

Mensile Materie Prime

Le Commodity temono il rinvio del taglio dei tassi

**Energia: outlook Neutrale da Mod. Positivo ma i rischi restano rivolti verso l'alto**

Agli effetti dell'estensione dei tagli produttivi OPEC+ si sono sommate le nuove tensioni geopolitiche, che hanno prima premuto al rialzo sul petrolio e poi hanno lasciato spazio a un fisiologico storno. Questo non significa che la pressione si sia ridotta; non escludiamo ulteriore volatilità e nuovi slanci rialzisti, ma la previsione di un consolidamento dell'attuale dinamica resta valida. Di conseguenza, modifichiamo il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo, pur sottolineando come, nel breve, i rischi siano più rivolti verso l'alto per le quotazioni petrolifere.

**Metalli preziosi: outlook mod. Positivo, consolidano i prezzi di oro e argento**

La pressione rialzista sui Preziosi permane ma la forza del movimento sembra rallentare, pur senza esaurirsi. L'aumento dei prezzi dell'oro di queste ultime settimane è avvenuto in un contesto molto volatile, in cui la fortissima accelerazione delle quotazioni rischia di tramutarsi, nella parte centrale dell'anno, in un movimento di oscillazione in un ampio trading range. Visione simile per l'argento, trainato sostanzialmente dalla dinamica del metallo giallo.

**Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve ma pressioni rialziste ancora forti**

Il rialzo dell'ultimo mese ci spinge a una prudente previsione di consolidamento per la maggior parte dei metalli. Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine, col rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora. Molti fattori di potenziale pressione sono infatti esterni al comparto: per prime le nuove tensioni geopolitiche che rendono più incerte le condizioni di approvvigionamento, rincarano i costi produttivi, e alimentano la speculazione finanziaria.

**Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, divergenza fra granaglie e coloniali**

Scontata la riconferma del nostro scenario di costante pressione, nel breve termine. Un ulteriore aumento delle tensioni in Medio Oriente rischierebbe di generare altri rincari (per ora limitati), in particolare per le soft commodity. Non muta anche il quadro previsivo di medio-lungo termine: il cambiamento climatico che investirà le principali regioni agricole del mondo potrebbe ridurre le rese dei raccolti e alimentare ulteriori pressioni rialziste sui prezzi, al netto del rallentamento economico che, storicamente, contrae la domanda di derrate alimentari.

■ **Soft Commodity:**

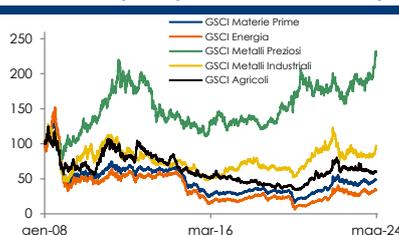
- Cotone:** il recente storno potrebbe favorire comunque un recupero dei prezzi.
- Zucchero:** nonostante gli ultimi ribassi, la dinamica rialzista potrebbe non essersi esaurita.
- Caffè:** le preoccupazioni sui raccolti in Brasile e Vietnam alimentano l'incertezza.
- Cacao:** rialzo sproporzionato dei prezzi rispetto ai reali fondamentali del comparto.

**Performance degli indici commodity**

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	22.04.24	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.755,9	12,2	-1,7	40,8
GSCI Energia	668,9	15,5	1,7	27,9
GSCI Met. Preziosi	2.618,7	13,0	19,1	74,4
GSCI Met. Industriali	1.810,2	13,1	-12,7	44,2
GSCI Prod. Agricoli	520,0	1,4	-18,7	58,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 22.04.2024

**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

23 aprile 2024 - 15:52 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

23 aprile 2024 - 15:57 CET

Data e ora di circolazione

**Outlook Settoriale\***

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

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

**Performance commodity**

(%)	2024	2023
WTI	15,6	-10,7
Brent	12,9	-10,3
Gas naturale	-28,8	-43,8
Gasolio	3,7	-18,5
Oro	12,6	-0,7
Argento	13,1	-7,7
Rame	14,8	-12,1
Alluminio	12,0	2,2
Zinco	6,4	-44,7
Nickel	18,9	-9,3
Mais	-6,7	-20,7
Frumento	-9,2	-14,9
Soia	-10,2	2,7
Caffè (arabica)	23,0	63,0
Cotone	-1,2	0,0

Fonte: Bloomberg; Dati al 22.04.24

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 22.04.2024 (salvo diversa indicazione).

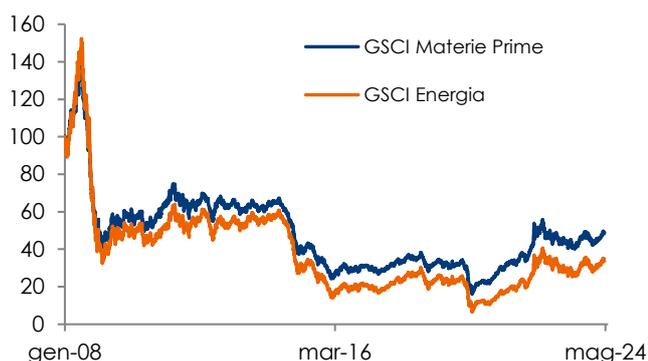
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: le tensioni incidono ma meno di quanto atteso

**Commodity: se il rallentamento economico sembra meno grave, preoccupa l'incertezza sull'attesa riduzione del costo del denaro.** I dati macroeconomici continuano a tratteggiare uno

scenario di moderato rallentamento economico, caratterizzato però da un lento processo di raffreddamento dei prezzi. Una situazione che rassicura sulla futura domanda di materie prime, attesa in calo, ma probabilmente meno di quanto ci si poteva attendere. Due sono invece gli elementi che preoccupano e rendono decisamente più incerto il futuro: le costanti tensioni geopolitiche e la rimodulazione delle attese sui tassi di interesse delle principali economie. In un solo mese la situazione in Medio Oriente si è ulteriormente aggravata invece di migliorare. Le incertezze che ne derivano investono trasversalmente diversi comparti e vanno dai rischi per l'estrazione e il trasporto del greggio e del gas naturale (vista l'importanza di quell'area), alle rinnovate paure per i trasporti marittimi commerciali sia nel sud del Mar Rosso (Stretto di Bab el-Mandeb) che nello Stretto di Hormuz. La scelta di molte compagnie navali di dirottare i traffici commerciali circumnavigando l'Africa ha fatto lievitare i prezzi di molte materie prime in ingresso nei mercati europei, in particolare le soft commodity in arrivo dal Sud Est asiatico, con impatti anche sul comparto agro-alimentare che invece esporta verso i mercati asiatici. Di contro, tolta una fisiologica volatilità sui derivati finanziari del petrolio e dei principali carburanti, l'effetto è stato più contenuto di quanto si poteva immaginare. La probabile divergenza fra le future mosse delle banche centrali e la dominanza del dollaro statunitense sono gli elementi che invece sembrano preoccupare maggiormente. La BCE è decisamente orientata (anche nella comunicazione) a ridurre i tassi a partire dalla riunione di giugno. Al contrario, la Fed sta decisamente allontanando la necessità di tagliare il costo del denaro quest'anno, alla luce della forza dell'economia e del mercato del lavoro. Un cambio di scenario che ha conseguenze importanti: gli alti tassi di interesse degli ultimi anni hanno bloccato gran parte degli investimenti in materie prime (dall'estrazione mineraria, al trasporto e alla lavorazione), iniziative che per loro natura assorbono enormi quantità di liquidità a credito. Un ulteriore rinvio della riduzione dei tassi negli USA rischia di condannare quasi tutte le commodity a uno scenario di strutturale deficit di offerta, che nel breve crea incertezza ma nel medio-lungo termine rischierà di acuire le pressioni rialziste, quando la domanda tornerà forte. In conclusione, questo insieme di elementi certamente rende meno prevedibile il futuro scenario sulle materie prime.

**GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)**



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

	Valore 22.04.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.755,9	12,2	-1,7	40,8
GSCI Energia	668,9	15,5	1,7	27,9
WTI (\$)	82,9	15,6	-18,8	25,0
Brent (\$)	87,0	12,9	-18,4	16,8
Gas Naturale (\$)	1,8	-28,8	-72,6	-27,0

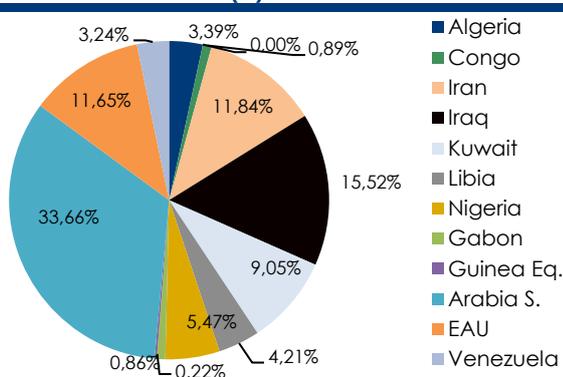
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC+: proroga dei tagli, rispetto delle quote e compattezza strategica dei produttori sosterranno il greggio almeno fino al meeting di giugno.** Il JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee) del 3 aprile scorso non ha portato sostanziali variazioni nell'azione dei produttori, limitandosi a richiamare al rispetto delle quote assegnate, con Iran e Kazakistan che hanno ecceduto nella produzione e hanno garantito di rientrare nei ranghi. La proroga dei tagli produttivi fino al 30 giugno, il ferreo rispetto delle quote e la compattezza strategica dei produttori sono tutti elementi che, a nostro avviso, sosterranno le quotazioni del greggio almeno fino al meeting di giugno. La strategia futura dei produttori verrà definita in questi mesi soprattutto da Russia e Arabia Saudita,

mai come ora alleate in un "patto di ferro" che le vede beneficiare di un mercato petrolifero sotto pressione. L'eventuale nuova linea di azione verrà delineata nel meeting OPEC del 1° giugno, quando si incontreranno i leader dei principali paesi produttori. Sono scarsi invece gli effetti delle tensioni mediorientali. Benché l'area sia fondamentale per estrazione e trasporto del greggio, il mercato sembra aver metabolizzato la situazione e assegnare una probabilità bassa di interruzione delle forniture. È evidente però che un'escalation dei conflitti nell'area muterebbe anche il nostro scenario di previsione, con rischi al rialzo per i prezzi del petrolio.

**Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA.** Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di aprile, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), prevede che la domanda mondiale possa salire a 104,5 mb/g nel 2024 (+2,2 mb/g a/a, invariato da marzo) e al massimo storico di 106,3 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da marzo). L'offerta non-OPEC dovrebbe attestarsi a 70,4 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso da 70,5 mb/g di marzo) e a 71,7 mb/g nel 2025. Si stima che il "call on OPEC", ovvero la quantità di greggio che i produttori dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, cresca da 28,5 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a, invariato) a 29,0 mb/g nel 2025 (+0,4 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 28,8 mb/g stimati a marzo). Infine, a febbraio 2024 le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi nei paesi OCSE sono diminuite di circa 26 milioni di barili, attestandosi a 2.733 milioni, corrispondenti a 59,8 giorni di copertura dei consumi. L'Agenzia internazionale per l'energia (IEA) nel suo rapporto di aprile (**OMR**), stima che la domanda globale possa crescere di 1,2 milioni di barili al giorno (da +1,3 mb/g stimati a marzo), per un consumo complessivo di 103,2 milioni giornalieri. Per il 2025 si stima un aumento di 1,1 mb/g per un consumo complessivo di 104,3 milioni giornalieri. Secondo l'IEA, la domanda globale di greggio supererà i 105 milioni di barili al giorno già nella seconda metà del 2025. L'offerta non-OPEC dovrebbe attestarsi, secondo l'IEA, a una media di 70,4 mb/g nel 2024 (+1,6 mb/g a/a, invariato) e 71,9 mb/g nel 2025 (+1,5 mb/g a/a). Si stima che la "call on OPEC" rimanga stabile a 27,3 mb/g nel 2024 (invariato da marzo) e scenda a 26,8 mb/g nel 2025 (-0,5 mb/g a/a). Infine, secondo lo Short-Term Energy Outlook (**STEO**) di aprile, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, dopo un deficit di 0,2 mb/g nel 2023 (rivisto dal precedente surplus di 0,8 mb/g stimato a marzo), il mercato dovrebbe registrare un nuovo deficit di circa 0,3 mb/g nel 2024 e poi un surplus di circa 0,3 mb/g nel 2025 (rivisto al ribasso dal surplus di 0,4 mb/g). Secondo l'EIA, l'offerta non-OPEC aumenterà a 70,4 mb/g nel 2024 (+0,8 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 70,3 mb/g) e a 72,0 mb/g nel 2025 (+1,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 71,7 mb/g). La produzione di petrolio degli Stati Uniti crescerà a 13,2 mb/g nel 2024 (+0,3 mb/g a/a) e a 13,7 mb/g nel 2025 (+0,5 mb/g a/a). L'offerta di petrolio dell'OPEC dovrebbe attestarsi in media a 26,9 mb/g nel 2024 (rivisto al rialzo rispetto ai 26,6 mb/g del mese scorso) per poi aumentare a 27,3 mb/g nel 2025 (+0,4 mb/g, rivisto al rialzo rispetto ai 27,2 mb/g di marzo).

**Produzione membri OPEC (%)**



Nota: l'Angola, pur formalmente presente, ha una quota produttiva dello 0%. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.03.2024

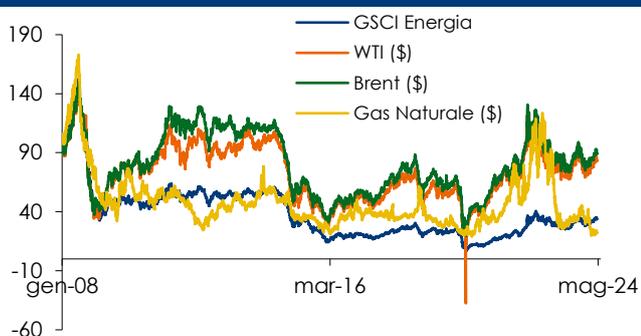
**Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori**

Dollari	Media				Stime	Stime
	2000-20	2021	2022	2023	2024	2025
Algeria	101,1	111,4	109,8	93,8	125,7	119,4
Azerbaijan	52,6	57,5	67,3	76,4	88,2	89,3
Bahrain	85	131,6	131,8	138,4	125,7	127,8
Iran	92,4	118,8	131,4	105,1	121,0	123,9
Iraq	70,9	54,2	68,5	80,4	93,8	90,0
Kazakistan	-	183,5	95,3	109,3	123,5	109,3
Kuwait	59,6	87,6	81,5	81,0	83,5	78,3
Libia	75	52,2	64,4	65,9	66,0	63,7
Oman	70,1	76,7	55,4	57,2	58,1	53,9
Qatar	45,3	47,7	46,3	46,5	43,1	40,4
Arabia Saudita	80	83,6	88,1	93,3	96,2	84,7
Turkmenistan	37,9	28,9	31,5	34,2	35,8	37,1
Emirati Arabi Uniti	50	53,0	46,6	51,6	56,7	54,3

Fonte: FMI Outlook, aprile 2024, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Gas: le tensioni in Medio Oriente hanno avuto solo blande conseguenze; resta la previsione di un fisiologico rincaro del metano, in vista del ripristino delle scorte.** Il sistema energetico europeo è rimasto stabile anche nelle ultime settimane, nonostante le tensioni in atto. I crescenti rischi geopolitici di questo mese hanno però spinto gli operatori a rivalutare la solidità delle forniture energetiche verso l'Europa, in seguito agli attacchi russi alle infrastrutture di trasporto e stoccaggio del gas in Ucraina. A questo si sono aggiunte le tensioni in Medio Oriente, che hanno evidenziato, ancora una volta, la vulnerabilità dei flussi commerciali nel Mar Rosso, ma senza generare forti rincari. L'Europa non si approvvigiona da quell'area, il cui export di GNL (metano liquefatto) è diretto soprattutto in Asia, ma è evidente che una crisi più profonda (la cui probabilità per ora appare molto esigua) avrebbe ripercussioni su tutto il sistema. La stagione invernale si è conclusa con scorte di gas sopra la media (circa il 58% delle riserve, a inizio aprile), ma ovviamente inizia ora la fase di rifornimento dei depositi, proprio in un momento in cui il principale fornitore continentale (la Norvegia) ha in corso una manutenzione straordinaria degli impianti e ha ridotto i flussi nei gasdotti. Restiamo dell'idea che i prezzi del gas possano salire dagli attuali livelli ma limitandosi a consolidare poco sopra, senza gli eccessi degli anni passati.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	22.04.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	668,9	10,2	2,2	12,2	15,5
WTI (\$)	82,9	11,4	-3,1	6,4	15,6
Brent (\$)	87,0	9,4	-3,2	6,5	12,9
Gas Naturale (\$)	1,8	-26,9	-38,8	-19,8	-28,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: la tensione sul mercato petrolifero non si ridurrà, almeno nel breve termine, ma la dinamica rialzista sembra aver ridotto lo slancio.** Agli effetti dell'estensione dei tagli produttivi OPEC+ si sono sommate le nuove tensioni geopolitiche, che hanno prima premuto al rialzo sul petrolio e poi hanno lasciato spazio a un fisiologico storno. Questo non significa che la pressione si sia ridotta; non escludiamo ulteriore volatilità e nuovi slanci rialzisti, ma la previsione di un consolidamento dell'attuale dinamica resta valida. Per questa ragione, modificiamo il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo, pur sottolineando come, nel breve, i rischi siano più rivolti verso l'alto per le quotazioni petrolifere. Dopo circa tre mesi di disagi e nonostante l'escalation fra Iran e Israele, le conseguenze delle difficoltà sui trasporti del gas naturale liquefatto nel Mar Rosso sono minime, al netto del surriscaldamento dei prezzi registrato nelle scorse settimane. Al contrario, confermiamo l'ipotesi di un possibile rincaro legato più al consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico, aggravato dal clima di tensione in essere, piuttosto che dalle oggettive difficoltà che potrebbero verificarsi nello Stretto di Hormuz. In sostanza, quello che continua a generare pressione e incertezza sul petrolio o sul metano è lo stato di massima tensione in Medio Oriente, che non accenna a diminuire, indipendentemente dai reali effetti sulle materie prime. Il complesso quadro attuale rischia, tendenzialmente, di favorire un rialzo delle quotazioni energetiche nel breve più che contenerle.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	22.04.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	82,9	80,1	80,5	79,5	79,0	75,5
Brent (\$)	87,0	84,5	84,3	84,0	83,0	79,5
Gas Naturale (\$)	1,8	2,1	2,5	3,0	2,4	3,5

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

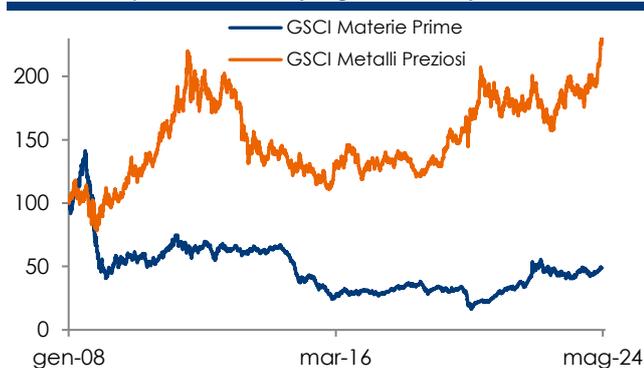
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	22.04.24	2024	2024	2024	2024	2025
WTI (\$)	82,9	74,0	77,0	76,0	76,0	74,0
Brent (\$)	87,0	78,0	81,0	80,0	80,0	78,0
Gas Naturale (\$)	1,8	2,6	2,8	3,2	2,7	3,5
TTF (€/MWh)	21,1	28,0	26,0	34,0	29,0	28,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: consolidano i rialzi ma la dinamica rallenta

**I Preziosi consolidano i rialzi sfruttando le tensioni geopolitiche mentre cambia lo scenario sulle future mosse delle banche centrali.** Dopo un 1° trimestre 2024 già caratterizzato da un deciso rialzo dei Preziosi, anche ad aprile l'oro ha inanellato una sequenza impressionante di nuovi massimi storici, sfondando quota 2.425 dollari l'oncia (12 aprile). Se le tensioni geopolitiche restano il principale motore del rialzo dei Preziosi - intercettando la necessità di beni rifugio da parte degli investitori, scossi dall'avversione al rischio - le attese sul taglio dei tassi hanno invece subito una sostanziale rimodulazione. La tornata di banche centrali di marzo aveva confermato che il taglio del costo del denaro poteva ritenersi imminente negli Stati Uniti, in Europa e in Gran Bretagna, rassicurando gli investitori; nelle ultime settimane, tuttavia, la possibile divergenza di politica monetaria fra Fed e BCE è divenuta un nuovo elemento dello scenario. La BCE è decisamente orientata (anche nella comunicazione) a ridurre i tassi a partire dalla riunione di giugno. Al contrario, la Fed sta decisamente allontanando la prospettiva di un taglio già quest'anno, alla luce della forza dell'economia e del mercato del lavoro: un messaggio che i membri del Board e lo stesso Presidente Powell hanno iniziato a veicolare con maggior decisione in tutte le occasioni disponibili. Questo fattore ha iniziato parzialmente a frenare la dinamica rialzista dei Preziosi, agevolando lo storno di oro e argento dai massimi e, di contro, favorendo il dollaro statunitense, tornato a rafforzarsi molto sia in virtù del suo ruolo di valuta rifugio che (appunto) come conseguenza dell'incertezza legata al primo taglio del costo del denaro. In aggiunta, anche i recenti segnali sul fronte dell'inflazione raffreddano l'ottimismo sulla frenata dei prezzi: la sensazione che l'inflazione, pur restando lontana dai massimi, non sia del tutto domata e rischi di rimanere più alta di quanto atteso inizia ad essere "metabolizzata" sia dal mercato che dalle banche centrali. Una prospettiva che potrebbe finire per sostenere la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto, sommandosi alle tensioni geopolitiche. Stabili invece le nostre previsioni di cauto ottimismo per i Preziosi con utilizzo maggiormente industriale: il rialzo dei prezzi è trainato, in questa fase, più del sentiment positivo prevalente per il comparto che dalla natura specifica di questi materiali. Resta peraltro valida la prospettiva di una insufficiente disponibilità futura dei metalli preziosi ad uso industriale, coinvolti nella transizione energetica e indispensabili sia nelle infrastrutture necessarie per l'elettrificazione dei trasporti che come componenti dei veicoli.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 22.04.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.755,9	12,2	-1,7	40,8
GSCI Met. preziosi	2.618,7	13,0	19,1	74,4
Oro (\$)	2.329,9	12,6	20,6	83,1
Argento (\$)	27,2	13,1	12,5	83,1
Platino (\$)	921,9	-7,1	-1,0	3,6
Palladio (\$)	1.011,1	-8,1	-57,5	-27,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Consolidano i rialzi dei Preziosi grazie all'avversione al rischio sui mercati ma aumentano i dubbi sull'attesa svolta espansiva delle principali banche centrali.

Il rialzo della quotazione dei metalli preziosi, ad oggi, è dovuto principalmente alla situazione geopolitica, alla propensione all'acquisto da parte delle banche centrali e all'aspettativa legata al taglio dei tassi di interesse di riferimento. Se i primi due fattori si consolidano e mantengono alti i livelli di oro e argento, le aspettative sui tassi (in particolare per quanto riguarda la Fed) hanno subito invece un deciso ridimensionamento e questo ha leggermente frenato la dinamica del comparto. Le costanti tensioni geopolitiche, che sembrano aggravarsi invece di risolversi, restano il principale elemento che continuerà a sostenere i Preziosi. Le banche centrali di tutto il mondo stanno acquistando

oro come mai prima d'ora, aumentando le proprie riserve ogni mese da quasi un anno, come confermano i dati del World Gold Council. La Cina è il paese che ha comprato più oro negli ultimi mesi, ma anche India, Brasile e Kazakistan sono stati forti acquirenti. Il motivo per cui questi paesi stanno acquistando oro è diversificare le proprie riserve estere, slegandole anche dalla valuta americana, storicamente detenuta come liquidità dagli istituti centrali.

L'oro ha continuato anche nel mese di aprile il movimento rialzista, segnando il nuovo massimo storico (sopra 2.400 dollari l'oncia) e svolgendo a pieno titolo il ruolo di bene rifugio per gli investitori più avversi al rischio, che lo hanno preferito al dollaro USA, anche se il biglietto verde è tornato a rafforzarsi in scia ai dubbi sul primo taglio del costo del denaro negli Stati Uniti. La domanda di oro è prevista rafforzarsi, soprattutto quando i tagli ai tassi verranno effettivamente implementati; nell'attesa, è invece più probabile un consolidamento, visti i livelli alti raggiunti dalle quotazioni (che, fisiologicamente, condurranno a una riduzione degli acquisti in attesa di uno storno dei prezzi). Negli USA l'inflazione è tornata a salire a marzo (dal 3,2% a/a al 3,5% a/a): un dato che ha destabilizzato le aspettative sulla svolta accomodante della Federal Reserve. Fino a quel momento, si presumeva che i tassi d'interesse sarebbero stati tagliati in tempi brevi. Ora questa ipotesi appare decisamente indebolita e un intervento a giugno viene ormai considerato piuttosto improbabile: il consenso indica al massimo due tagli, da 25pb, entro la fine dell'anno. La dinamica dell'argento è risultata ampiamente correlata a quella dell'oro; anche il metallo grigio ha beneficiato dell'aspettativa di un taglio dei tassi di interesse di riferimento da parte di BCE e Fed, che ne ha alimentato la domanda e aumentato il prezzo. Quando i tassi di interesse di riferimento sono elevati, è più probabile che gli investitori si dirigano su asset class sicure ma fruttifere (oro e argento non generano alcun rendimento periodico, si può solo beneficiare dei rialzi del prezzo). Di conseguenza, in questa fase di incertezza - in primis sulla Fed ma più in generale anche sulle politiche monetarie delle principali aree economiche - anche l'argento ha marginalmente rallentato la propria dinamica rialzista, pur senza interromperla; resta peraltro immutata la nostra prospettiva di possibile maggior rialzo, a lungo termine, dovuta al suo ruolo anche industriale. Tornano negative le performance di platino e palladio da inizio anno, in un contesto comunque di rallentamento macroeconomico in linea con le aspettative e come prevedibile conseguenza degli scarsi risultati del comparto automobilistico, il settore che vanta il maggior impiego industriale di questi metalli. Nel breve manteniamo una visione sostanzialmente neutrale per entrambi: la minor domanda espressa dall'industria ha sfumato i timori di possibili interruzioni di fornitura di palladio dalla Russia. Lo scenario nel medio-lungo termine resta caratterizzato dall'inasprimento delle norme antinquinamento che forzeranno il ricambio del parco auto, portando a una maggior domanda e al ritorno della pressione rialzista su entrambi i metalli, ma solo a partire dal 2025, col palladio destinato ad essere l'elemento relativamente "perdente" (essendo utilizzato nei filtri antinquinamento dei motori diesel) rispetto al platino, utilizzato invece nei veicoli a benzina o ibridi.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	22.04.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.618,7	15,7	17,7	16,4	13,0
Oro (\$)	2.329,9	15,1	18,0	17,5	12,6
Argento (\$)	27,2	21,6	17,7	8,3	13,1
Platino (\$)	921,9	2,3	2,3	-15,4	-7,1
Palladio (\$)	1.011,1	6,9	-11,0	-34,3	-8,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Outlook Moderatamente Positivo: l'accelerazione dei Preziosi permane ma la forza del movimento sembra rallentare, pur senza esaurirsi.

L'aumento dei prezzi dell'oro di queste ultime settimane è avvenuto in un contesto molto volatile, in cui la fortissima accelerazione delle quotazioni rischia di tramutarsi, nella parte centrale dell'anno, in un movimento di oscillazione in un ampio trading range. Visione simile per l'argento, trainato sostanzialmente dalla dinamica del metallo giallo. Nei prossimi trimestri, l'oro potrebbe muoversi in un vasto intervallo di prezzo, tra i 1.900 e i 2.300 dollari l'oncia, in un contesto di forti incertezze. Quello che potrebbe accadere - a fronte di una quotazione media per trimestre, comunque, su livelli molto alti e con volatilità in aumento - è che le aspettative sulla dimensione e sul reale numero dei tagli dei tassi d'interesse che verranno effettuati dalla Fed possano frenare la dinamica rialzista. Lo scenario geopolitico non sembra invece migliorare, continuando a fornire supporto a tutti i beni rifugio, mentre il mercato non smette di ipotizzare rischi maggiori su questo fronte.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.329,9	2.100,0	2.106,0	2.150,0	2.105,0	2.095,0
Argento (\$)	27,2	24,4	25,0	25,9	24,6	25,7
Platino (\$)	921,9	950,0	1.000,0	1.050,0	983,0	1.140,0
Palladio (\$)	1.011,1	1.075,0	1.050,0	1.075,0	1.059,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Oro (\$)	2.329,9	2.100	2.050	2.000	2.050	2.050
Argento (\$)	27,2	27,0	26,0	25,0	25,4	25,8
Platino (\$)	921,9	950	1.000	1.050	975	1.125
Palladio (\$)	1.011,1	1.000	1.050	1.100	1.030	1.175

Fonte: Intesa Sanpaolo

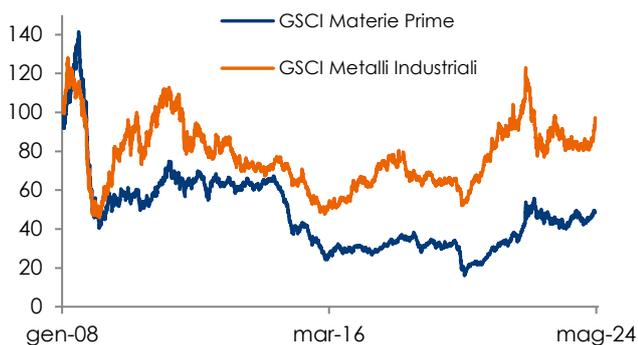
## Metalli industriali: prezzi in rialzo ma lo scenario resta incerto

**Se il rallentamento economico sembra minore del previsto, l'incertezza sui tassi di interesse grava sugli investimenti e il quadro economico in Cina, carico di luci e ombre, non favorisce il comparto.** Nonostante il recente rialzo di tutti i metalli, resta complicato lo scenario di fondo. Se il rallentamento in atto sembra meno grave del previsto, con Stati Uniti e Cina che danno segnali di forza economica, seppur con dimensioni ed intensità diversa, preoccupa la nuova incertezza sul taglio dei tassi, specie da parte della Fed. Gli alti tassi di interesse scoraggiano gli investimenti, rallentano qualsiasi politica commerciale espansiva e non consentono una programmazione a più ampio respiro, rappresentando un freno strutturale per il settore, già gravato dai dubbi sulla futura domanda. I consumi in Cina restano modesti ma in linea con il marginale recupero dell'economia, ancora penalizzata dalla crisi del settore immobiliare (il comparto a maggior assorbimento di metalli) e dalla modesta efficacia delle autorità nel concretizzare i piani di stimolo annunciati. La svolta espansiva sui tassi e l'atteso calo del costo del denaro nelle aree economiche più sviluppate appaiono tutt'altro che imminenti, alla luce delle ultime novità sul fronte del generale surriscaldamento dei prezzi e della straordinaria resilienza dell'economia statunitense. Finanziamenti onerosi, scarsi investimenti e dubbi sul ciclo economico sono tutti elementi che non fanno altro che rafforzare la dinamica interna al mercato fisico dei metalli, che vede la costante erosione delle riserve, con le imprese che evitano di rifornirsi sul mercato. In aggiunta, il calo dei costi energetici si è di fatto concluso: il petrolio resta su livelli alti, vicino ai massimi da inizio anno, e la strategia di riduzione dell'offerta, estesa dall'OPEC+ fino al 30 giugno, sembra aver ottenuto l'effetto desiderato, premendo al rialzo sui prezzi. In questo scenario già complesso si innestano le nuove tensioni geopolitiche, che ampliano l'avversione al rischio e penalizzano le asset class appunto più rischiose come i Metalli. Al contrario, le nuove restrizioni imposte da Stati Uniti e Regno Unito al commercio di alluminio, rame e nichel russi, a partire dal 13 aprile, appaiono puramente "di facciata", in quanto non impediranno alla Russia di vendere i suoi metalli, dal momento che le sanzioni non vietano a persone ed entità non statunitensi di acquistare rame, nichel o alluminio russi. Le nuove regole proibiscono la consegna di nuove forniture russe al London Metal Exchange, dove vengono fissati i prezzi di riferimento globali, nonché al Chicago Mercantile Exchange. Nel medio lungo termine, resta allarmante la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri), un fattore che rappresenta la base del nostro scenario di prudente ottimismo sui prezzi del comparto. Il deficit strutturale di offerta rischia seriamente di diventare imponente ed è destinato a esercitare una fortissima pressione rialzista sui prezzi, quando la domanda di metalli e manufatti siderurgici tornerà a salire, con conseguenze pericolose sull'inflazione che complicherebbero le strategie delle banche centrali.

**Cina: la crescita economica del 1° trimestre appare robusta ma lo scenario resta caratterizzato da luci e ombre.** L'economia cinese è cresciuta nel 1° trimestre più delle attese, benché alcuni dati abbiano mostrato che la domanda interna resta debole. Nel periodo gennaio-marzo il PIL è salito dell'1,6% congiunturale e del 5,3% a/a, a fronte di 1,4% e 4,6% del consenso, una buona notizia per il Governo che punta a chiudere l'anno con una crescita intorno al 5%. Gli investimenti in capitale fisso sono aumentati nel 1° trimestre 2024 del 4,5% a/a, gli investimenti manifatturieri del 9,9% a/a, gli investimenti infrastrutturali del 6,5% a/a, mentre gli investimenti immobiliari sono calati del 9,5% a/a. La produzione industriale a marzo è cresciuta del 4,5% a/a, contro attese del 6,0%; nello stesso mese le vendite al dettaglio sono salite del 3,1% a/a. Nel mese di marzo l'inflazione in Cina è rallentata, col CPI salito solo del +0,1% a/a dopo il +0,7% a/a di febbraio, primo dato positivo da settembre 2023 grazie alla robusta spesa durante le vacanze del Capodanno lunare. In calo il dato mensile, -1,0% m/m, a fronte del -0,5% del consenso, dopo il +1,0% precedente. Frenano ancora i prezzi alla produzione (PPI), arretrati su base mensile del -0,1% m/m, a un ritmo inferiore rispetto al -0,2% m/m precedente. Su base annua, il PPI ha segnato un calo del -2,8% a/a, in linea con le attese, a fronte del -2,7% a/a del mese precedente. Non va meglio per il mercato immobiliare: i prezzi delle nuove case sono scesi a marzo al ritmo più veloce da agosto 2015, -2,2% a/a, molto più del -1,4% di febbraio, sottolineando le fragili condizioni del settore nonostante gli sforzi di Pechino per aumentare la domanda con politiche di sostegno. La

banca centrale cinese (PBoC) ha mantenuto fermi i tassi di medio termine ad aprile (2,5%), lasciando presagire che potrebbero rimanere invariati fino alla fine del mese. Anche i tassi sui prestiti di riferimento sono rimasti invariati: i loan prime rate (LPR) a un anno e a cinque anni restano rispettivamente al 3,45% e al 3,95%. La PBoC ha annunciato inoltre di aver iniettato 100 miliardi di yuan nel sistema finanziario sotto forma di prestiti a un anno, a fronte di prestiti in scadenza per un valore di 170 miliardi di yuan, drenando così su base netta 70 mld di yuan. Si delinea così un quadro caratterizzato da luci e ombre per il primo consumatore al mondo di materie prime, che si riflette anche sulla domanda di metalli.

#### GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 22.04.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.755,9	12,2	-1,7	40,8
GSCI Industriali	1.810,2	13,1	-12,7	44,2
Rame (\$)	9.829,5	14,8	-2,8	53,4
Alluminio (\$)	2.670,5	12,0	-17,7	43,1
Zinco (\$)	2.810,2	6,4	-37,5	-2,0
Nickel (\$)	19.739,0	18,9	-40,4	59,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

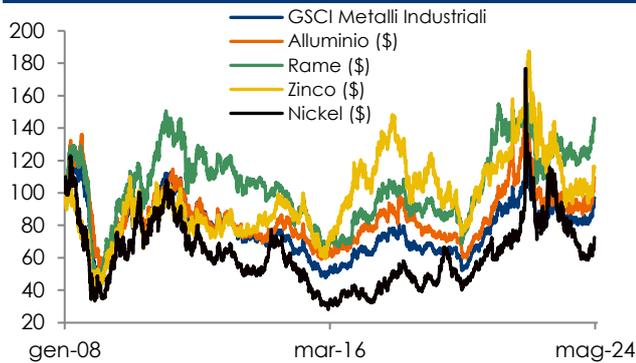
**Rame: i timori di deficit di offerta tengono alti i prezzi del rame.** La performance del rame da inizio anno ha ampliato il risultato positivo, in scia alla riduzione dell'offerta siderurgica cinese e ai timori di un possibile deficit su questo fronte. Di conseguenza, qualsiasi segnale, anche minimo, di una ripresa della domanda rischierebbe di avere un impatto significativo su un mercato già piuttosto ingessato, in cui le scorte globali sono inferiori del 41% alla media degli ultimi cinque anni, alimentando il rincaro del metallo rosso. I tagli all'attività mineraria (in modo particolare la chiusura della miniera First Quantum, situata a Panama), la ripresa del settore manifatturiero cinese e la contestuale riduzione dell'attività siderurgica del paese asiatico, così come la massiccia spesa infrastrutturale in India, sono elementi che potrebbero continuare a sostenere i prezzi, anche se la velocità e l'intensità del rialzo rischiano di sembrare eccessivi. Le raffinerie cinesi hanno infatti deciso di ridurre la produzione di metallo lavorato per evitare un inutile eccesso di offerta e come conseguenza della scarsità mineraria, che rende antieconomico approvvigionarsi sul mercato. Una posizione ufficiale presa dai soggetti che aderiscono alla China Nonferrous Metals Industry Association (CNIA). Tale decisione nasconde però qualche insidia: infatti, se da un lato ha sostenuto le quotazioni del rame, dall'altro torna a porre più di un dubbio sulla reale forza del recupero economico cinese, nonostante il buon dato del PIL del 1° trimestre. Nel medio-lungo termine, l'atteso rialzo della domanda di rame per reti elettriche e trasporti rischia quindi di trovare un mercato fisico con un'offerta largamente insufficiente e scorte ai minimi storici, amplificando la pressione rialzista sui prezzi.

**Alluminio: CBAM e Cina al centro delle dinamiche dell'alluminio.** Le scelte della Cina e le conseguenze del regolamento europeo anti-inquinamento CBAM (Carbon Border Adjustment Mechanism) restano i temi al centro del comparto. La China Nonferrous Metals Industry Association ha comunicato un calo del 30% nel volume di prodotti in alluminio esportati verso l'Unione Europea nel 2023, in coincidenza con l'avvio delle tariffe e dei dazi, legati alle emissioni di carbonio, varati dalla UE. Il sistema siderurgico cinese si trova però ad affrontare un altro problema: la prevista carenza di energia elettrica nella provincia cinese dello Yunnan, quest'anno, potrebbe rallentare il trasferimento di capacità produttiva di alluminio primario nella regione. Storicamente, è Hebei la provincia siderurgica del nord della Cina leader in termini di volumi di produzione, ma proprio su quest'ultima il Governo ha deciso un'ulteriore stretta. Il motivo

di questa decisione è la ricerca di regioni in cui sia possibile alimentare gli impianti con elettricità proveniente da fonti rinnovabili allo scopo di adeguare la produzione agli standard richiesti dai clienti occidentali, in primis la UE con la sua direttiva CBAM. Lo Yunnan si trova infatti al centro della Cina, è una regione ricca di fiumi, laghi e bacini artificiali, in grado di generare grossi volumi di energia idroelettrica. La siccità che sta colpendo l'area (stagionalmente da dicembre ad aprile) sta però rallentando il processo di trasferimento voluto da Pechino. Alle fonderie di alluminio primario dello Yunnan è stato così ordinato di ridurre il consumo di energia elettrica a partire già da novembre 2023, col risultato di ridurre la capacità produttiva dell'area di oltre 1,1 milioni di tonnellate. Si è creata così una situazione paradossale: la Cina, da un lato, non è propensa a voler rispettare nemmeno la prima fase della direttiva CBAM, che prevede solo di comunicare i volumi di gas serra legati alla produzione di tali manufatti ma, dall'altro lato, si trova in difficoltà anche nel rimodulare il proprio processo produttivo in modo più "green". Il quadro descritto non può che mantenere il comparto sotto pressione, oltre che alimentare il deficit di offerta di materiali quando la domanda tornerà a crescere, come conseguenza della transizione energetica prevista in Europa.

**Zinco: rallenta il recupero.** Permane il timore che il mercato globale del metallo raffinato, dopo il surplus di 204.000 tonnellate del 2023, rischi un eccesso produttivo (complice il calo della domanda) anche quest'anno. Questa aspettativa ha portato i principali operatori siderurgici a ridurre le produzioni; è emblematico il taglio del 20% del volume prodotto da Seokpo della Young Poong Corp. in Corea del Sud, dovuto alla riduzione delle forniture verso la Cina, anch'essa alle prese con un calo della domanda e quindi poco propensa ad acquistare grandi quantità di prodotto semilavorato per la sua produzione di laminati e manufatti zincati. Un altro elemento rialzista è stato il temporaneo blocco imposto da Glencore Plc alla propria miniera di zinco e piombo in Australia. Tutti questi fattori hanno alimentato il rincaro del metallo ma ora sono stati metabolizzati dal mercato, rallentando la dinamica rialzista delle quotazioni. Nel medio-lungo termine, anche per lo zinco resta uno scenario di possibile coinvolgimento nel processo di transizione energetica, con conseguenze positive sui prezzi. Proseguono infatti gli studi sulle batterie Ni/Zn, dispositivi ricaricabili ad alta efficienza, che impiegano un anodo in zinco e un catodo in nickel e potrebbero rappresentare una forte innovazione nel processo di accumulo di elettricità generata da fonti rinnovabili.

**Nickel: possibili prese di beneficio dopo i recenti rialzi e probabile nuovo rialzo a fine anno.** I prezzi del nickel hanno corso moltissimo da inizio anno; non escludiamo una possibile frenata di breve per poi recuperare ulteriormente a fine anno. Il mercato fisico del nickel conferma alcune dinamiche di fondo, come il persistente eccesso di offerta dovuto agli investimenti delle società cinesi in Indonesia, volti a far defluire la domanda di nickel dalla Russia verso l'Indonesia (e quindi verso la stessa Cina); una strategia fondamentale per un comparto che attende un aumento della domanda globale, nei prossimi anni, come effetto della transizione energetica. Archiviale le presidenziali indonesiane con la scontata vittoria del presidente Subianto, viene meno un possibile elemento di incertezza sulle future politiche economiche di quello che è diventato il sistema siderurgico principale nella lavorazione del nickel. Le nuove regole che vietano la consegna di nuove forniture russe di nickel al London Metal Exchange e al Chicago Mercantile Exchange non sembrano invece aver sortito alcun effetto sui prezzi di questo metallo. In conclusione, nel breve non escludiamo un possibile storno delle quotazioni del nickel, mentre le aspettative di medio-lungo termine continuano a ipotizzare un'inevitabile contrazione dell'offerta proveniente dall'Indonesia e un ritorno della domanda cinese, spinta dalle nuove misure di stimolo del Governo, supportando la nostra previsione di ulteriore recupero, anche in vista della futura pressione che eserciterà la transizione energetica.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	22.04.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.810,2	16,9	20,4	8,5	13,1
Rame (\$)	9.829,5	16,9	23,3	11,8	14,8
Alluminio (\$)	2.670,5	19,9	22,7	11,4	12,0
Zinco (\$)	2.810,2	14,9	15,5	3,9	6,4
Nickel (\$)	19.739,0	21,1	8,6	-19,4	18,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale di breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo periodo.** Il rialzo dell'ultimo mese sui Metalli ci spinge a una prudente previsione di consolidamento per la maggior parte dei metalli. Lo scenario resta carico di incognite, almeno nel breve termine, col rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora, poiché molti sono i fattori di potenziale pressione all'interno del comparto, con le nuove tensioni geopolitiche che non fanno che rendere più incerte le condizioni di approvvigionamento, rincarando i costi produttivi e alimentando la speculazione finanziaria. Immutata la nostra view rialzista nel medio-lungo periodo: il sotto-investimento strutturale a cui va incontro il settore (miniere, raffinazione, manifattura), i recenti tagli all'offerta, il probabile rialzo atteso della domanda generato dalla svolta ecologica rischiano di acuire un deficit che è già presente in gran parte dei mercati dei metalli. L'unico modo per modificare questa situazione potrebbe essere un corposo rialzo dei prezzi che stimoli la creazione di nuova offerta, possibilmente in un contesto di accesso al credito più favorevole, vista l'onerosità di qualsiasi nuova iniziativa in quest'ambito. Il primo elemento si sta verificando: le quotazioni dei metalli sono, in effetti, sorprendentemente in rialzo da inizio anno. Dubitiamo però che l'incertezza sul ribasso del costo del denaro che si è diffusa recentemente possa far concretizzare il secondo elemento di questo scenario, ovvero il rilancio degli investimenti e la creazione di nuova disponibilità di materia prima sul mercato.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	22.04.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	9.829,5	8.704	8.914	9.083	8.815	9.199
Alluminio (\$)	2.670,5	2.283	2.338	2.400	2.315	2.475
Zinco (\$)	2.810,2	2.500	2.547	2.595	2.530	2.663
Nickel (\$)	19.739,0	16.712	16.850	17.000	17.048	17.875

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	22.04.24	2024	2024	2024	2024	2025
Rame (\$)	9.829,5	8.400	8.700	8.900	8.600	9.500
Alluminio (\$)	2.670,5	2.300	2.400	2.450	2.350	2.550
Zinco (\$)	2.810,2	2.470	2.545	2.590	2.520	2.700
Nickel (\$)	19.739,0	17.100	17.500	18.100	17.400	18.500

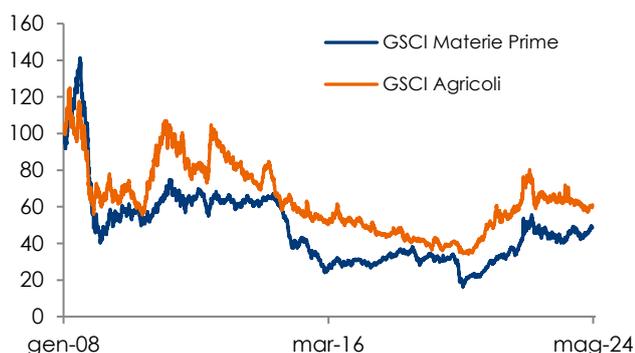
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: permane la divergenza fra granaglie e coloniali

**Consolida la divergenza di performance fra le soft commodity (quasi tutte positive), le più colpite dalle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso, e le granaglie (negative da inizio anno).**

Immutato l'insieme degli elementi che tiene sotto pressione il comparto degli Agricoli. Restano deboli, da inizio anno, le granaglie, anche se si è leggermente ridotto il negativo per il mais. Le nuove tensioni in Medio Oriente continuano ad essere al centro del quadro anche delle materie prime agro-alimentari ma, per ora, il temuto shock sulle quotazioni non c'è stato, pur rimanendo alta la pressione sul settore. Le granaglie in particolare restano deboli, almeno nel breve termine: grano, mais e soia stanno però tendenzialmente normalizzando la propria dinamica. Si temevano ripercussioni degli attacchi in particolare sulle quotazioni del grano, di cui la Russia è il primo produttore al mondo ed ha fra i suoi maggiori acquirenti proprio l'Iran, che dunque riveste il duplice ruolo di partner commerciale e alleato politico: anche in questo caso, gli effetti sono stati però pressoché nulli. Il mercato ha metabolizzato il rincaro dei noli marittimi per il trasporto di granaglie e derrate alimentari; restano tuttavia le tensioni sui prezzi. Permane anche l'evidente divergenza di impatto dei disagi nei trasporti navali che transitano nel basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb) sui prodotti agricoli coloniali in arrivo, in particolare, dal Sud-Est asiatico e diretti nei porti del Mediterraneo, rispetto alle granaglie. Oltre all'attacco dell'Iran, persiste il tema del canale di Suez, dello Yemen e delle difficoltà per le merci di transitare a pieno regime per quel tratto di mare. Nel caso del caffè, poi, costituiscono motivo di preoccupazione anche gli stock in esaurimento e il consumo in grande espansione, soprattutto in Oriente, oltre al fatto che il Vietnam è il principale produttore di caffè Robusta, insieme al Brasile, e la sua produzione arriva in Europa proprio per la rotta del Mar Rosso. Per concludere, nel breve termine confermiamo come i rischi geopolitici, i timori per il meteo avverso e la speculazione commerciale (che approfitta della possibile incertezza circa le forniture) spingano al rialzo soprattutto i prezzi al dettaglio degli alimenti, più che il costo all'origine o il prezzo medio di stipula dei contratti di fornitura. Nel medio-lungo termine, invece, più che i "venti di guerra" sono il clima, il caldo anomalo, le alluvioni e la siccità degli ultimi mesi (soprattutto nell'emisfero Sud, dove si trovano i principali produttori agricoli mondiali) a destar preoccupazione per l'equilibrio futuro del mercato alimentare globale, col rischio di maggiori rincari dei prezzi degli alimenti.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 22.04.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.755,9	12,2	-1,7	40,8
GSCI Agricoli	520,0	1,4	-18,7	58,4
Mais (\$ cent)	439,8	-6,7	-44,5	25,2
Frumento (\$ cent.)	570,3	-9,2	-46,5	30,0
Soia (\$ cent)	1.161,0	-10,2	-32,3	34,7
Cotone (\$ cent)	80,0	-1,2	-42,6	4,5
Cacao	11.166,0	166,1	345,6	376,0
Zucchero	19,8	-3,8	2,9	55,9
Caffè (arabica)	231,7	23,0	1,9	154,3
Caffè (robusta)	4.127,0	35,5	93,8	197,1

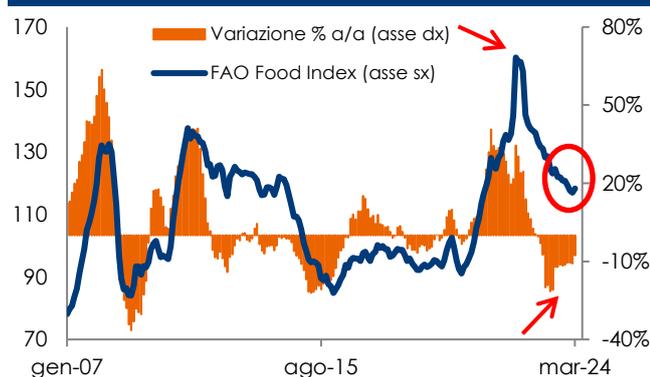
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: l'indice dei prezzi alimentari della FAO torna salire a marzo.** L'indice aggregato dei prezzi internazionali dei generi alimentari è tornato a salire dell'1,1% a marzo, il primo aumento in sette mesi, registrando una media di 118,3 punti (in rialzo di un punto dai 117,3 punti di febbraio), ma restando sempre in calo del 7,7% rispetto al valore corrispondente di un anno fa. L'aumento delle quotazioni internazionali di oli vegetali, prodotti lattiero-caseari e carne è alla base della svolta positiva dell'indice aggregato. L'indice FAO dei prezzi degli oli vegetali ha guidato l'incremento di marzo, salendo dell'8,0% rispetto a febbraio e raggiungendo il massimo ad un anno; anche le quotazioni degli oli di palma, soia, girasole e colza sono cresciute. In particolare, i prezzi dell'olio di palma sono aumentati a causa del calo stagionale della produzione nei principali paesi

produttori e della robusta domanda proveniente dal Sud-Est asiatico. I prezzi dell'olio di soia si sono ripresi dai minimi pluriennali, sostenuti dalla forte domanda proveniente dal settore dei biocarburanti, in particolare in Brasile e negli Stati Uniti. L'indice dei prodotti lattiero-caseari è aumentato per il sesto mese consecutivo: +2,9% rispetto a febbraio, guidato al rialzo dai prezzi mondiali di formaggio e burro. Anche le quotazioni della carne sono cresciute: +1,7% rispetto al mese precedente, coi maggiori aumenti per le carni di pollame, di maiale e per quelle bovine. Al contrario, l'indice dei prezzi dei cereali è diminuito del 2,6%, cumulando un ribasso del 20% rispetto al valore di marzo 2023. Il calo è stato causato dalla diminuzione dei prezzi del grano, che sono scesi a causa della massiccia mole di forniture inevase sui mercati, dovute soprattutto ai mancati acquisti (annullamento delle consegne) della Cina verso l'Unione Europea, la Russia e gli Stati Uniti. I prezzi del mais sono aumentati nel mese di marzo, in parte a motivo delle difficoltà logistiche in Ucraina, mentre quelli del riso sono scesi dell'1,7%, per effetto della debole domanda globale di importazioni. L'indice dei prezzi dello zucchero è diminuito del 5,4% rispetto a febbraio: un calo originato dalla revisione al rialzo delle stime sulla produzione di canna da zucchero delle piantagioni in India e dal miglioramento del ritmo di raccolta in Thailandia.

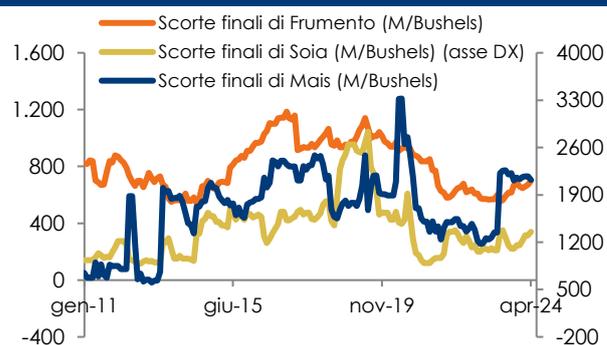
**FAO: riviste al rialzo le previsioni per la produzione mondiale di cereali.** Nel nuovo bollettino sull'offerta e la domanda dei cereali, la FAO ha alzato le previsioni per la produzione mondiale di cereali nel 2023/24 a 2.841 milioni di tonnellate, riflettendo le aspettative di maggiori raccolti di mais, riso e grano. L'utilizzo globale di cereali nel 2023/24 è fissato a 2.828 milioni di tonnellate (2.823 milioni il dato del mese scorso), con un aumento dell'1,3% rispetto al livello del 2022/23. Sale la stima anche per le scorte mondiali di cereali che, al termine della stagione 2024, dovrebbero attestarsi a 894 milioni di tonnellate, con un aumento del 2,3% già messo a segno dall'inizio dell'anno. Il rapporto scorte/utilizzo mondiale dovrebbe collocarsi al 31,0%, in marginale calo dal 31,1% indicato lo scorso mese. Si prevede che il commercio mondiale di cereali aumenterà dell'1,7% (1,3% la stima precedente) rispetto all'anno scorso fino a raggiungere 485 milioni di tonnellate nel 2023/24. La FAO ha inoltre adeguato le previsioni per la produzione globale di grano nel 2024, che ora ammonta a 796 milioni di tonnellate (rivista al ribasso da 797 milioni dello scorso mese), segnando comunque un aumento dell'1,0% rispetto al 2023. Con riferimento ai cereali secondari, la semina verrà avviata presto nell'emisfero settentrionale, mentre i raccolti sono già iniziati in quello meridionale. La FAO segnala che la produzione in Argentina potrebbe risalire dopo la crisi del 2023, dovuta alla siccità, mentre rischiano di calare i raccolti in Brasile e in tutta l'Africa meridionale.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

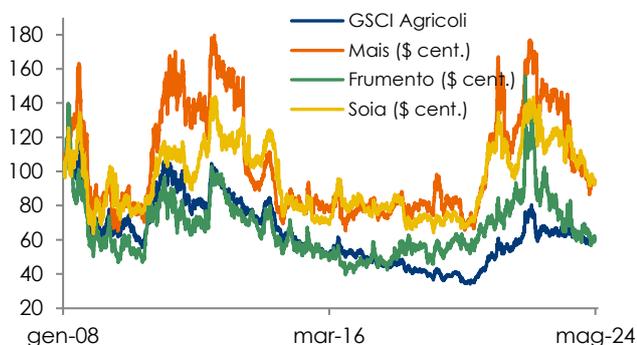


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2024)

**WASDE: il report di aprile segnala pressione sul frumento e bassa tensione sulla soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la stagione 2023/24, segnalando una certa

pressione su quelli del frumento e debolezza per quelli della soia. Secondo le previsioni dell'USDA, la produzione globale di **mais** calerà ancora di quasi 3 milioni di tonnellate a 1.227,9 mln, da 1.230,8 mln precedenti. Le riduzioni sono concentrate in Sud Africa, Argentina, Messico e Moldavia ma sono parzialmente compensate dagli aumenti attesi per l'UE e le Filippine. La produzione del Sud Africa viene ribassata a causa del protrarsi della siccità nel mese di marzo, che riduce ulteriormente le prospettive di resa dei raccolti; basse aspettative di resa colpiscono anche le produzioni di Argentina e Messico. Il raccolto di mais nell'UE è previsto aumentare riflettendo principalmente le stime di incremento di Ungheria, Polonia, Spagna e Francia, in parte compensate dai cali di Romania, Slovacchia e Bulgaria. I principali cambiamenti nel commercio globale per il 2023/24 sono rappresentati dalle possibili esportazioni inferiori per Sud Africa, India e Tanzania, a fronte di stime in aumento per la Russia. Le importazioni di mais sono viste diminuire per la UE, l'Arabia Saudita, il Bangladesh, la Thailandia, Cuba e il Kenya, ma aumentare nel caso del Messico. Le previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2023/24 vedono la produzione mondiale salire di 600.000 tonnellate, a 1.058,4 milioni dai precedenti 1.057,8 milioni, principalmente grazie alla maggiore produzione in Europa, Moldova e Pakistan. Il consumo globale di grano è cresciuto di circa 1,1 milioni di tonnellate, raggiungendo 800,1 mln dai precedenti 799 mln, a causa del maggior utilizzo alimentare, sementiero e industriale soprattutto in India, dove il Governo tenta di limitare l'inflazione dei prezzi alimentari in vista delle elezioni che inizieranno alla fine di questo mese, evitando di importare inflazione da fuori. Al contrario, l'uso zootecnico del grano è in calo sia in Russia che in Europa. Il commercio mondiale è visto crescere di 1,4 milioni di tonnellate, raggiungendo i 213,5 milioni dai precedenti 212,1 mln, con maggiori esportazioni da parte di Ucraina (+1,5 mln, a 17,5 mln complessivi) e Russia (+1 mln, a 52 mln complessivi) che compensano il calo dell'Eurozona (-2,0 mln, a 34,5 mln). Le scorte finali previste per il 2023/24 sono stimate in calo di meno di 600.000 tonnellate a circa 258,3 milioni (da 258,8 milioni), rinnovando il minimo dal 2015/16, già segnato lo scorso marzo. Infine, sul mercato della **soia** sono viste in contrazione per il 2023/24 la produzione, l'export e la macinazione mentre appaiono invariate le scorte iniziali rispetto al mese di marzo. La produzione globale di soia nel 2023/24 è calata a causa del peggioramento delle stime di raccolto per il Sud Africa, dovuto alle condizioni di siccità durante la stagione che hanno influito negativamente sulla resa delle colture; il calo globale avrebbe potuto essere maggiore ma è stato in parte compensato dalla più elevata produzione del Paraguay. L'export globale di soia per il 2023/24 è sceso di circa 500.000 tonnellate a 173,1 milioni (da 173,6 milioni) principalmente per le minori esportazioni di Stati Uniti e Sud Africa, in parte compensate dalle maggiori spedizioni del Paraguay, grazie alla già citata maggior resa del suo raccolto. Le importazioni diminuiscono per Indonesia, Russia, Algeria e Stati Uniti, ma aumentano per l'UE. Le scorte finali globali di soia sono rimaste pressoché invariate, con un aumento di quelle degli Stati Uniti controbilanciato da una diminuzione di quelle di Canada, Iran e Russia (114,3 milioni di tonnellate).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	22.04.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	520,0	2,2	-3,0	-6,3	1,4
Mais (\$ cent.)	439,8	-1,5	-10,3	-33,7	-6,7
Frumento (\$ cent.)	570,3	-4,4	-2,9	-13,8	-9,2
Soia (\$ cent.)	1.161,0	-6,3	-9,8	-21,7	-10,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Outlook Mod. Positivo: le tensioni geopolitiche riacutizzano nel breve i timori circa i trasporti lungo la tratta del Mar Rosso, mentre il cambiamento climatico resta l'elemento chiave nel lungo periodo.

Di fatto è rimasto immutato il quadro di volatilità e incertezza legato alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso. I recenti eventi, con gli attacchi reciproci fra Iran ed Israele, hanno ulteriormente alzato la pressione sui prezzi delle principali soft commodity in arrivo dal Sud-Est asiatico. Preoccupa l'impatto sull'export di prodotti agro-alimentari finiti, o freschi, dall'Europa ai mercati asiatici, che subisce i forti rincari dei costi di trasporto e vede allungarsi i tempi di consegna. Scontata la riconferma del nostro scenario di costante pressione sulle quotazioni, nel breve termine. Un ulteriore aumento delle tensioni in Medio Oriente rischierebbe di generare altri rincari (per ora limitati), per tutto il comparto agricolo ma, in particolare, per le soft commodity. Non muta anche il quadro previsivo di medio-lungo termine: gli effetti negativi del cambiamento climatico che investiranno le principali regioni agricole del mondo potrebbero ridurre le rese dei raccolti e alimentare ulteriori pressioni rialziste sui prezzi agricoli, al netto del rallentamento economico che, storicamente, contrae la domanda di derrate alimentari. Consolida il quadro sulle soft commodity che vedono in generale rafforzarsi le previsioni di assestamento dei prezzi nel breve termine (ad eccezione del cacao, su cui non escludiamo un fisiologico storno vista l'eccezionalità del rialzo) dopo i forti rialzi da inizio anno, complici le difficoltà di trasporto nel Mar Rosso. Il livello raggiunto da molte di esse inizia a destare preoccupazione e consiglia prudenza: non è da escludere un fisiologico storno, nonostante le pressioni in atto, a meno che le tensioni geopolitiche non aumentino ulteriormente, aggravando ancora di più lo scenario. Nel medio-lungo periodo saranno invece le conseguenze del cambiamento climatico sulla maggior parte dei coloniali ad alimentare il rincaro dei prezzi, sommandosi alle tensioni prevalenti in questo momento.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (cent. \$)	439,8	460,0	440,0	440,0	450,0	465,0
Frumento (cent. \$)	570,3	585,9	560,0	560,0	580,0	600,0
Soia (cent. \$)	1.161,0	1.285,0	1.250,0	1.200,0	1.245,0	1.310,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Mais (\$ cent.)	439,8	470	470	460	460	465
Frumento (\$ cent.)	570,3	620	620	605	600	615
Soia (\$ cent.)	1.161,0	1.310	1.310	1.290	1.280	1.310

Fonte: Intesa Sanpaolo

### Soft commodity

Consolida il rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity, le materie prime agricole maggiormente investite dagli effetti negativi della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso, che ha visto il calo dei transiti navali nel Canale di Suez verso i porti del Mediterraneo e che rischia di aggravarsi ulteriormente dopo le recenti tensioni fra Iran ed Israele. Nel medio-lungo termine confermiamo come siano gli effetti negativi del cambiamento climatico l'elemento di maggior rischio che potrebbe premere al rialzo sulle quotazioni dei coloniali.

### Cotone: i fondamentali non sono particolarmente positivi ma il recente storno potrebbe favorire comunque un recupero dei prezzi.

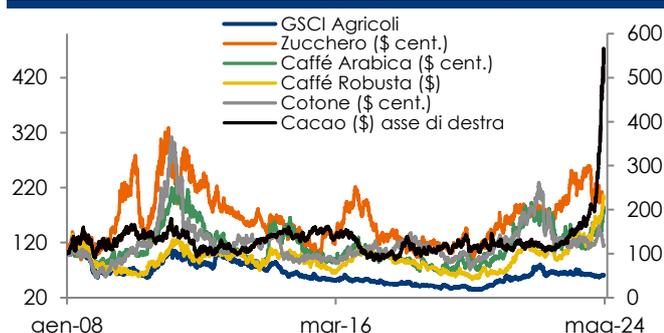
Il prezzo del cotone resta fortemente influenzato dalle notizie sulla domanda di filato e sul consumo di capi finiti, nessuna delle quali è risultata incoraggiante recentemente. I dati economici, tra cui l'inflazione, il calo dei salari reali, i prezzi delle case e le vendite di case – tutti fattori altamente correlati agli acquisti di abbigliamento – mostrano uno scarso miglioramento negli ultimi mesi. Il commercio mondiale di cotone è leggermente aumentato poiché i prezzi sono scesi sotto gli 80 centesimi di dollaro, ma questo miglioramento nelle transazioni è dovuto in massima parte proprio al calo dei costi e non ad un aumento della domanda, che è risultato invece molto marginale. Restano alte le tensioni sulle forniture di cotone che dall'India (e in generale dal Sud-Est asiatico) raggiungono i porti del Mediterraneo attraverso il Canale di Suez: un aspetto che potrebbe favorire un recupero anche più ampio, visto il livello contenuto dei prezzi della commodity, rimasta più indietro nella performance da inizio anno rispetto ad altri coloniali. Secondo l'ultimo WASDE, curato dal Dipartimento dell'Agricoltura USA (USDA) e relativo alla stagione in corso, le stime per la domanda e l'offerta

globale di cotone mostrano un aumento degli scambi e una riduzione delle scorte finali rispetto al mese scorso. La produzione e il consumo mondiali sono rimasti sostanzialmente invariati. Si prevede che il commercio mondiale possa aumentare di 700.000 balle, arrivando a quasi 44 milioni, con l'aumento di 1,3 milioni di balle importate dalla Cina solo parzialmente compensato dalle riduzioni degli acquisti di Pakistan e Indonesia. Le esportazioni di Brasile, Australia e Turchia sono viste tutte in aumento. Si prevede inoltre che le scorte finali per il 2023/24 diminuiranno di quasi 300.000 balle, poiché le minori scorte in Africa occidentale, Australia e Brasile hanno più che compensato l'aumento di quelle cinesi.

#### Zucchero: nonostante i recenti ribassi, la dinamica rialzista potrebbe non essersi esaurita.

Nonostante il recente storno delle quotazioni, la dinamica rialzista dello zucchero potrebbe aver preso solo una pausa e non essersi del tutto esaurita. Resta evidente come sia in corso un profondo cambiamento del mercato globale, caratterizzato dalle difficoltà dell'offerta nel soddisfare una domanda in costante aumento. La produzione in calo dell'India (secondo maggior produttore mondiale) è uno dei fattori che alimentano lo scenario di possibile rialzo. L'ISMA (India Sugar Mills Association) ha riportato un calo dell'output indiano nel periodo che va da ottobre a marzo stimato al -0,7% per un totale di 28,1 milioni di tonnellate a/a: una resa inferiore dei raccolti imputabile alle piogge monsoniche particolarmente scarse. L'India ha esteso le restrizioni sulle esportazioni di zucchero dal 31 ottobre fino a data da destinarsi (complice anche l'inizio delle elezioni), nel tentativo di mantenere adeguate forniture interne e non creare tensioni sociali nel paese. UNICA (Brazilian Sugarcane Industry and Bioenergy Association), l'associazione che raggruppa i rappresentanti dell'industria della lavorazione della canna da zucchero in Brasile, ha segnalato che la lavorazione della canna da zucchero è aumentata nella prima metà di marzo rispetto allo scorso anno, accompagnata da incrementi significativi nella produzione e nella vendita di etanolo. L'aumento dei prezzi del petrolio dell'ultimo mese ha infatti favorito la destinazione di maggior prodotto grezzo alla produzione di carburanti piuttosto che di dolcificante. Dall'inizio della stagione del raccolto 2023-24, la produzione totale di etanolo ha raggiunto i 33,07 miliardi di litri, segnando un notevole aumento (15,9%). Il quadro che emerge da questa situazione conferma come sia concreto il rischio di portare il mercato globale dello zucchero a un deficit stimato di 700.000 tonnellate per la nuova stagione commerciale.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	22.04.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	520,0	2,2	-3,0	-6,3	1,4
Cotone	80,0	-5,4	-4,4	2,1	-1,2
Cacao	11.166,0	144,6	202,3	252,1	166,1
Zucchero	19,8	-16,6	-27,9	-20,3	-3,8
Caffè (arabica)	231,7	20,5	40,2	19,3	23,0
Caffè (robusta)	4.127,0	21,4	60,1	67,4	35,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Caffè: le preoccupazioni sui raccolti in Brasile e Vietnam alimentano l'incertezza sul mercato.

I due principali produttori mondiali di caffè, Brasile e Vietnam, rischiano di registrare raccolti inferiori alle attese e questo sta spingendo al rialzo i prezzi (Arabica e Robusta). La regione brasiliana di Minas Gerais, l'area di coltivazione di circa il 30% della varietà Arabica in Brasile, ha registrato precipitazioni al di sotto della media storica, alimentando le preoccupazioni per i volumi e la resa qualitativa del raccolto. Anche la produzione di Robusta in Vietnam, il principale produttore mondiale di questa varietà di caffè, ha subito un calo significativo a causa della siccità. Il dipartimento dell'agricoltura vietnamita stima una flessione del 20% nella produzione per la stagione in corso, ovvero il minor raccolto (in termini di volume) degli ultimi quattro anni;

pure le esportazioni dal Vietnam sono previste in calo del 20% quest'anno. Ai timori di flessione in Brasile e Vietnam si aggiungono le tensioni sui trasporti navali nel basso Mar Rosso e i riflessi sui passaggi commerciali per il Canale di Suez (la Robusta arriva, come già accennato, dal Sud-Est asiatico), che contribuiscono ad alimentare la dinamica rialzista del caffè da inizio anno. Se le prospettive di ridotta disponibilità concorrono a sostenere ulteriormente i prezzi, sul fronte commerciale i segnali sono però misti: mentre le esportazioni vietnamite scendono, quelle brasiliane aumentano, segnalando comunque una disponibilità maggiore sul mercato (globalmente, le esportazioni risultano tuttavia solo marginalmente in crescita). In aggiunta, le scorte di caffè, sebbene abbiano recuperato dai minimi storici, rimangono a livelli piuttosto bassi: altro fattore che potrebbe supportare ulteriormente i prezzi. L'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO), nel suo ultimo report semestrale di dicembre, segnala come la produzione globale nel 2023/24 dovrebbe salire del 5,8% a/a (portandosi a 178 milioni di sacchi), tratteggiando uno scenario sui raccolti in America Latina migliore di quanto si aspetti il mercato. L'ICO ipotizza inoltre che il consumo globale di caffè nel 2023/24 aumenterà del 2,2% raggiungendo 177 milioni di sacchi, con un conseguente surplus di solo 1 milione di sacchi. Alla luce di questo scenario piuttosto incerto, indichiamo un profilo previsivo di debole consolidamento per l'Arabica e di fisiologica frenata dei prezzi per la varietà Robusta.

### **Cacao: la speculazione alimenta un rialzo sproporzionato rispetto ai reali fondamentali del comparto.**

Il livello eccessivo raggiunto dalle quotazioni appare sempre più ingiustificato rispetto ai fattori reali che hanno innescato la dinamica rialzista. La prima causa dell'ascesa del prezzo del cacao è il calo della produzione dei paesi dell'Africa occidentale, soprattutto la Costa d'Avorio e il Ghana, che sono i due principali produttori; una contrazione della produzione si sta peraltro verificando anche in Nigeria e in Camerun. Gli effetti negativi della formazione de El Niño, fra cui il forte riscaldamento delle acque superficiali dell'oceano, hanno generato un'alternanza di piogge torrenziali e periodi di forte siccità che hanno inciso sulla resa del raccolto. Alle avverse condizioni meteorologiche, che hanno danneggiato le coltivazioni, si sono aggiunte la diffusione di malattie e parassiti che hanno colpito prima le colture, nella fase della semina, e poi i baccelli, nella fase conclusiva del ciclo di maturazione, riducendo ulteriormente l'offerta. Un altro aspetto da considerare è la pressione "preventiva" sui prezzi esercitata dai compratori europei, soprattutto a causa dell'EU Supply Chain Act, una legge che prevede il divieto di importare prodotti agricoli provenienti da aree oggetto deforestazione, la cui entrata in vigore è prevista per la fine del 2024. Se l'ampia deforestazione, spesso illegale, aveva ampliato il volume di offerta e tenuto bassi i prezzi, il timore di un brusco cambio degli equilibri di mercato ha invece scatenato la corsa alle forniture. Secondo le proiezioni ICCO, l'Organizzazione Internazionale del Cacao, il rapporto tra scorte e macinazione raggiungerà quest'anno il livello più basso degli ultimi quarant'anni, aggiungendo un altro elemento di forte pressione sui prezzi. In un quadro di mercato caratterizzato, oggettivamente, da fondamentali deteriorati, si è poi innestata la speculazione, che sta approfittando di questa situazione e delle tensioni geopolitiche e sui trasporti per alimentare i rialzi. Continuiamo a pensare che l'aumento dei prezzi sia eccessivo e non rispecchi le reali difficoltà del comparto, col rischio di un forte storno delle quotazioni.

#### **Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity**

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	80,0	86,0	89,0	88,0	86,6	88,5
Cacao	11.166,0	6.507	5.600	5.000	5.588	4.483
Zucchero	19,8	22,9	23,2	22,8	22,8	21,0
Caffè (arabica)	231,7	185,0	189,1	190,0	190,5	184,0
Caffè (robusta)	4.127,0	3.350	3.100	2.800	2.740	2.326

Fonte: consenso Bloomberg

#### **Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity**

	Valore 22.04.24	2° trim. 2024	3° trim. 2024	4° trim. 2024	Anno 2024	Anno 2025
Cotone	80,0	95	91	88	92	90
Cacao	11.166,0	6.000	5.200	4.800	5.425	4.400
Zucchero	19,8	23,0	23,0	22,4	22,6	23,0
Caffè (arabica)	231,7	200	195	190	195	190
Caffè (robusta)	4.127,0	3.400	3.300	2.800	3.200	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 da Research Department di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 27.03.2024.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale, potrà essere consegnato ai clienti interessati. Sarà inoltre messo a disposizione del pubblico indistinto attraverso il sito internet Prodotti e Quotazioni ([www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com](http://www.prodottiequotazioni.intesasnpaolo.com)) e il sito di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com/it/business/mercati.html>), oltre che dei clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet della Banca (<https://www.intesasnpaolo.com>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di

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

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

### Certificazione Analisti

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

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

### Note metodologiche

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

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

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

### **Intesa Sanpaolo Research Department - Responsabile Gregorio De Felice**

#### **Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

#### **Analista Azionario**

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

#### **Analista Obbligazionario**

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Risso

#### **Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi