,0
Platino (\$)	977,9	1.002,5	1.062,5	1.087,5	1.035,0	1.100,0
Palladio (\$)	1.311,9	1.480,0	1.420,0	1.415,0	1.500,0	1.500,0

Fonte: consenso Bloomberg

Performance di medio termine

	19.07.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.247,4	-1,5	2,8	17,9	8,2
Oro (\$)	1.977,6	-1,4	2,7	16,1	8,5
Argento (\$)	25,2	-0,4	5,1	34,0	4,9
Platino (\$)	977,9	-10,8	-6,5	13,1	-9,0
Palladio (\$)	1.311,9	-17,5	-24,4	-29,9	-26,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

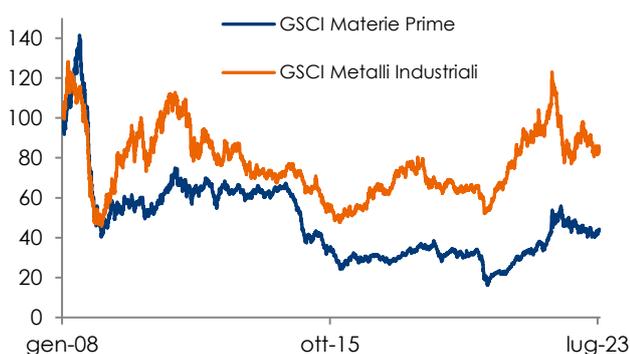
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Oro (\$)	1.977,6	1.975	1.970	-	1.955	1.970
Argento (\$)	25,2	24,8	25,0	-	24,1	25,3
Platino (\$)	977,9	1.040	1.075	-	1.035	1.100
Palladio (\$)	1.311,9	1.300	1.350	-	1.420	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: deboli nel breve ma destinati a risalire

I timori di rallentamento economico frenano i prezzi nell'immediato ma resta valido lo scenario di probabile recupero nel medio-lungo periodo. Scenario sui Metalli sostanzialmente immutato, con la divergenza di prospettive tra breve e medio-lungo termine che resta al centro del quadro. Nell'immediato, i timori di un rallentamento del ciclo economico globale alimentano il ribasso del comparto. Pesa in maniera determinante la presa di coscienza che gli effetti delle riaperture cinesi premeranno sulla domanda di metalli nella seconda parte del 2023, ma in maniera più sfumata e certamente al di sotto di quanto atteso in precedenza. Ribadiamo invece il nostro scenario di moderato ottimismo nel medio-lungo termine, legato al probabile squilibrio che si manifesterà fra domanda e offerta di metalli. Allo stato attuale, il mercato fisico dei metalli e la sua struttura produttiva appaiono del tutto impreparati alla prospettiva di una prossima ripresa globale; non c'è traccia dei significativi investimenti necessari per attuare la transizione energetica o volti a creare catene di approvvigionamento più robuste, in vista della straordinaria richiesta che rischia di manifestarsi. La sottovalutazione di questo scenario può rappresentare un significativo rischio inflazionistico per l'economia globale, quando questo insieme di elementi premerà inevitabilmente sui prezzi dei Metalli, soprattutto nel momento in cui la richiesta diverrà pressante.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.07.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.419,0	-2,2	36,8	27,7
GSCI Industriali	1.553,5	-7,3	-6,4	22,6
Rame (\$)	8.429,0	0,7	-9,7	37,1
Alluminio (\$)	2.190,5	-7,9	-11,2	8,0
Zinco (\$)	2.344,5	-21,9	-20,8	-9,5
Nickel (\$)	20.907,0	-30,4	11,9	54,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: Pechino interviene a sostegno di imprese e mercato immobiliare, a fronte di una ripresa post-Covid ancora vacillante. L'economia cinese ha perso slancio nel secondo trimestre, con il **prodotto interno lordo** in espansione dello 0,8% t/t rispetto al +2,2% t/t registrato nel primo trimestre. L'economia è cresciuta del 6,3% a/a (contro aspettative del 7,3%), principalmente per via del basso effetto base registrato rispetto allo scorso anno, quando molte grandi città erano rimaste bloccate per un lungo periodo di tempo a causa della pandemia. Secondo i nuovi dati pubblicati a luglio dal National Bureau of Statistics, le **esportazioni** a giugno sono diminuite dell'8,3% a/a e le **vendite al dettaglio** si sono mostrate deboli (+3,1%, in forte flessione rispetto al +12,7% di maggio). La **produzione industriale** di giugno è aumentata del 4,4% a/a, registrando una variazione migliore delle attese (+2,7%). Gli **investimenti immobiliari** sono diminuiti del 7,9% nella prima metà dell'anno rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente (-7,2% a maggio), con le vendite di immobili commerciali in calo del 5,3%. Gli investimenti privati si sono contratti lievemente (-0,2%) nel primo semestre, mentre gli investimenti in infrastrutture, utilizzati dal Governo per stimolare l'economia, sono cresciuti del 7,2% a/a. La **disoccupazione** tra i 16 ed i 24 anni ha raggiunto un nuovo massimo (21,3%), mentre il tasso calcolato sull'intera forza lavoro è rimasto stabile al 5,2%. La debolezza della spesa interna è stata evidenziata anche dai dati sull'**inflazione** della scorsa settimana, che hanno mostrato un quadro deflattivo, con i prezzi all'industria già in territorio negativo. Alla luce di tale contesto, la Cina sta preparando nuove misure di sostegno per l'economia, in particolare per il settore immobiliare, in forte crisi. Le autorità di regolamentazione finanziaria, inclusa la banca centrale del paese, hanno intensificato la

pressione sugli istituti finanziari per facilitare le condizioni di credito nei confronti delle società immobiliari, incoraggiandoli ad allungare i prestiti in essere. L'obiettivo è garantire la consegna delle abitazioni attualmente in costruzione, finanziandole con prestiti già in essere e non nuovi. Un esempio è rappresentato dai prestiti fiduciari in scadenza entro la fine del 2024, che otterranno un'estensione di un anno della scadenza originariamente stabilita per il rimborso, di fatto fornendo liquidità più a lungo di quanto inizialmente previsto. Sono attese, inoltre, politiche di sostegno dirette a rafforzare la fiducia delle imprese e delle famiglie.

Rame: si rafforzano le previsioni di forte deficit per il mercato fisico. Si rinforza lo scenario che vede il mercato fisico del rame in strutturale deficit di offerta. La transizione energetica globale verso tecnologie a basse emissioni dovrebbe esercitare un impatto positivo sul consumo di rame nei prossimi anni, ma l'offerta risulterà decisamente sottodimensionata rispetto alla domanda.

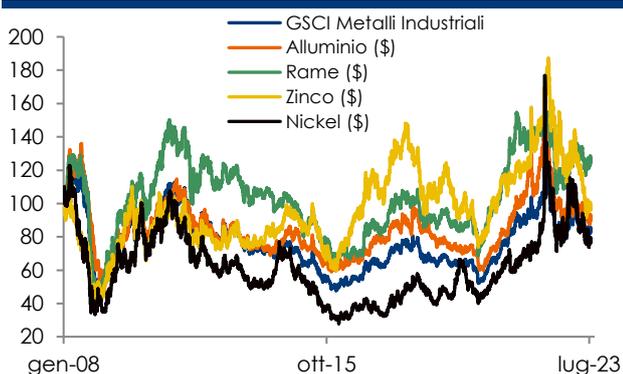
Alluminio: i costi dell'elettricità pesano sul sistema produttivo, stimolando il riciclo del metallo.

Anche per l'alluminio aumentano i timori per la domanda, come conseguenza della delusione sulla richiesta cinese nel post-Covid: le quotazioni sono rimaste su livelli bassi. La situazione di breve, però, rischia di rappresentare solo lo scenario iniziale di un grosso deficit sul mercato fisico.

Il basso livello delle scorte è il primo elemento che riteniamo possa consentire un recupero dei prezzi nel medio periodo. **Zinco: permane lo scenario di recupero nel medio termine.** I prezzi dello zinco hanno registrato fortissimi movimenti in questi primi mesi estivi, a seguito di una serie di eventi che hanno minato la struttura produttiva del settore.

Si aggrava, dal punto di vista industriale, la già allarmante situazione europea dove, nonostante il calo del costo del metano e una marginale riduzione della bolletta elettrica, continua a ridursi la produzione di zinco. Nel medio-lungo termine, anche lo zinco sarà investito (anche se solo marginalmente) dalla domanda derivante dalla transizione green e per questo motivo è probabile che le quotazioni possano beneficiarne, recuperando. **Nickel: la pressione sui prezzi resta alta, fra prospettiva di forti consumi e rischi sull'offerta.** Prosegue la volatilità sui prezzi del nickel, mentre, nel lungo periodo, permangono i dubbi sulla futura domanda che verrà generata dalla transizione ecologica. Sempre con riferimento al lungo periodo, resta comunque immutata la nostra previsione di rialzo dei prezzi dovuto all'elevata domanda di metallo nel settore delle batterie, ai rischi geopolitici, all'innalzamento delle politiche protezionistiche e alle stringenti norme ecologiche per la concessione di licenze minerarie in tutto il Sud-Est asiatico.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.07.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.553,5	-7,9	-14,4	2,7	-7,3
Rame (\$)	8.429,0	-5,1	-9,6	14,2	0,7
Alluminio (\$)	2.190,5	-9,5	-16,1	-9,9	-7,9
Zinco (\$)	2.344,5	-15,7	-32,5	-22,7	-21,9
Nickel (\$)	20.907,0	-16,6	-27,3	-1,3	-30,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Immutato il nostro outlook Neutrale di breve e Moderatamente Positivo nel lungo termine.

Ribadiamo la nostra diversificazione di scenario sui Metalli. Resta altamente probabile il verificarsi di nuovi ribassi per la maggior parte delle commodity del comparto, almeno fino a quando la domanda cinese di Metalli industriali resterà sotto la media a causa dei deludenti consumi interni e delle modeste esportazioni. Resta aperta invece la questione di quanto le nuove misure di stimolo definite dal Governo, a cui si è sommato il blando taglio dei tassi operato dalla People's Bank of China lo scorso mese, incideranno sulla futura richiesta di Metalli (intesa come consumo

diretto ma anche come trasformazione interna). A fine anno, se le aspettative di ripresa economica nel 2024 si confermassero, potremmo vedere i primi tagli dei tassi di interesse da parte delle banche centrali. In tal caso, potrebbero iniziare a manifestarsi le prime pressioni al rialzo sulle quotazioni dei Metalli. Infine, nel lungo termine, la domanda di Metalli industriali è comunque destinata a crescere, stimolata dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'erosione delle riserve alimenterà la scarsità dell'offerta, resa ancor più grave dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni, premendo al rialzo sulle quotazioni e rischiando di rappresentare un altro elemento di rischio inflazionistico globale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Rame (\$)	8.429,0	8.469	8.500	8.600	8.664	8.818
Alluminio (\$)	2.190,5	2.277	2.390	2.398	2.363	2.500
Zinco (\$)	2.344,5	2.400	2.500	2.625	2.834	2.756
Nickel (\$)	20.907,0	21.400	20.534	20.667	22.730	20.878

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Rame (\$)	8.429,0	8.500	8.700	-	8.650	9.300
Alluminio (\$)	2.190,5	2.400	2.460	-	2.400	2.600
Zinco (\$)	2.344,5	2.580	2.600	-	2.700	2.750
Nickel (\$)	20.907,0	22.400	23.000	-	23.500	24.000

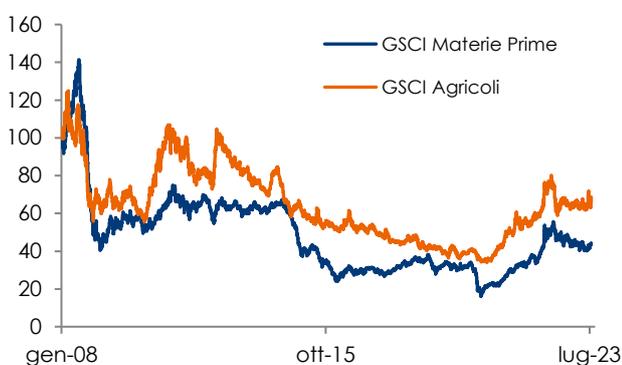
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: crescono volatilità e pressioni rialziste sugli alimenti

L'interruzione delle forniture di cereali dal Mar Nero (con conseguenti pressioni e volatilità di breve) e i rischi di eventi climatici negativi gravano sullo scenario di medio-lungo periodo.

Non cambia lo scenario sul mercato agricolo, con tutti i principali analisti e le maggiori agenzie intenti a ribadire come la maggior parte dei prodotti alimentari sia destinata a subire forti pressioni e volatilità di breve nonostante, ad esempio, l'indice FAO degli alimenti sia risultato anche a giugno in calo. Parte del motivo è il ritorno dei rischi geopolitici; a questi si sommano i timori per gli eventi meteorologici che, nel loro insieme, stanno minando un quadro che dovrebbe invece essere caratterizzato da adeguate forniture e scarsa pressione rialzista, complice anche una probabile minor domanda, dovuta al rallentamento economico globale. Nel breve termine, la mancata proroga dell'accordo sul trasporto dei cereali fra Ucraina e Russia ha nuovamente posto un elemento di rischio al centro del quadro anche se, informalmente, sembra che le trattative (al momento in cui scriviamo) stiano proseguendo sottotraccia. Si aggravano invece i timori per gli effetti del cambiamento climatico sulle produzioni agricole, dominando lo scenario di medio-lungo termine. Il fenomeno meteorologico de El Niño è probabile che possa generare condizioni meteorologiche estreme entro la fine dell'anno 2023. Questo è l'elemento che più di tutti preoccupa e che potrebbe incidere in maniera determinante sulle stime di raccolto relative alle aree agricole interessate. Anche questo mese la FAO ha rilanciato l'appello per la riduzione dell'inquinamento e l'allarme circa le conseguenze dei fattori meteorologici e le crisi alimentari che si potrebbero generare, specie nei paesi emergenti. Infine, di nuovo, non cala la tensione sui fattori produttivi: carburanti, fertilizzanti e pesticidi vedono solo modestissimi cali di prezzo, e questo è un altro elemento che continua a incidere sui costi di produzione. A ciò si aggiunge la fiammata rialzista del petrolio, dovuta alla strutturale strategia di riduzione dell'offerta da parte dei produttori; per contro, un indebolimento del prezzo del petrolio renderebbe antieconomico l'impiego di prodotti agricoli nella produzione di biocarburanti, favorendone il naturale utilizzo come derrata alimentare.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

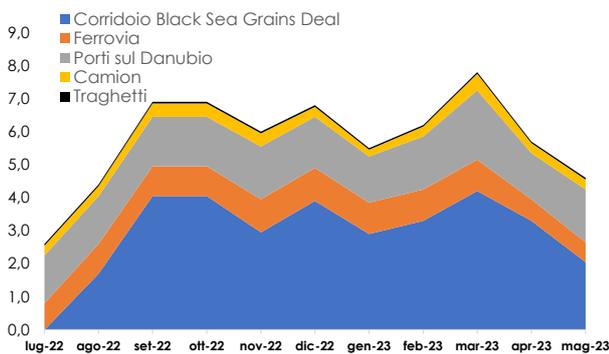
	Valore 19.07.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.419,0	-2,2	36,8	27,7
GSCI Agricoli	585,0	4,6	24,1	60,2
Mais (\$ cent)	545,5	-19,6	-4,6	53,6
Frumento (\$ cent.)	727,8	-8,1	3,9	41,0
Soia (\$ cent)	1.491,5	-1,8	3,3	75,5
Cotone (\$ cent)	85,6	2,7	-1,7	-3,0
Cacao	3.433,0	32,0	52,1	47,8
Zucchero	24,2	20,8	39,1	117,7
Caffè (arabica)	152,5	-8,9	-8,0	37,8
Caffè (robusta)	2.819,0	50,8	58,1	58,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'accordo Black Sea Grain Initiative è formalmente terminato il 17 luglio. L'accordo sui cereali nel Mar Nero, scaduto il 17 luglio, non sarà rinnovato. A sancirlo è stata una dichiarazione ufficiale del Cremlino: a determinare la decisione di interrompere il patto è la mancata attuazione delle condizioni richieste da Mosca. Il corridoio navale, pertanto, si chiude e la Turchia, in quanto "controllore" degli sbarchi a terra dei cereali, è stata avvertita che nessuna nave arriverà più ad Istanbul. La Russia lamenta che i produttori alimentari domestici soffrirebbero delle sanzioni occidentali. Inoltre, il paese non ha visto soddisfatta la richiesta di ritorno delle proprie aziende chimico-alimentari nel sistema di pagamento internazionale SWIFT, condizione essenziale per agevolare gli scambi commerciali (rigettata la proposta europea di una banca "ad hoc" che svolgesse specificamente questa funzione). Mosca chiedeva anche di riutilizzare il gasdotto per il trasporto dell'ammoniaca (di cui è sostanzialmente il maggior esportatore al mondo) attraverso

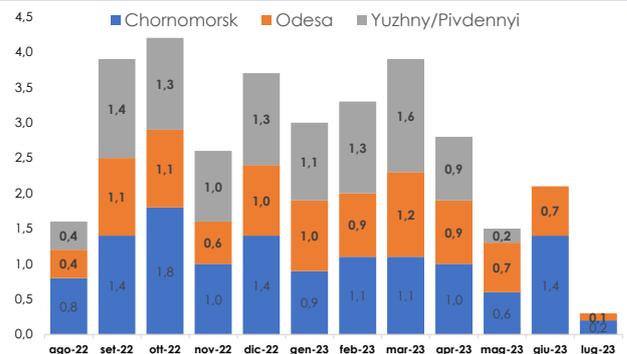
L'Ucraina, chiuso dopo l'invasione, nell'ambito delle rimostranze sui prodotti chimici (fertilizzanti, pesticidi, ecc...), che subirebbero un immotivato ostruzionismo commerciale, non essendo gravati da embargo. Proseguono peraltro le trattative informali: Turchia e Nazioni Unite restano i principali mediatori e la possibile visita di Putin (non confermata ufficialmente) al presidente Erdogan, nei primi giorni di agosto, potrebbe essere un'occasione per strappare una nuova intesa, in un colloquio diretto fra i due leader. Dall'apertura del corridoio navale nel Mar Nero sono stati esportati quasi 40 milioni di tonnellate di cereali via mare (complessivamente, anche per via terrestre, quasi 45 milioni di tonnellate): forniture alimentari che in parte hanno raggiunto i paesi maggiormente vulnerabili, allentando lo spettro di una crisi alimentare. Per questa ragione pensiamo che la situazione dovrà essere in qualche modo risolta.

Export di granaglie Ucraina (milioni di tonnellate metriche)



Fonte: UKR Agri Consult, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 31.05.2023

Export di granaglie dai principali porti dell'Ucraina sul Mar Nero



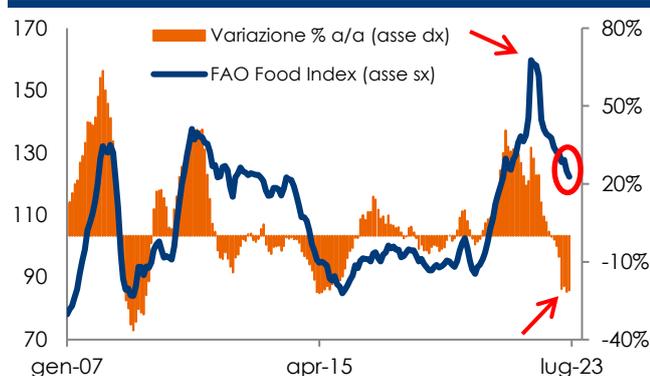
Fonte: Nazioni Unite, elaborazioni Intesa Sanpaolo; dati al 10.07.2023 espressi in milioni di tonnellate metriche

FAO: in calo l'indice dei prezzi dei prodotti alimentari a giugno. Si conferma la debole tendenza del mese di maggio per l'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari, con il ribasso trainato dalla diminuzione dei prezzi di tutti i principali cereali e della maggior parte degli oli vegetali. L'indice FAO ha registrato un valore medio di 122,3 punti a giugno (124,3 punti a maggio), in flessione dell'1,4% rispetto al mese precedente e del 23,4% rispetto al picco di marzo 2022. Nonostante la contrazione, permangono i rischi per i paesi più vulnerabili che potrebbero andare in crisi a causa degli elevati prezzi degli alimenti a livello domestico. Rispetto al mese precedente, i prezzi dei cereali sono scesi del 2,1%, sospinti dal calo delle quotazioni dei cereali secondari (-3,4%), determinato dall'aumento delle forniture di mais da Argentina e Brasile e dal miglioramento delle prospettive di produzione nelle principali aree di coltivazione degli Stati Uniti. Calano anche i prezzi internazionali del grano (-1,3%), confermando la tendenza del mese precedente, e quelli del riso (-1,2%) che a maggio avevano invece registrato una risalita. Ripiegano i prezzi degli oli vegetali (-2,4% rispetto al mese scorso) in scia alla decisa contrazione delle quotazioni degli oli di palma e di girasole, che hanno compensato gli aumenti di quelle dell'olio di soia e di colza (impattati dalle condizioni metereologiche sfavorevoli nelle principali regioni produttive). Prosegue la dinamica di riduzione dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari (fatta eccezione per il burro), con i prezzi internazionali dei formaggi che continuano a registrare un netto calo. Dopo quattro aumenti mensili consecutivi, inversione di tendenza per lo zucchero, che registra una riduzione del 3,2%. Infine, rimane sostanzialmente invariato, a giugno, l'indice FAO dei prezzi della carne. Il pollame risulta in aumento per via dell'elevata domanda di importazioni dall'Asia orientale; medesimo andamento per la carne suina, mentre sono diminuiti i prezzi delle carni bovine ed ovine, grazie alle maggiori esportazioni dall'Oceania.

FAO: produzione di cereali destinata a raggiungere volumi record. Nell'ultimo bollettino sulla domanda e sull'offerta di cereali di giugno, la FAO ha previsto un incremento dell'1,1% della produzione mondiale complessiva di granaglie (per un volume di 2.819 milioni di tonnellate). Il dato, rivisto al rialzo rispetto al mese precedente, riflette il rinnovato ottimismo sulla produzione

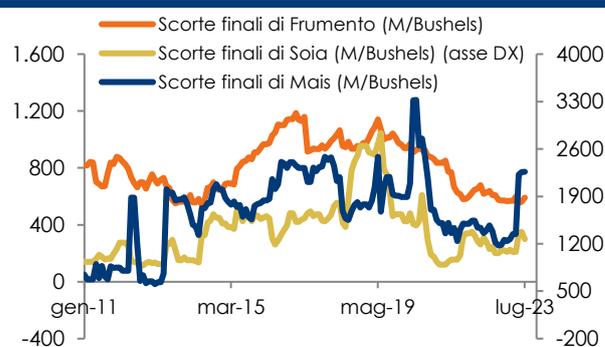
mondiale di grano (in particolare per Canada, Kazakistan e Turchia), nonostante l'output di frumento risulti ancora in calo (-2,3%) rispetto all'anno scorso (assestandosi complessivamente a 783,3 milioni di tonnellate). Per quanto riguarda la produzione di cereali secondari, questa è prevista a 1.512 milioni di tonnellate per il 2023 (+2,9% rispetto al 2022) ed in ulteriore crescita dell'1,2% nel periodo 2023-2024 (fino a quota 523,7 milioni di tonnellate). In linea con il rapporto del mese precedente, l'utilizzo di cereali a livello mondiale nel periodo 2023-2024 è previsto in espansione dello 0,9% rispetto al 2022-2023 (a quota 2.805 milioni di tonnellate), principalmente grazie all'incremento dell'uso di cereali secondari, ed in particolare del mais destinato all'alimentazione animale. Con riferimento alle scorte cerealicole mondiali, la FAO ha rivisto al rialzo le stime per il 2023-2024, prevedendo un volume di 878 milioni di tonnellate (+2,3% rispetto al periodo precedente). Alla luce di queste stime, il rapporto mondiale tra scorte ed utilizzo di cereali dovrebbe rimanere stabile al 30,6% (precedentemente previsto in marginale arretramento al 30,4%), confermando una discreta disponibilità di scorte nel corso della stagione. Le ultime previsioni sugli scambi commerciali nel 2023-2024 indicano una probabile contrazione (-0,9%) rispetto allo scorso anno, a causa della diminuzione attesa dei volumi di commercio internazionale di grano rispetto ai livelli record registrati in precedenza.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

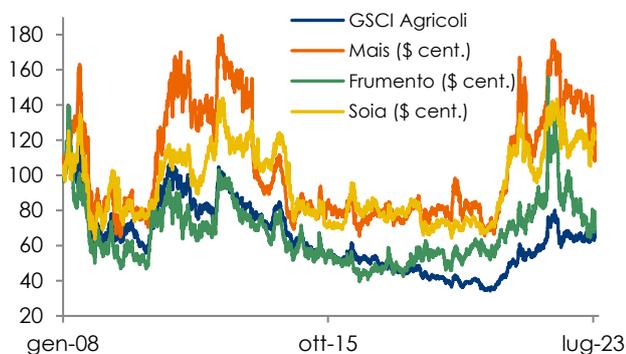


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2023)

WASDE: prospettive ribassiste, in particolare per mais e soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di luglio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha modificato le stime di giugno ma confermando la debole prospettiva per il mais e rivedendo al ribasso lo scenario per la soia. Leggermente migliorato il bilancio globale del frumento, seppure anche quest'ultimo sia destinato a vivere un altro anno di difficoltà. L'USDA si attende un leggero aumento della produzione mondiale di **mais**, rivista a 1.224,5 milioni di tonnellate per il 2023/24 (rispetto alla stima precedente di 1.222,8 milioni), in crescita del 6,4% a/a rispetto alla passata stagione, mentre le scorte iniziali dovrebbero scendere di 1,3 milioni di tonnellate, in flessione del 4%, da 297,6 a 296,3 milioni di tonnellate. Le scorte finali globali, invece, non hanno registrato variazioni rispetto al report del mese precedente, con le stime per il 2023/24 stabili a 314,1 milioni di tonnellate. Per il mercato della **soia**, la produzione globale della stagione è stimata in contrazione di 5,4 milioni di tonnellate a 405,3 milioni di tonnellate (ma pur sempre in rialzo del 9,7% a/a rispetto alla stagione scorsa), principalmente per via della riduzione dell'area di estensione dei raccolti statunitensi. Le scorte finali globali per il 2023/24 sono state ridotte da 123,3 milioni di tonnellate a 121 milioni di tonnellate (+17,6% a/a rispetto invece alla scorsa stagione): stime in linea con le aspettative del mercato, principalmente dovute al calo delle riserve degli Stati Uniti. Infine, il commercio globale di soia per il 2023/24 è stimato in calo di 3,1 milioni di tonnellate a 169,3 milioni, con le ridotte esportazioni statunitensi che si combinano con minori importazioni per Cina, Egitto, Bangladesh, Pakistan, Turchia e Thailandia. L'USDA, nel suo rapporto di luglio, ha inoltre rivisto le prospettive globali del **frumento** per il 2023/2024, con consumi in aumento ed esportazioni e scorte in

contrazione. La produzione è stimata in riduzione principalmente per UE, Argentina e Canada, ed è solo parzialmente compensata dagli incrementi di Stati Uniti e Pakistan. Ne risulta un calo di quasi 4 milioni di tonnellate ed un volume complessivo di 796,7 milioni di tonnellate, dagli 800,2 milioni delle stime precedenti (comunque +0,8% a/a rispetto alla passata stagione). Il commercio globale è previsto in calo di 1 milione di tonnellate (per un volume complessivo di 211,6 milioni), in quanto le minori esportazioni da Argentina e Canada sono controbilanciate solo in parte dalle maggiori esportazioni dalla Russia. Il consumo mondiale è visto salire di 3,3 milioni di tonnellate a 799,5 milioni (+0,7% a/a), spinto dalla crescita dell'uso residuale del grano come mangime per animali in Cina, dove le piogge al momento del raccolto (soprattutto nella provincia di Henan) hanno compromesso la qualità del grano degradandolo da uso alimentare ad utilizzo zootecnico. Le scorte finali mondiali per il 2023/24 sono viste a 266,5 milioni dai 270,7 milioni stimati nel report di giugno, in diminuzione di 4,2 milioni di tonnellate. Tale previsione rappresenterebbe il quarto calo annuale consecutivo, per una contrazione del -1% a/a rispetto al medesimo mese della scorsa stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.07.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	585,0	4,1	6,5	11,4	4,6
Mais (\$ cent.)	545,5	-17,8	-19,3	-7,9	-19,6
Frumento (\$ cent.)	727,8	9,0	-1,9	-11,2	-8,1
Soia (\$ cent.)	1.491,5	-0,4	-1,0	2,9	-1,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale: permangono le tensioni nel breve legate al rinnovo dell'accordo del Mar Nero e, nel medio-lungo termine, ai cambiamenti climatici. Resta pressoché immutato lo scenario sugli Agricoli: l'impatto del cambiamento climatico e il fallimento (alla data in cui scriviamo) dell'intesa per l'export delle granaglie nel Mar Nero restano i fattori chiave. Le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari rimangono alte: permane una pressione di base che impedisce uno storno più profondo dei prezzi, gravati anche dagli alti costi dei fattori produttivi come pesticidi, fertilizzanti e carburanti. Una minaccia, quella di una possibile crisi alimentare dovuta ad un eccessivo rincaro dei prodotti di primo consumo, che la FAO ha ribadito nel suo recente rapporto mensile, benché l'indice dei prezzi sia in realtà sceso in giugno. Non accenna a diminuire, d'altra parte, il problema della siccità globale, che si accentua anzi nell'emisfero nord, minacciando i raccolti estivi in Europa, come conseguenza della formazione del modello climatico de El Niño: si consolida così la probabilità che gli effetti negativi sulle colture già registrati la scorsa annata si ripresentino quest'anno, amplificando le pressioni rialziste sui prezzi, sia dei cereali che delle soft commodity. Questo a dispetto del fatto che El Niño abitualmente eserciti i maggiori effetti al di sopra della linea dell'Equatore, mentre molti coloniali sono coltivati in prevalenza nell'emisfero meridionale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Mais (\$ cent.)	545,5	560,0	575,0	600,0	610,0	560,0
Frumento (\$ cent.)	727,8	645,0	625,0	650,0	662,0	646,5
Soia (\$ cent.)	1.491,5	1.400,0	1.450,0	1.425,0	1.360,0	1.200,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	19.07.23	2023	2023	2024	2023	2024
Mais (\$ cent.)	545,5	570	550	-	600	550
Frumento (\$ cent.)	727,8	590	565	-	630	570
Soia (\$ cent.)	1.491,5	1.310	1.240	-	1.365	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

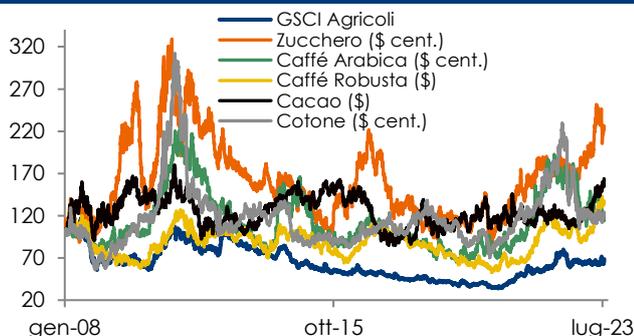
Soft commodity

Aumentano i timori per le conseguenze negative del cambiamento climatico anche nelle aree di coltura dei coloniali. I rischi di essere investiti ancora una volta dagli anomali fenomeni meteorologici verificatisi nel 2022 alimentano le preoccupazioni per la resa dei raccolti del 2023. Pur mantenendo il nostro scenario legato all'idea che la formazione de El Niño possa avere effetti più sfumati sulle soft commodity (geograficamente più diffuse nell'emisfero meridionale), il generale contesto di siccità globale e fortissimo rialzo delle temperature sta comunque gravando sui coloniali. Anche questo mese, le previsioni dei maggiori centri meteo ribadiscono la possibilità di improvvisa alternanza di forti piogge e lunghe siccità in Brasile, India, Africa e Sud Est asiatico: uno quadro aleatorio che rende difficili le stime sui raccolti delle principali colture.

Cotone: l'offerta è in contrazione ma è la scarsa domanda che rischia di deprimere i prezzi. Le ultime statistiche sulle dimensioni delle piantagioni di cotone negli Stati Uniti, in India e in Cina – i tre maggiori produttori mondiali – segnalano la volontà di tenere bassa la produzione/offerta per stimolare il rincaro dei prezzi. A preoccupare gli agricoltori è la bassissima domanda espressa dal mercato. Per il cotone, in particolare, è storicamente la domanda a dominare la dinamica dei prezzi, con il consumo di filato spesso influenzato dall'effetto sostitutivo fra i tessuti naturali e quelli acrilici, mentre le variazioni dell'offerta, a patto che non vi siano situazioni clamorose, difficilmente hanno lo stesso effetto sui prezzi. Di conseguenza, o l'economia degli Stati Uniti e quella di altri grandi paesi consumatori torna ad essere robusta, oppure difficilmente ci saranno maggiori rialzi delle quotazioni. L'economia statunitense, come quella di tutti i maggiori paesi industrializzati, è zavorrata dall'aumento dei tassi di interesse volto a contrastare l'inflazione, con una manifattura che mostra una produttività molto scarsa (se non addirittura in calo) e, conseguentemente, non in grado di esprimere una domanda tale da spingere al rialzo sui prezzi.

Zucchero: la forte riduzione delle stime sulle produzioni preme sui prezzi, in un momento della stagione commerciale in cui inizia la stipula dei contratti sui futuri raccolti. Siamo in una fase dell'anno commerciale, per lo zucchero, molto importante: è proprio nel pieno del periodo estivo che partono infatti le negoziazioni dei contratti per la stagione dolciaria, in vista del raccolto 2023-2024 che inizia circa a ottobre, a seconda delle diverse latitudini in cui sono collocate le piantagioni di canna o barbabietola. Acquirenti e produttori di zucchero stanno già facendo i conti col rincaro delle quotazioni della commodity, legato da un lato agli eventi climatici e dall'altro al rincaro dei fattori produttivi (concimi, fertilizzanti, carburanti). A causa della siccità, la produzione è in calo in tutte le aree di coltivazione mentre le scorte stanno diminuendo e premono sui prezzi, con i trasformatori della materia pronti a trasferire i costi più elevati sui consumatori. Dall'inizio dell'anno, i prezzi dello zucchero sono già saliti molto: questo perché l'India, uno dei principali esportatori, ha consegnato meno prodotto del consueto e anche le spedizioni da Pakistan e Thailandia sono state più basse delle attese. Inoltre, il recente rialzo del petrolio ha stimolato la produzione di etanolo, tornato ad essere economicamente conveniente, spostando la domanda di materia grezza destinata alla produzione di dolcificante verso quella di biocarburanti.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.07.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	585,0	4,1	6,5	11,4	4,6
Cotone	85,6	2,9	2,7	-14,6	2,7
Cacao	3.433,0	11,2	33,6	45,0	32,0
Zucchero	24,2	-4,1	22,8	29,7	20,8
Caffè (arabica)	152,5	-22,2	-1,5	-30,1	-8,9
Caffè (robusta)	2.819,0	15,4	41,0	42,3	50,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: non muta lo scenario che resta diversificato, con El Niño che potrebbe danneggiare più i raccolti di Robusta che di Arabica.

Pressoché immutato il quadro sul caffè, interessato dalle conseguenze de El Niño, ma in maniera differenziata. Le principali analisi confermano che l'impatto dei fenomeni climatici negativi potrebbe essere maggiore nei paesi che ospitano le piantagioni della varietà Robusta (come Vietnam e Indonesia), in una fase in cui i prezzi sono già saliti al livello più alto dal 2008, rendendo più complesso per i produttori ottenere una miscela economica per i consumatori. La dinamica commerciale resta quindi confermata anche questo mese: il rincaro dei prezzi al dettaglio delle miscele di caffè ha spinto i consumatori e i torrefattori a preferire la varietà Robusta rispetto all'Arabica, di maggior qualità ma anche più costosa. Di conseguenza, le forniture di Robusta non sono riuscite ad adeguarsi all'improvviso aumento della domanda. I coltivatori confermano di non riuscire a soddisfare le richieste, gravati anche dalla combinazione negativa rappresentata dai maggiori costi dei fattori produttivi (fertilizzanti, pesticidi e sementi) e dalla perdurante siccità, che ha abbassato la resa dei raccolti, contraendo l'offerta. Tutti elementi che potrebbero spingere il mercato globale del caffè in deficit per la terza stagione consecutiva.

Cacao: si rafforza lo scenario di mercato in deficit e offerta più costosa, in vista dei picchi produttivi autunnali e dei successivi consumi invernali.

Il rallentamento economico in corso e la corsa dell'inflazione, specie nei servizi (comparto in cui l'accoglienza e la ristorazione sono determinanti e di cui gli alimenti sono un fattore di costo ad altissimo impatto) hanno frenato i consumi e, di conseguenza, gravato sulla maggior parte dei coloniali ma non sul cacao. La dinamica di mercato vede una fortissima pressione sui prezzi, dovuta all'effetto combinato di una probabile offerta in calo (ma dal costo superiore) e attese di maggior recupero della domanda rispetto a quanto previsto. Come per lo zucchero, anche per il cacao le tradizionali festività di fine anno stimolano la produzione dell'industria dolciaria, accrescendone la domanda. Contratti e forniture vengono sottoscritte proprio in questo periodo dell'anno, al fine di arrivare preparati a fronteggiare i picchi produttivi autunnali e poi i successivi consumi invernali. In aggiunta, il cacao è una coltura ad alto utilizzo di fertilizzanti, altro elemento da non sottovalutare. I prezzi elevati della maggior parte dei prodotti chimici di uso agricolo, dopo l'invasione dell'Ucraina, hanno contribuito a far sì che il raccolto del 2022 fosse non solo inferiore allo stimato ma anche fra i più costosi degli ultimi anni. Circa il 75% di tutto il cacao è prodotto da soli quattro paesi dell'Africa Occidentale: Costa d'Avorio (circa il 50% della fornitura mondiale), Ghana (2° produttore al mondo) e, a maggior distanza, Camerun e Nigeria. Il rincaro dei costi produttivi e la siccità dell'anno scorso avevano già alzato i prezzi del cacao che ora vede minacciati i raccolti da El Niño. Il fenomeno statisticamente provoca condizioni più secche proprio in Africa Occidentale e, storicamente, deprime sia la produzione che la resa qualitativa del cacao. L'Africa Occidentale, inoltre, è già oggi penalizzata da una forte siccità, rendendo questo scenario ancora più negativo, con possibili ricadute rialziste (ulteriori) sui prezzi del cacao.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 19.07.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	85,6	81,5	83,0	87,5	83,0	87,5
Cacao	3.433,0	3.120	3.100	3.000	2.780	2.688
Zucchero	24,2	23,0	20,9	20,0	22,1	19,5
Caffè (arabica)	152,5	170,0	167,5	160,0	180,0	170,5
Caffè (robusta)	2.819,0	2.400	2.200	2.125	2.290	2.200

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 19.07.23	3° trim. 2023	4° trim. 2023	1° trim. 2024	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	85,6	84,0	85,0	-	84	85
Cacao	3.433,0	3.040,0	3.000,0	-	2.950	3.000
Zucchero	24,2	25,0	24,5	-	23,9	24,5
Caffè (arabica)	152,5	190	195	-	187	200
Caffè (robusta)	2.819,0	2.750	2.795	-	2.550	2.800

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 27.06.2023.

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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi