

Mensile Materie Prime

Le Commodity attendono il calo dei tassi americani

Energia: outlook Negativo da Neutrale ma restano i rischi rialzisti di fondo

Dopo la decisione OPEC+ di prolungare i tagli produttivi, ribadiamo come i prezzi petroliferi resteranno probabilmente sui livelli medio-alti già visti negli ultimi mesi, ma senza registrare nuovi eccessi. La tensione rialzista sembra sfumare e questo cambia il nostro outlook a Negativo da Neutrale, anche se non manchiamo di sottolineare come i rischi restino sempre più rivolti verso l'alto che verso il basso. I consumi estivi sosterranno temporaneamente i prezzi del gas.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo, si rafforza la dinamica rialzista sui prezzi

Oro e argento accentuano ancora la loro correlazione, rafforzando la dinamica rialzista, complice la frenata del dollaro USA, un asset direttamente concorrente che, indebolendosi, sta deviando i flussi di investimento difensivi dalla valuta ai Preziosi. Questi ultimi tornano così ad intercettare la maggior parte delle preferenze dei soggetti avversi al rischio. Lo scenario più probabile resta quello di una costante tensione rialzista, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza e volatilità sui mercati.

Metalli industriali: outlook Mod. Positivo da Neutrale, le quotazioni recuperano

Lo scenario si complica ulteriormente vista la delusione per l'esito del Plenum in Cina, il primo consumatore al mondo di metalli, anche se il rialzo da inizio anno resiste e i ribassi delle ultime settimane potrebbero lasciar spazio a un recupero ulteriore nella seconda parte dell'anno, complici le attese per il calo del costo del denaro e una domanda ancora robusta, coerente con un rallentamento economico non così profondo.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo da Neutrale, restano le tensioni rialziste

Il nostro approccio sul comparto degli Agricoli, nel suo insieme, torna ad essere Moderatamente Positivo da Neutrale nel breve termine, sulla base di due considerazioni. La prima riguarda le granaglie, il cui ribasso potrebbe essere prossimo ad esaurirsi e per cui ci attendiamo un fisiologico rimbalzo. La seconda concerne i coloniali, le cui tensioni rialziste non sembrano sopite e, anzi, esercitano una costante pressione.

Soft Commodity:

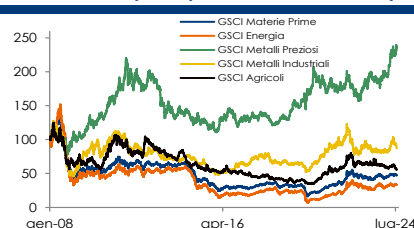
- Cotone:** consolidamento dei prezzi prima e un maggior recupero nel medio termine.
- Zucchero:** l'incertezza sulla reale dimensione dell'offerta mondiale grava sui prezzi.
- Caffè:** prezzi in calo dai massimi annuali ma permane una forte incertezza.
- Cacao:** prosegue il consolidamento dei prezzi, lontani dai massimi annuali di primavera.

Performance degli indici commodity

	Valore 22.07.24	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.617,2	8,1	0,3	46,1
GSCI Energia	653,4	12,8	-3,3	41,4
GSCI Met. Preziosi	2.692,4	16,2	39,3	60,5
GSCI Met. Industriali	1.623,6	1,4	5,8	33,9
GSCI Prod. Agricoli	478,9	-6,6	-4,6	39,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 22.07.2024

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 luglio 2024 - 16:21 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Research Department

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

23 luglio 2024 - 16:27 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. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2024	2023
WTI	11,3	-10,7
Brent	7,0	-10,3
Gas naturale	-10,5	-43,8
Gasolio	-0,9	-18,5
Oro	15,6	-0,7
Argento	20,9	-7,7
Rame	7,7	-12,1
Alluminio	-3,5	2,2
Zinco	0,9	-44,7
Nickel	-2,5	-9,3
Mais	-15,1	-20,7
Frumento	-12,7	-14,9
Soia	-13,6	2,7
Cotone	-13,4	0,0
Caffè Arabica	29,1	63,0

Fonte: Bloomberg; dati al 22.07.2024

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 22.07.2024 (salvo diversa indicazione).

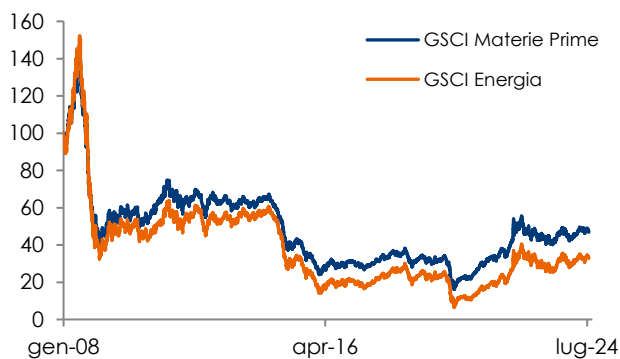
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: consolida il petrolio mentre sale la pressione sul gas

Non cambiano gli elementi di fondo sulle Commodity: l'attesa per la riduzione del costo del denaro, i dubbi sull'economia in Cina, le tensioni geopolitiche e i tagli dell'offerta petrolifera restano i fattori chiave.

Se il rallentamento economico appare meno profondo di quanto atteso, la dinamica di raffreddamento dei prezzi prosegue ma più lenta del previsto, destando ancora qualche apprensione e allungando l'attesa per la riduzione del costo del denaro negli Stati Uniti (prevista ora in autunno). Aumentano i dubbi sulla forza dell'economia in Cina, specie dopo la delusione suscitata dall'esito del Terzo Plenum del XX° Congresso del Partito Comunista in Cina. Ci si attendeva un approccio più deciso da parte dei vertici cinesi nel voler contrastare la scarsa crescita economica certificata anche dal dato sul PIL del 2° trimestre, che alimenta le incertezze sulla futura domanda di materie prime da parte del primo consumatore mondiale. Il tutto in un contesto di costanti tensioni geopolitiche (Medio Oriente, Cina-Stati Uniti, Russia-Ucraina) e di valutazione degli effetti della rinnovata strategia di contrazione dell'offerta petrolifera, decisa dai produttori nel meeting OPEC+ del 2 giugno con una coesione sorprendente. Gli alti tassi di interesse degli ultimi anni hanno ostacolato gran parte degli investimenti in materie prime (dall'estrazione mineraria, al trasporto e alla lavorazione), progetti che per loro natura assorbono moltissima liquidità presa a credito. La prospettiva di un calo del costo del denaro lento e piuttosto contenuto alimenta il nostro scenario di strutturale deficit dell'offerta, che nel breve crea incertezza ma nel medio-lungo termine rischia di acuitizzare le pressioni rialziste, quando la richiesta tornerà forte. Continua a preoccupare la situazione in Medio Oriente, anche se il mercato ha ormai parzialmente metabolizzato le tensioni in quell'area. Restano però intatte le incertezze che ne derivano e che investono indistintamente quasi tutti i comparti, andando dai rischi per l'estrazione e il trasporto del greggio e del gas naturale (vista la natura dell'area coinvolta), alle difficoltà per i trasporti marittimi commerciali sia nel sud del Mar Rosso (Stretto di Bab el-Mandeb) sia nello Stretto di Hormuz.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

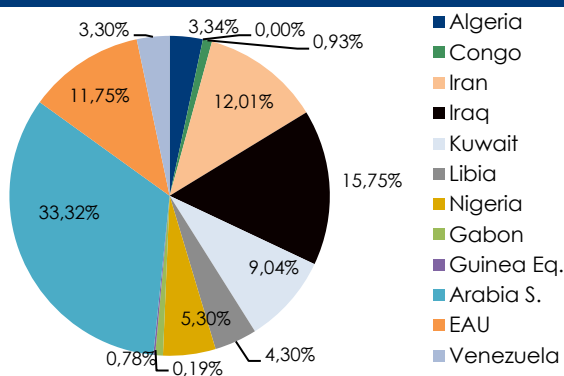
	Valore 22.07.24	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.617,2	8,1	0,3	46,1
GSCI Energia	653,4	12,8	-3,3	41,4
WTI (\$)	79,8	11,3	-15,8	40,5
Brent (\$)	82,4	7,0	-20,2	29,1
Gas Naturale (\$)	2,3	-10,5	-72,9	-2,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro mensile sul mercato petrolifero curato da OPEC, EIA e IEA. Il rapporto **MOMR** (Monthly Oil Market Report) di luglio, curato dall'Organizzazione dei paesi produttori (OPEC), conferma tutte le indicazioni di giugno (come già accaduto anche a maggio) e ribadisce che la domanda mondiale è prevista salire a 104,5 mb/g nel 2024 (+2,2 mb/g a/a, invariato da giugno) e al massimo storico di 106,3 mb/g nel 2025 (+1,8 mb/g a/a, invariato da giugno). L'offerta non-DoC (la Declaration of Cooperation, DoC, è l'insieme dei produttori OPEC più altri produttori esterni al Cartello ma strategicamente alleati dell'OPEC) dovrebbe attestarsi a 53,0 mb/g nel 2024 (+1,2 mb/g a/a, immutato) e a 54,1 mb/g nel 2025 (+1,1 mb/g a/a, immutato). Si stima che il "call on DoC", ovvero la quantità di greggio che i produttori e i loro alleati dovrebbero rendere disponibile per avere mercati in equilibrio, cresca da 43,2 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a, invariata da giugno) a 43,9 mb/g nel 2025 (+0,7 mb/g a/a, invariato). L'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA), nel suo rapporto di luglio (**OMR**), ha rivisto marginalmente il suo scenario e stima che la domanda globale possa crescere di circa 1,0 milioni di barili al giorno (sostanzialmente invariata

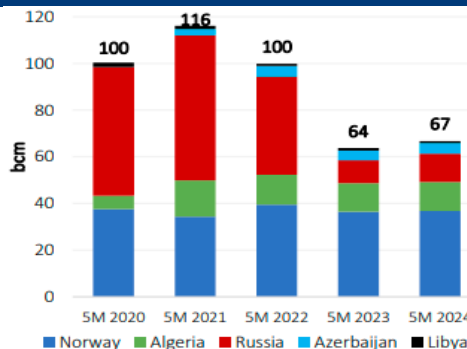
rispetto a giugno), per un consumo complessivo marginalmente inferiore e stimato a 103,1 milioni giornalieri dai 103,2 milioni del mese scorso. Per il 2025 si stima un aumento di 0,9 mb/g (-100.000 barili rispetto a giugno) per un consumo complessivo di 104,1 (da 104,2 del mese scorso) milioni giornalieri. L'IEA ribadisce, ancora una volta, che la domanda globale di greggio supererà i 105 milioni di barili al giorno già nella seconda metà del 2025. Si stima che la "call on OPEC" scenda a 27,2 mb/g (da 27,4 mb/g di giugno) nel 2024 e a 26,4 mb/g (da 26,9 mb/g di giugno) nel 2025. L'offerta non-OPEC dovrebbe salire, secondo l'IEA, a una media di circa 70,3 mb/g nel 2024 (da 70,2 di giugno) e di circa 72 mb/g nel 2025 (stima confermata). Infine, nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di luglio, a cura dell'Energy Information Administration (EIA) statunitense, è stato tratteggiato uno scenario di aumento marginale del deficit per il mercato petrolifero nel corso del 2024 di circa 500.000 barili al giorno (dai precedenti 400.000) e di 100.000 barili al giorno nel 2025, rispetto ai 200.000 previsti nel report di giugno. Il consumo mondiale crescerà di circa 1,0 mb/g (dai 1,1 mb/g stimati a giugno) attestandosi a 102 (da 103) milioni di barili giornalieri nel 2024. Nel 2025 il consumo globale è atteso a 104,7 mb/g (+1,7 mb/g) rivisto da 104,5 mb/g di giugno.

Produzione membri OPEC (%)



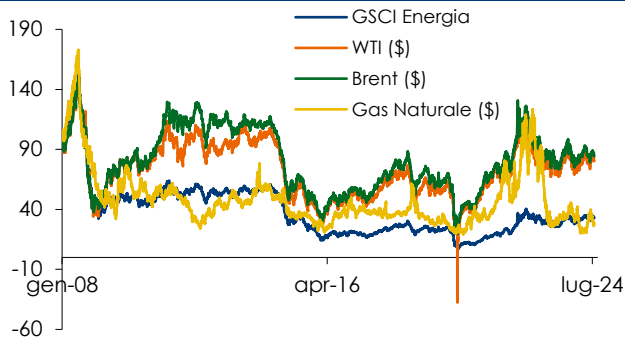
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.06.2024

Principali fornitori di gas dell'Europa nei primi 5 mesi del 2024



Nota: bcm= miliardi di metri cubi. Fonte: Gas Exporting Countries Forum – Report di Giugno 2024

Gas: il livello delle scorte europee frena la corsa del gas, mentre il ritmo degli approvvigionamenti torna regolare. Il sistema energetico europeo continua a mostrare una certa stabilità avendo superato le tensioni dovute al prolungamento delle manutenzioni in Norvegia e alla diatriba fra Austria e Gazprom. Il recente rincaro dei prezzi del gas è dovuto infatti allo stagionale rialzo delle temperature estive che porta a un maggior consumo di elettricità per il condizionamento degli ambienti, i cui picchi di domanda (spesso repentini e inattesi) vengono smussati proprio bruciando più combustibili fossili nelle centrali elettriche a ciclo combinato, evitando cali di tensione o blackout. Secondo le elaborazioni del Gas Exporting Countries Forum, dei 67 miliardi di metri cubi importati in Europa (via gasdotto) al 30 maggio, il 55% è fornito dalla Norvegia, il 19% dall'Algeria, il 18% dalla Russia e il 10% dall'Azerbaijan. Resta l'incertezza legata all'interruzione, prevista per fine anno, dei flussi russi via Ucraina per la volontà di non rinnovare l'accordo sul transito. Restiamo dell'idea che le quotazioni del gas europeo (TTF) possano registrare livelli di prezzo inferiori agli attuali solo nel 3° trimestre di quest'anno, per poi subire le stagionali pressioni rialziste nei due trimestri invernali a cavallo fra il 2024 e il 2025.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Negativo da Neutrale: si riduce la tensione sul mercato petrolifero, dopo aver metabolizzato il prolungamento dei tagli all'offerta petrolifera, e registriamo una limitata pressione anche sul gas. Dopo la decisione OPEC+ di prolungare i tagli produttivi, continuiamo a ribadire come i prezzi petroliferi resteranno probabilmente sui livelli medio-alti già visti negli ultimi mesi, ma senza registrare nuovi eccessi. La tensione rialzista sembra sfumare e questo ci porta a modificare il nostro outlook a Negativo da Neutrale, anche se non manchiamo di sottolineare come i rischi, di fondo, restino sempre più rivolti verso l'alto che verso il basso. Il mercato sembra aver largamente incorporato la rimodulazione della strategia di contenimento dell'offerta petrolifera da parte dei produttori, al netto di stime sulla domanda che restano comunque robuste sia per il 2024 che per il 2025. Infine, nonostante il consueto riempimento dei depositi al termine dell'anno termico in Europa, registriamo una limitata e temporanea pressione al rialzo sul gas, dovuta ai maggiori consumi di elettricità per il raffrescamento degli ambienti per via della calura estiva. Tuttavia, il protrarsi della crisi in Medio Oriente, che non accenna a diminuire indipendentemente dalle reali conseguenze negative sulle materie prime, ci costringe a ribadire come il complesso scenario attuale possa nascondere molte insidie. Questo potrebbe favorire quindi anche un rincaro dei costi energetici e una revisione dei nostri livelli target su petrolio e metano.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	22.07.24	2024	2024	2025	2025	2026
WTI (\$)	79,8	80,6	79,0	78,0	75,0	75,0
Brent (\$)	82,4	85,0	85,0	83,0	78,1	78,1
Gas Naturale (\$)	2,3	2,8	3,2	3,5	3,7	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

Performance di medio termine

	22.07.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	653,4	-3,7	5,4	4,5	12,8
WTI (\$)	79,8	-4,3	7,3	3,5	11,3
Brent (\$)	82,4	-6,8	3,6	1,6	7,0
Gas Naturale (\$)	2,3	24,2	-8,1	-17,0	-10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

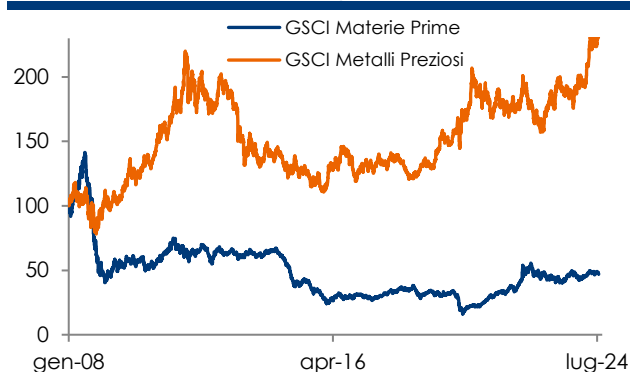
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	22.07.24	2024	2024	2025	2025	2026
WTI (\$)	79,8	78,0	76,0	75,0	74,0	73,0
Brent (\$)	82,4	81,0	80,0	79,0	78,0	76,0
Gas Naturale (\$)	2,3	3,0	3,2	3,5	3,5	4,0
TTF (€/MWh)	31,4	26,0	34,0	31,0	28,0	26,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: sostenuti dall'avversione al rischio e dalle attese sui tassi

L'avversione al rischio degli investitori, alimentata dalle tensioni geopolitiche che rendono volatili i mercati, continua a sostenere i Preziosi, in attesa del taglio dei tassi negli Stati Uniti. I Preziosi proseguono la loro corsa rialzista, sostenuti da una combinazione di preoccupazioni di mercato e timori geopolitici che continuano a spingere gli investitori a cercare rifugio negli asset più difensivi. A questi elementi si somma una nuova fase di accumulo di oro per riserve strategiche da parte delle banche centrali nei paesi emergenti. La correlazione, storicamente negativa, tra oro e dollaro americano si fa più evidente: le attese di taglio dei tassi negli Stati Uniti (in autunno) iniziano a pesare sul biglietto verde e a frenarne la corsa, favorendo il rialzo di tutti i Preziosi, e in particolare dell'oro che registra regolarmente nuovi massimi storici. Proseguono i segnali rassicuranti sul fronte della dinamica dei prezzi, anche se la sensazione è che l'inflazione, pur continuando a calare dai massimi, possa comunque restare su livelli più alti di quanto atteso. Anche questa prospettiva alimenta la richiesta di metalli preziosi come investimento a difesa del potere d'acquisto. In conclusione, in un clima di generale incertezza economica e politica, la tensione sul comparto è destinata a restare alta, sostenendo il nostro outlook Moderatamente Positivo. Parimenti, sul fronte dei metalli con usi più industriali confermiamo un cauto ottimismo. Il consolidamento dei prezzi, già da qualche mese, appare maggiormente legato più al sentiment positivo sul comparto che al reale impiego di questi materiali: auto elettriche, pannelli solari ed elettronica sono in una fase di stagnazione e non sono in grado di sviluppare una produzione manifatturiera tale da giustificare un nuovo rialzo delle quotazioni. Al contrario, nel lungo termine, un'offerta insufficiente appare come il principale elemento di tensione rialzista, quando la domanda derivante dalla transizione energetica si farà più concreta.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

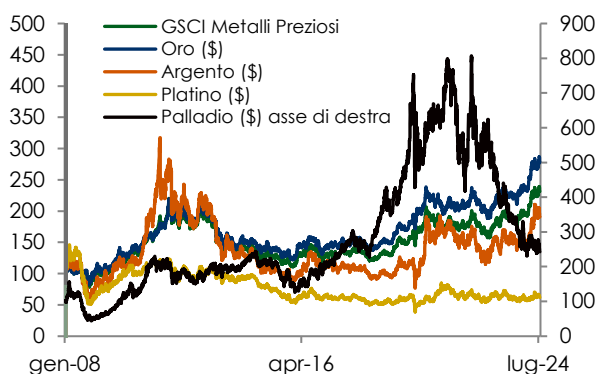
	Valore 22.07.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.617,2	8,1	0,3	46,1
GSCI Met. preziosi	2.692,4	16,2	39,3	60,5
Oro (\$)	2.393,1	15,6	38,5	68,6
Argento (\$)	29,1	20,9	56,4	77,0
Platino (\$)	949,7	-4,3	8,3	10,9
Palladio (\$)	905,5	-17,7	-55,6	-40,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Permane la pressione rialzista sui Preziosi. Continua la corsa delle quotazioni dei metalli preziosi, favoriti dalla pressione generata dalla costante crisi geopolitica e in attesa della riduzione dei tassi di interesse anche negli Stati Uniti, dopo l'iniziale divergenza fra BCE e Fed. Un ulteriore elemento di supporto per l'oro è la domanda delle banche centrali. La People Bank of China (PBoC), fra le più attive nel processo di accumulo di riserve auree negli ultimi due anni, ha aumentato le riserve di oro di circa 10 milioni di onces, un volume impressionante considerando che nei precedenti 22 anni (dal 2000 al 2022) la PBoC aveva ampliato le proprie riserve auree ufficiali di circa 50 milioni di onces. Dallo scorso febbraio, però, la banca centrale cinese ha invece gradualmente ridotto la dimensione dei propri acquisti (da 390 mila onces in febbraio, a 190 mila onces in marzo e 60 mila onces in aprile) sino ad azzerarli in maggio. Il che suggerisce che forse la PBoC ha per il momento raggiunto il proprio obiettivo di volumi di riserve auree e di diversificazione valutaria rispetto al dollaro statunitense, mentre invece prosegue l'azione di accumulo di molte altre istituzioni monetarie centrali, specie dei Paesi emergenti. La domanda di oro è prevista rafforzarsi nuovamente quando i tagli ai tassi statunitensi verranno effettivamente implementati, ma proprio l'aumento dell'incertezza sul ritmo e sulle dimensioni dei ribassi sta limitando la pressione rialzista sulle quotazioni del metallo giallo. Anche la dinamica dell'argento ha seguito quella dell'oro, rafforzando la storica correlazione fra i due metalli e

intercettando, in maniera ovviamente più sfumata, l'avversione al rischio degli investitori. Non ci attendiamo che l'argento possa seguire le orme dell'oro e tornare a segnare il suo record di circa 50 dollari l'oncia registrato nell'aprile 2011, ma riteniamo che possa mantenersi in media sopra i 30 dollari l'oncia nel 2° semestre e scambiare attorno a una media di circa 31 dollari nel 2025. Le performance di **platino** e **palladio** restano deboli da inizio anno, in un contesto di rallentamento macroeconomico meno grave di quanto ci si aspettava ma che ha inciso comunque negativamente sui risultati del comparto automobilistico, il settore che impiega maggiormente questi metalli. Nel breve, manteniamo una visione marginalmente positiva per entrambi, con un'intensificazione delle pressioni rialziste nel 2025 e 2026 grazie all'attesa accelerazione dell'economia mondiale, al probabile recupero degli investimenti in infrastrutture e transizione energetica e ai persistenti rischi all'offerta.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.07.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.692,4	2,9	18,9	20,8	16,2
Oro (\$)	2.393,1	2,7	18,2	22,0	15,6
Argento (\$)	29,1	6,4	30,3	18,2	20,9
Platino (\$)	949,7	3,9	5,4	-1,5	-4,3
Palladio (\$)	905,5	-11,4	-4,3	-29,1	-17,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: il clima di grande incertezza resta di supporto alle quotazioni dei Preziosi.

Prosegue, costante e graduale, la corsa rialzista di tutto il comparto, e in particolare dell'oro, che continua a inanellare nuovi massimi storici. Oro e argento accentuano la loro correlazione, rafforzando la dinamica rialzista, complice la frenata del dollaro USA, un asset direttamente concorrente che, indebolendosi, sta favorendo il ritorno dei flussi di investimento difensivi dalla valuta ai Preziosi, che tornano ad intercettare la maggior parte delle preferenze dei soggetti avversi al rischio. Confermiamo che lo scenario più probabile resta quello di costante tensione rialzista, con quotazioni medie trimestrali molto alte, alimentate dal clima di incertezza e da uno scenario geopolitico costantemente surriscaldato che potrebbe portare a nuovi massimi storici per l'oro.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.393,1	2.315,0	2.395,0	2.400,0	2.200,0	2.200,0
Argento (\$)	29,1	28,8	30,0	31,0	28,0	28,0
Platino (\$)	949,7	1.000,0	1.057,5	1.100,0	1.200,0	1.200,0
Palladio (\$)	905,5	980,0	1.005,0	1.080,0	1.022,0	1.022,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Oro (\$)	2.393,1	2.475	2.445	2.400	2.450	2.600
Argento (\$)	29,1	30,0	31,0	30,7	31,0	33,0
Platino (\$)	949,7	1.000	1.015	1.050	1.100	1.200
Palladio (\$)	905,5	965	975	1.020	1.070	1.170

Fonte: Intesa Sanpaolo

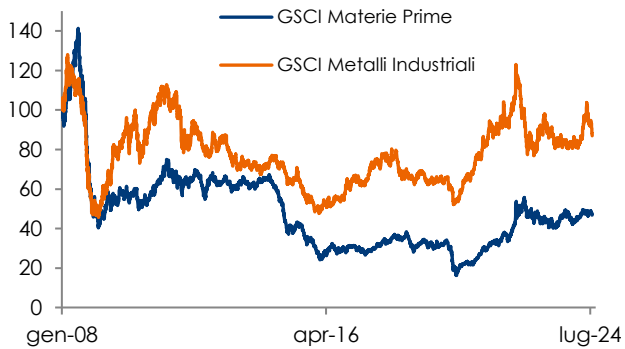
Metalli industriali: delusi dall'esito del Plenum in Cina

Continua ad essere complicato lo scenario sui metalli fra la delusione per l'esito del Plenum in Cina e l'attesa per il calo del costo del denaro negli Stati Uniti che agevolerebbe nuovi investimenti. Benché consolidi il rialzo di quasi tutti i metalli da inizio anno, lo scenario di fondo resta complicato. Sono due gli elementi che contribuiranno a rendere ancora più incerto il quadro: la delusione per l'esito del Plenum in Cina, che non fugge i dubbi sul ciclo economico, e la lunga attesa per il calo del costo del denaro in particolare negli Stati Uniti. Continua a destare preoccupazione la reale dimensione della domanda cinese di metalli. Le blande conclusioni economiche emerse dal vertice di 3 giorni (16-18 luglio) del Comitato del Partito Comunista in Cina rischiano di vanificare anche i pochi sforzi fatti dalle autorità per risolvere la lunga crisi del settore immobiliare, il principale comparto di assorbimento dei metalli. L'alto costo del denaro è il secondo elemento che preoccupa: da tempo l'elevato livello dei tassi di credito è la principale causa del forte calo delle estrazioni minerarie dovuto agli scarsi investimenti, col risultato di limitare le forniture e generare un forte squilibrio di mercato. Questo è un aspetto che rischia di aggravarsi, se in autunno non si concretizzerà la tanto attesa svolta espansiva, specie negli Stati Uniti, e che potrebbe diluire invece l'effetto positivo dovuto al minor rallentamento economico, che dovrebbe tenere comunque sostenuta la domanda di metalli anche nell'ultima parte dell'anno. Ribadiamo come, nel lungo periodo, la strutturale mancanza di investimenti (estrattivi, siderurgici e manifatturieri) resti l'elemento chiave su cui verte il nostro scenario di cauto ottimismo sui prezzi del comparto. Il deficit di offerta è in costante aumento e continuerà ad esercitare una fortissima pressione rialzista sui prezzi, specie quando la richiesta di metalli e manufatti siderurgici aumenterà come conseguenza della transizione energetica, rischiando di portare con sé anche possibili riflessi negativi sull'inflazione.

Cina: il Plenum conferma la leadership di Xi Jinping ma delude i mercati che si attendevano prese di posizione più forti in campo economico. Lo scorso 18 luglio si è chiuso il Terzo Plenum del XX° Congresso del Partito Comunista durato 3 giorni. Il Comitato politico, oltre a riconfermare la leadership del presidente Xi Jinping, ha ribadito gli obiettivi di politica economica, ad ampio raggio, già delineati in precedenza: dalla modernizzazione del complesso industriale all'espansione della domanda interna, fino al contenimento dei rischi del debito e del settore immobiliare, senza però dettagliare le fasi di attuazione. Il Plenum ha di fatto deluso ancora le aspettative dei mercati che si attendevano nuove misure ma soprattutto una maggior efficacia nell'attuazione degli aiuti già messi in campo dal Governo cinese. Questo importante appuntamento si è svolto in un momento di oggettiva incertezza per il paese asiatico: la seconda economia mondiale è cresciuta a un ritmo lento nel 2° trimestre di quest'anno, puntando quasi esclusivamente sulla produzione industriale e sulla domanda esterna, mentre il settore immobiliare e i consumi delle famiglie, colpiti dalla crisi, hanno continuato ad essere componenti di debolezza del complicato sistema cinese. La crescita del PIL ha nettamente decelerato in termini sia congiunturali (da 1,5% t/t nel 1° trimestre a 0,7% t/t nel 2° trimestre) sia tendenziali (da 5,3% a/a nel 1° trimestre a 4,7% a/a in 2° trimestre), frenata sia dall'industria che dai servizi. I dati relativi al mese di giugno segnalano che la crescita è rimasta ancora disomogenea alla fine del 2° trimestre, con qualche timido segnale di stabilizzazione degli investimenti. I consumi continuano invece a decelerare, frenati dalla bassa fiducia interna che necessiterebbe di nuove misure di supporto che, insieme a quelle già varate, potrebbero favorire un recupero della crescita nella seconda metà dell'anno. Una decisa volontà in questa direzione non è invece emersa dal Comitato politico appena conclusosi. Solo la banca centrale cinese (PBoC) prosegue la sua azione di sostegno al sistema economico, confermando la sensazione di essere l'unico soggetto realmente impegnato in questa strategia. La PBoC ha infatti tagliato il reverse repo a sette giorni di 10pb, da 1,8% a 1,7%, riducendo i costi di finanziamento e generando un blando deprezzamento dello yuan. Sono stati anche tagliati i tassi sui prestiti a 1 anno, a 3,35% da 3,45%, e a 5 anni a 3,85% da 3,95%. L'esito deludente del Plenum cinese potrebbe aver indotto la banca centrale a dare, da parte sua, un segnale forte ai mercati. Inoltre, luglio è un mese cruciale per il pagamento delle tasse in Cina e per evitare scompensi nel sistema la banca centrale ha aumentato la liquidità ai massimi da gennaio iniettando 93 miliardi di dollari nel

sistema interbancario con operazioni "reverse repo". In cima alle preoccupazioni della PBoC resta la difficile situazione del mercato immobiliare che le misure di sostegno varate dal Governo non paiono in grado di risolvere.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 22.07.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.617,2	8,1	0,3	46,1
GSCI Industriali	1.623,6	1,4	5,8	33,9
Rame (\$)	9.216,5	7,7	23,7	54,4
Alluminio (\$)	2.299,5	-3,5	-7,1	26,6
Zinco (\$)	2.664,0	0,9	-13,2	10,8
Nickel (\$)	16.190,0	-2,5	-26,8	14,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: dopo i massimi di maggio prosegue lo storno dei prezzi, alimentato dai dubbi sullo stato di salute dell'economia in Cina.

Prosegue la debolezza del rame che, dopo il massimo annuale registrato a maggio, ha iniziato un rapido storno dei prezzi che lo ha riportato sotto la soglia di 10.000. La performance del rame è scesa ancora da inizio anno, pur restando positiva. L'aumento delle preoccupazioni per il rallentamento del ciclo cinese, segnalato dal PIL del 2° trimestre, e la delusione per la farraginosità delle decisioni economiche emerse dal Terzo Plenum del XX° Congresso in Cina hanno alimentato la debolezza del rame. La Cina è il mercato più importante poiché è il maggiore acquirente del metallo rosso attraverso il proprio settore immobiliare, che è ancora in difficoltà dopo il collasso di aziende come Evergrande e Country Garden. Anche se la produzione industriale cinese sta ancora supportando l'economia, i dati mostrano che a giugno si è indebolita, rallentando al 5,3% a/a dal 5,6% a/a del mese precedente. Visto lo storno dei prezzi in atto, pensiamo che un consolidamento sugli attuali livelli possa favorire un recupero più intenso per fine anno. Nel medio-lungo termine, la domanda di rame per veicoli elettrici, e in generale per il settore dei trasporti, aumenterà, confermando il nostro scenario di maggior recupero strutturale dei prezzi.

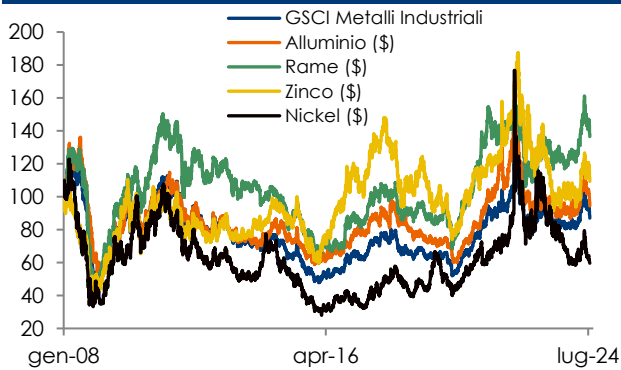
Alluminio: aumentano ancora le incertezze fra dazi statunitensi e rallentamento economico.

I prezzi dell'alluminio hanno subito un calo del 10% negli ultimi 3 mesi, frenando solo a inizio luglio e dando vita a un movimento laterale all'interno di una tendenza generalmente orientata al ribasso. La discesa è stata influenzata da vari fattori macroeconomici e da politiche commerciali penalizzanti. Nel tentativo di contrastare il dumping cinese (politica dei prezzi molto inferiore a quelli di mercato) sull'alluminio, lo scorso 10 luglio la Casa Bianca ha annunciato una tariffa del 10% su alcune importazioni messicane di alluminio, applicandola a prodotti "non fusi" e "fusi" negli Stati Uniti, in Messico o in Canada. La decisione ha lo scopo di colmare una lacuna nell'accordo USA-Messico-Canada (USMCA) che consentiva di dirottare le importazioni cinesi attraverso il Messico per aggirare i dazi statunitensi. Le stime suggeriscono che le nuove tariffe impatterebbero solo sul 6% delle importazioni dal Messico. L'obiettivo principale sembra essere quello di prevenire un potenziale aumento dell'import che potrebbe indebolire i produttori di alluminio domestici. L'eccesso di capacità produttiva cinese grava, infatti, sui prezzi globali dell'alluminio. Nonostante la debolezza della spesa al consumo e un settore immobiliare in difficoltà, la Cina continua ad aumentare la produzione di questo metallo. I dati dell'International Aluminium Institute hanno mostrato che la produzione cinese ha raggiunto un nuovo massimo storico a maggio, ovvero quasi il 60% di quella globale. Le enormi economie di scala, il contenimento dei costi produttivi e i sussidi alla siderurgia garantiti dal Governo di Pechino delineano un insieme di elementi che garantisce ai produttori cinesi un vantaggio competitivo

nel mercato globale, esercitando pressione sui prezzi. Di conseguenza, i paesi che non impongono tariffe sull'alluminio cinese si trovano ad affrontare una maggiore concorrenza, poiché il prodotto proveniente dalla Cina arriva nei rispettivi mercati a prezzi decisamente inferiori, alterando gli equilibri. Per concludere, nonostante sul mercato prosegua la contrazione dei prezzi, questo non è un segnale di improvviso indebolimento della domanda ma solo una fase di riassetto del mercato che potrebbe favorire un marginale recupero dei prezzi nella seconda metà dell'anno.

Zinco: la pressione rialzista sul mercato sostiene il recupero. Lo zinco frena la discesa dei prezzi a luglio; dopo essere aumentati di oltre il 14% dall'inizio del 2024, segnando i massimi annuali a metà maggio, è infatti iniziato un deciso storno delle quotazioni, comune a tutto il comparto dei metalli. Solo nelle ultime settimane lo zinco ha recuperato vedendo migliorare il proprio scenario di fondo, grazie a prospettive di offerta limitata e previsione di domanda in miglioramento. Il deficit di materia prima grezza, dovuto alle chiusure delle miniere in molte aree del mondo, ha ridotto l'offerta di minerale che si è scontrata con un marginale aumento della richiesta. L'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) ha mostrato che il mercato globale dello zinco raffinato è risultato in surplus di 182.000 tonnellate nei primi quattro mesi del 2024, con le scorte in aumento di 152.000 tonnellate. Tuttavia, la produzione mineraria è diminuita del 3,2%, a causa delle contrazioni in Canada, Sud Africa, Turchia e Perù. La produzione di metallo raffinato è cresciuta di un timido 0,1%, mentre l'utilizzo di zinco raffinato è aumentato del 2,5%. A frenare i rialzi resta la previsione di aprile dell'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG) che, pur confermando che la domanda globale di zinco raffinato aumenterà ancora nel 2024, ha delineato che il mercato registrerà probabilmente un surplus di 56.000 tonnellate nel 2024, un dato che però sta subendo costanti revisioni al ribasso. Permane la forte sensazione che tutti questi elementi di tensione possano premere ancora sul mercato e rafforzare il nostro scenario di ulteriore recupero delle quotazioni.

Nickel: la dinamica ribassista potrebbe essere vicina ad esaurirsi. Ribadiamo lo scenario dello scorso mese: i prezzi globali del nickel potrebbero essere vicini ad aver concluso il loro movimento di storno, originatosi dopo i massimi annuali di metà maggio. Il nickel ha archiviato un 1° semestre contornato da luci e ombre: la domanda è stata globalmente robusta nel 1° trimestre, per poi ridursi progressivamente negli ultimi due-tre mesi, in scia alle incertezze sul comparto automobilistico e alla battuta d'arresto della domanda di auto elettriche. Il venir meno di questi due elementi ha reso i produttori di semilavorati di nickel molto più prudenti, fatta eccezione per la situazione del mercato statunitense dove la domanda è rimasta robusta. Per il secondo semestre non escludiamo un recupero della domanda fra settembre e ottobre, anche solo come effetto del rifornimento dei magazzini e in scia al probabile taglio del costo del denaro negli Stati Uniti, che potrebbe migliorare il clima dal punto di vista dei nuovi investimenti e del recupero della fiducia sulla domanda futura. Il finale d'anno dovrebbe essere caratterizzato da una ripartenza delle quotazioni del nickel, dopo la decisione della Cina di ridurre la propria produzione di nuovi semilavorati e, di contro, la costante tensione sui prezzi del rottame e del materiale riciclato, dal momento che il consumo europeo (in particolare) è decisamente aumentato.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.07.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.623,6	-8,3	4,9	4,0	1,4
Rame (\$)	9.216,5	-5,0	9,7	9,0	7,7
Alluminio (\$)	2.299,5	-10,8	3,2	4,3	-3,5
Zinco (\$)	2.664,0	-5,2	9,0	13,1	0,9
Nickel (\$)	16.190,0	-14,8	-0,7	-22,0	-2,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale; le attese per il taglio dei tassi in autunno potrebbero comunque sostenere un recupero di breve termine, nella seconda parte dell'anno. Confermata la probabile pressione rialzista nel lungo periodo.

Lo scenario per il comparto dei Metalli si complica ulteriormente vista la delusione per l'esito del Plenum in Cina, il primo consumatore al mondo di metalli, anche se il rialzo da inizio anno resiste e i ribassi delle ultime settimane potrebbero lasciar spazio a un recupero ulteriore nella seconda parte dell'anno, complici le attese per il calo del costo del denaro e una domanda ancora robusta, coerente con un rallentamento economico non così profondo. Un quadro che ci spinge a modificare ancora il nostro outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale nel breve periodo. Il rischio che la tensione rialzista possa protrarsi ancora resta valido e lo avevamo già segnalato lo scorso mese, vista l'eterogeneità degli elementi che stanno contraddistinguendo lo scenario sui metalli. Prosegue il rincaro dei costi produttivi, complice il recupero del petrolio, in un quadro di tensioni geopolitiche costanti che alimentano anche la speculazione finanziaria. Riconfermiamo, infine, le considerazioni sul medio-lungo periodo: il sottoinvestimento strutturale nel comparto dei metalli (miniere, raffinazione, manifattura) resta grave e la lunga attesa per il calo del costo del denaro alimenta il deficit di offerta. Questa situazione finirà per scontrarsi col probabile rialzo atteso della domanda, generato dalla svolta ecologica, col rischio di acuire lo squilibrio già presente sul mercato fisico di molti metalli.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.216,5	9.646	9.815	9.880	9.978	9.978
Alluminio (\$)	2.299,5	2.470	2.510	2.570	2.600	2.600
Zinco (\$)	2.664,0	2.750	2.800	2.700	2.733	2.733
Nickel (\$)	16.190,0	17.300	17.500	18.000	18.150	18.150

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Rame (\$)	9.216,5	9.670	9.900	9.900	10.100	10.500
Alluminio (\$)	2.299,5	2.500	2.560	2.570	2.620	2.800
Zinco (\$)	2.664,0	2.810	2.900	2.910	2.945	3.000
Nickel (\$)	16.190,0	17.600	17.830	17.900	18.125	19.000

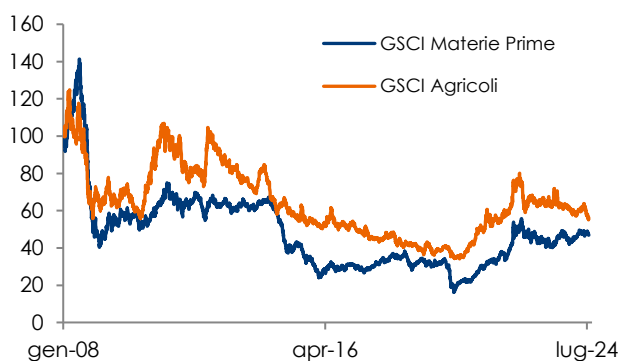
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: rallenta il ribasso e restano le tensioni sui coloniali

Consolida la frenata delle granaglie (da inizio anno) mentre resta costante la pressione sulle soft commodity a causa delle tensioni sui trasporti.

Si stabilizza la frenata degli Agricoli, depressi dal ribasso delle granaglie, mentre restano costanti (e parzialmente metabolizzate dal mercato) le pressioni sulle soft commodity. Mais, frumento e soia confermano il negativo da inizio 2024 senza nuovi eccessi ribassisti, col persistere delle tensioni in Medio Oriente che resta l'elemento centrale dello scenario delle commodity agro-alimentari. Il mercato ha ovviamente metabolizzato lo shock iniziale sulle quotazioni ma permane comunque una certa pressione rialzista, di fondo, sul segmento dei coloniali. Anche se il rincaro dei noli marittimi è ormai incorporato nei prezzi di quasi tutti gli alimentari, non diminuiscono i disagi nel basso Mar Rosso (stretto di Bab el-Mandeb), in particolare per quei prodotti che arrivano direttamente dal Sud Est asiatico e sono diretti nei porti del Mediterraneo, rispetto invece ai cereali (ad esclusione del riso, che non è una soft commodity ma che segue le stesse rotte di zucchero, caffè e cotone). Di conseguenza ribadiamo come, nel breve termine, siano i rischi geopolitici, i timori per le condizioni climatiche negative ma, soprattutto, la speculazione finanziario-commerciale (l'elemento di tensione che più di tutti sta incidendo sulle quotazioni, facendo leva sull'incertezza delle forniture) a mantenere alti i prezzi al dettaglio degli alimenti, rispetto al reale prezzo pagato all'origine. Più strutturalmente, nel medio-lungo termine, sono sempre i timori sul cambiamento climatico a minacciare i principali produttori, restando il maggior fattore di squilibrio per il mercato alimentare globale.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 22.07.24	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.617,2	8,1	0,3	46,1
GSCI Agricoli	478,9	-6,6	-4,6	39,3
Mais (\$ cent)	400,3	-15,1	-29,1	-5,9
Frumento (\$ cent.)	548,0	-12,7	-27,8	12,5
Soia (\$ cent)	1.117,8	-13,6	-22,1	26,2
Cotone (\$ cent)	70,1	-13,4	-29,5	10,8
Cacao	8.398,0	100,1	265,6	239,3
Zucchero	18,3	-11,1	2,3	52,8
Caffè (arabica)	243,1	29,1	17,6	137,6
Caffè (robusta)	4.826,0	58,4	146,9	256,4

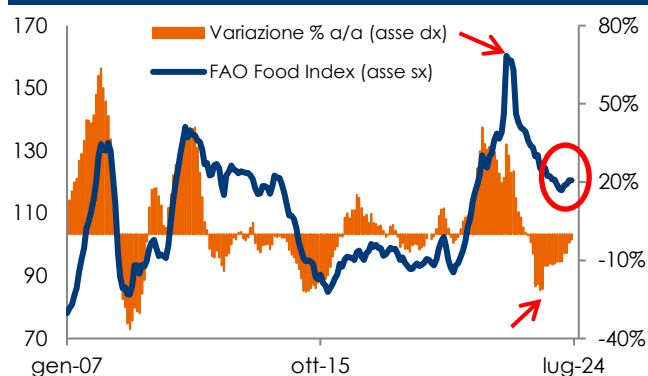
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi alimentari rimane invariato a giugno. L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari si è mantenuto stabile a giugno, dopo tre mesi consecutivi di aumenti, registrando un valore medio di 120,6 punti, lo stesso del dato rivisto di maggio. Rispetto a giugno 2023, l'indice è diminuito del 2,5% e rimane ben al di sotto (-24,8%) del massimo storico raggiunto nel marzo 2022. L'indice dei prezzi dei cereali ha registrato una flessione del 3,0% rispetto a maggio, trainata dal calo dei cereali secondari, grano e riso: la contrazione è stata favorita dalle migliori prospettive di produzione nei principali paesi esportatori. Al contrario, l'indice dei prezzi degli oli vegetali è salito del 3,1% rispetto al mese precedente. Questo incremento è stato sostenuto dalla rinnovata domanda globale di importazioni di olio di palma e dalla forte richiesta di olio di soia e di semi di girasole da parte del settore dei biocarburanti nelle Americhe. Dopo tre mesi di calo, l'indice dei prezzi dello zucchero è tornato a crescere, con un aumento dell'1,9% rispetto a maggio: l'incremento è dovuto principalmente alle preoccupazioni per i possibili effetti delle condizioni meteorologiche avverse e delle piogge monsoniche sulla produzione in Brasile e India. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari ha registrato un incremento dell'1,2%, con le quotazioni internazionali del burro che hanno raggiunto il valore più alto degli ultimi 24 mesi. Questo aumento è stato favorito dalla crescente domanda mondiale di approvvigionamenti a breve termine, dalle forti vendite al dettaglio, dai rallentamenti stagionali delle forniture di latte nell'Europa occidentale e dalla scarsità di scorte in Oceania. Infine, l'indice dei prezzi della carne

è rimasto sostanzialmente invariato a giugno: i modesti aumenti dei prezzi mondiali delle carni ovine, suine e bovine hanno quasi compensato il calo delle quotazioni internazionali delle carni di pollame, determinato dall'ampia offerta.

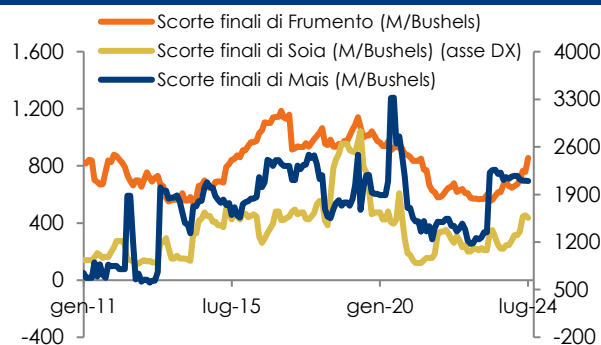
FAO: la previsione di produzione cerealicola mondiale per il 2024 potrebbe rappresentare il nuovo record storico. Nel bollettino di giugno sull'offerta e la domanda di cereali, la FAO ha aggiornato le previsioni, stimando una produzione cerealicola mondiale di 2.854 milioni di tonnellate, che rappresenterebbe un record assoluto, superando il livello della stagione 2023/24. Il miglioramento delle prospettive di raccolto di mais in Argentina e Brasile, così come in Turchia e Ucraina, dovrebbe compensare le previsioni negative per Indonesia, Pakistan e alcuni paesi dell'Africa meridionale. Anche la produzione di grano è stata rivista al rialzo grazie alle aspettative più favorevoli per il continente asiatico, in particolare per il Pakistan, che dovrebbero neutralizzare il calo previsto nella Federazione russa, dovuto alle condizioni meteorologiche avverse che hanno colpito le principali aree di produzione del grano all'inizio della stagione. La produzione mondiale di riso è attesa a un volume record di 535,1 milioni di tonnellate. Nel periodo 2024/25, l'utilizzo globale di cereali raggiungerebbe un nuovo picco di 2.856 milioni di tonnellate, in aumento dello 0,5% rispetto all'anno precedente, con il riso e i cereali secondari tra i prodotti maggiormente consumati. Le scorte mondiali per il 2024/25 sono previste in aumento (+1,3%), con il rapporto tra riserve e utilizzo di cereali che dovrebbe mantenersi quasi invariato al 30,8%. Gli scambi internazionali di granaglie dovrebbero raggiungere un volume totale di 481 milioni di tonnellate annue, in calo del 3,0% rispetto alla stagione 2023/24. La FAO prevede un calo del commercio del mais e una forte crescita degli scambi internazionali di riso.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2024)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

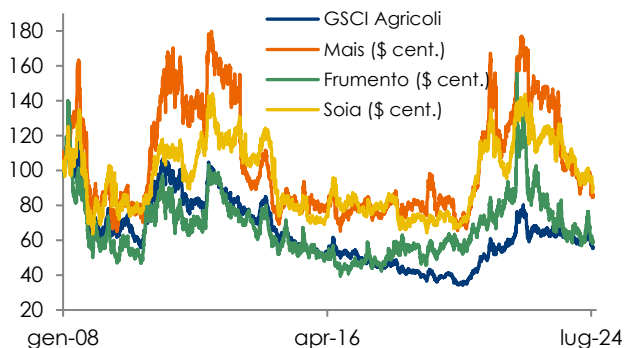


Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (giugno 2024)

WASDE: il report di luglio conferma ancora una marginale pressione sul frumento e variazioni minori su 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 comunicato le stime aggiornate sui fondamentali dei cereali per la nuova stagione 2024/25, confermando ancora una certa pressione sul frumento e maggior stabilità per mais e soia. Secondo le nuove previsioni, la produzione globale di **mais** è prevista salire ancora marginalmente (con aumenti per Ucraina e Zambia parzialmente compensati da una riduzione per la Russia) ed attestarsi a 1.224,8 milioni di tonnellate (poco sopra i precedenti 1.220,5 milioni); l'area coltivata a mais è aumentata in Ucraina e Zambia ma è diminuita in Russia. La produzione globale di cereali secondari per il 2024/25 (orzo, sorgo, avena, miglio, cereali misti e segale) è prevista in aumento di 1,2 milioni di tonnellate, attestandosi a 1.512 milioni. Il consumo mondiale crescerà meno dell'1% nella stagione 2024/25, restando al livello record di 1.222 milioni di tonnellate (sostanzialmente in linea col mese precedente), con maggiori esportazioni di mais per Ucraina e Tanzania e una riduzione per la Russia. Le importazioni sono invece aumentate per Malawi, Zambia e Mozambico. Le scorte finali di mais si attestano a 311,6 milioni di tonnellate,

riflettendo principalmente le riduzioni dovute al Sud Africa, alla Russia e alla Tanzania. Le nuove previsioni globali sul mercato del **frumento** per il 2024/25 vedono la produzione mondiale in crescita a 796,2 milioni di tonnellate quest'anno, in rialzo dalla precedente stima di giugno di 790 milioni. L'output russo è rimasto invariato in luglio a 83,0 milioni di tonnellate, dimensione già indicata il mese scorso: il clima caldo e secco delle ultime settimane, dopo le gelate di maggio, rischia però di ridurre le prospettive di resa del raccolto. In Ucraina, la produzione è confermata anche a luglio a 19,5 milioni di tonnellate, sostanzialmente per le medesime condizioni meteorologiche. Per la UE il calo è di 0,5 milioni di tonnellate a 130,0 milioni (da 130,5 milioni di giugno), dopo che il clima umido prolungato in Francia ha inciso sulla maturazione delle spighe e ha ridotto il potenziale di resa del raccolto. Il consumo mondiale per il 2024/25 salirà di circa 2,0 milioni di tonnellate a 799,9 milioni (dai 798 milioni di giugno). Il commercio mondiale è stimato sostanzialmente fermo a 212,9 milioni di tonnellate, poiché le minori esportazioni da Russia e Ucraina sono solo in parte compensate dagli aumenti di UE e Stati Uniti, mantenendo stabile l'equilibrio di mercato. Le scorte finali globali previste per il 2024/25 vedranno un aumento di 5,0 milioni di tonnellate a 257,2 milioni, per lo più dovuto ad incrementi per Stati Uniti, Cina, Argentina, Pakistan e Canada, che compensano ampiamente le riduzioni per Russia, UE e Iran. Infine, sul mercato globale della **soia** le prospettive per il 2024/25 mostrano un calo generalizzato delle scorte, sia iniziali che finali, e una marginale contrazione dell'offerta di semi. Le scorte iniziali più elevate per gli Stati Uniti sono compensate da scorte inferiori per Brasile e Paraguay. Le scorte finali mondiali di soia sono attese diminuire di soli 0,14 milioni di tonnellate, attestandosi a 127,76 milioni (127,90 la stima di giugno). La produzione di soia globale è vista aumentare a 686,1 milioni di tonnellate dai precedenti 685,8 milioni, principalmente, nella stagione 2024/2025, a causa della minore produzione da Australia (minori aree coltivate) e Unione Europea (minor resa del raccolto francese).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.07.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	478,9	-8,1	-5,8	-17,1	-6,6
Mais (\$ cent.)	400,3	-9,7	-10,4	-24,1	-15,1
Frumento (\$ cent.)	548,0	-6,3	-8,1	-21,4	-12,7
Soia (\$ cent.)	1.117,8	-4,3	-9,8	-25,5	-13,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale: il ribasso delle granaglie potrebbe essere prossimo ad esaurirsi mentre non muta la tensione sulle soft commodity.

Anche questo mese non è mutato il quadro di volatilità e incertezza dovuto alle tensioni sui trasporti nel Mar Rosso; il mercato ha peraltro metabolizzato questa situazione limitandone i contraccolpi sul comparto agricolo, che sembra consolidare il ribasso accumulato da inizio anno senza segnare nuovi minimi. Al contrario, non sembra sfumare la pressione sui prezzi delle principali soft commodity che arrivano dal Sud Est asiatico, così come appare invariato l'impatto sull'export dei prodotti agro-alimentari, finiti o freschi, dall'Europa verso i mercati asiatici di sbocco. L'incidenza del rincaro dei costi di trasporto e dell'allungamento dei tempi di consegna si conferma, anche se tutta la filiera commerciale ha reagito aumentando la propria efficienza. L'elemento che non accenna invece a ridurre la propria influenza è la speculazione finanziaria che, facendo leva sull'incertezza (vera o presunta) nelle forniture, continua a premere sui prezzi, in particolare dei coloniali. Il nostro approccio sul comparto degli Agricoli, nel suo insieme, torna quindi ad essere Moderatamente Positivo da

Neutrale nel breve termine, sulla base di due considerazioni. La prima riguarda le granaglie, il cui ribasso potrebbe essere prossimo ad esaurirsi, e per cui ci attendiamo un fisiologico rimbalzo. La seconda concerne i coloniali, dove le tensioni rialziste, come detto, non sembrano sopite e, anzi, esercitano una costante pressione. Immutato invece il quadro previsivo di medio-lungo termine: gli effetti negativi del cambiamento climatico si confermano il maggior rischio che investe le principali regioni agricole del mondo, incidendo sulle rese dei raccolti, riducendo l'offerta e rincarando i prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (cent. \$)	400,3	430,5	438,9	461,5	507,5	507,5
Fruento (cent. \$)	548,0	600,0	600,0	605,0	650,0	650,0
Soia (cent. \$)	1.117,8	1.151,8	1.138,3	1.185,0	1.195,0	1.195,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Mais (\$ cent.)	400,3	452	458	460	465	475
Fruento (\$ cent.)	548,0	615	608	610	615	630
Soia (\$ cent.)	1.117,8	1.185	1.190	1.195	1.200	1.210

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

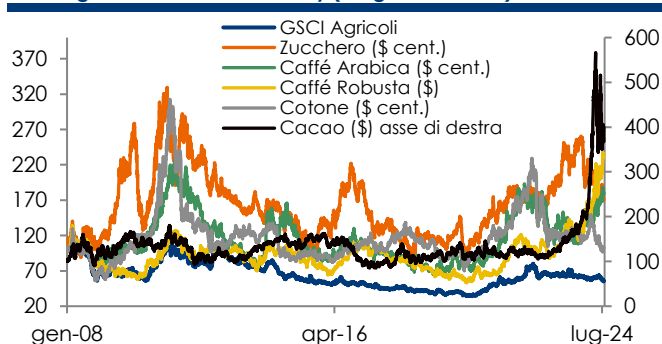
Il movimento al rialzo da inizio anno di gran parte delle soft commodity persiste: pesano ancora, infatti, gli effetti negativi della crisi dei trasporti nel sud del Mar Rosso. L'incertezza per la sicurezza dei trasporti navali impedisce una stabilizzazione dei volumi di transiti commerciali, in particolare dei prodotti in arrivo dal Sud Est Asiatico verso i porti europei, generando ancora tensioni sulle forniture e volatilità nei prezzi.

Cotone: le stime WASDE di luglio confermano aumenti per superficie coltivata, produzione e scorte. Il WASDE di luglio stima per la stagione 2024/25 del cotone aumenti per la produzione e il consumo, mentre le scorte iniziali e il commercio mondiale sono previsti in calo. Le scorte iniziali mondiali sono stimate in diminuzione di 1,7 milioni di balle rispetto a giugno, con l'India che rappresenta una parte significativa di questa riduzione. La previsione per la produzione globale è aumentata di 1,1 milioni di balle, raggiungendo 120,2 milioni, grazie soprattutto all'incremento previsto negli Stati Uniti. Il consumo è stimato in aumento di 250.000 balle, con rialzi in India e Malesia che compensano le riduzioni in altre regioni. Nel suo recente report sul mercato del cotone, l'ICAC (International Cotton Advisory Committee) prevede un incremento del 3% delle aree mondiali di coltura del cotone e una conseguente produzione in aumento di poco più del 2,5% accompagnata da un consumo globale in crescita del 2,9%. Un insieme di elementi non dissimile da quelli del mese scorso e che rafforza l'idea di un iniziale consolidamento dei prezzi e di un maggior recupero nel medio-lungo termine.

Zucchero: permane l'incertezza sulla dimensione della produzione nelle principali aree di coltivazione. Svanisce il tentativo di ripresa dei prezzi dello zucchero visto a fine giugno ed inizio luglio, dovuto principalmente dalla dinamica favorevole fra domanda e offerta globali e ai timori per le avverse condizioni climatiche che incidono sui raccolti dei principali paesi produttori. Di fondo, la domanda di zucchero continua ad essere robusta mentre maggiori dubbi restano sull'effettiva dimensione dell'offerta. Il Dipartimento USA dell'Agricoltura (USDA), nel suo recente WASDE, ha confermato le stime in rialzo per la produzione globale di zucchero, a quota 186 milioni di tonnellate quest'anno, con una maggiore produzione nel Sud Est asiatico che compenserà l'atteso calo in Brasile. Il consumo dovrebbe raggiungere un nuovo record grazie alla crescita di alcuni mercati, come l'India e il Pakistan, mentre le esportazioni sono attese ancora in calo a causa della frenata di Brasile, India e Thailandia. A pesare sul commercio internazionale restano le politiche restrittive sull'export di materia grezza e dolcificante imposte da alcuni paesi produttori. In Brasile, principale produttore mondiale di zucchero, il clima secco ha influito (e influirà) negativamente sulla produzione, premendo al rialzo sui prezzi. In India, il secondo produttore a livello mondiale, la produzione è diminuita di solo lo 0,5% rispetto all'anno precedente a causa della chiusura di molti zuccherifici in diversi stati del paese. Nonostante

questo, l'USDA stima una produzione indiana in crescita a 34,5 milioni di tonnellate alla fine della stagione. Questo quadro di incertezza, specie sull'offerta globale per la stagione in corso, frena i prezzi dello zucchero, consentendo solo un consolidamento e un recupero parziale delle perdite nel breve periodo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.07.24	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	478,9	-8,1	-5,8	-17,1	-6,6
Cotone	70,1	-12,6	-17,1	-17,6	-13,4
Cacao	8.398,0	-20,7	81,2	145,9	100,1
Zucchero	18,3	-8,1	-22,9	-26,8	-11,1
Caffè (arabica)	243,1	8,3	26,0	50,2	29,1
Caffè (robusta)	4.826,0	16,9	41,9	70,7	58,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Caffè: prezzi in calo dai massimi annuali ma permane l'incertezza generata dalla speculazione finanziaria.

La corsa dei prezzi del caffè ha rallentato in questo fine mese dopo che, a cavallo fra giugno e luglio, sono stati registrati i nuovi massimi annuali per entrambe le varietà. Pesa il timore che condizioni climatiche più secche del normale possano avere effetti negativi sui raccolti del Brasile (Arabica) e del Vietnam (Robusta). Lo stato brasiliano di Minas Gerais (che rappresenta circa il 30% del raccolto di Arabica del Brasile), secondo il bollettino meteorologico nazionale, continua ad essere interessato da precipitazioni scarse, stimabili al 24% della normale media storica. Nonostante le recenti piogge, anche tutti i produttori di caffè dell'America Centrale sono alle prese con un deficit di irrigazione ereditato dalla mancanza di precipitazioni registrata all'inizio della stagione: una situazione che rischia non solo di incidere sulla dimensione e resa del raccolto ma, ovviamente, anche sulla qualità del prodotto lavorato. Dopo la brusca frenata delle esportazioni di Robusta dal Vietnam, registrata nel mese di maggio, anche a giugno il Dipartimento generale delle dogane del paese ha segnalato che l'export è calato dell'11,5% mensile e del 50,4% annuale a 70.202 tonnellate, il volume più basso di esportazioni, per il mese di giugno, degli ultimi 13 anni. Il timore è che l'eccessiva siccità in Vietnam finisca per danneggiare il raccolto stagionale, compromettendo la qualità della miscela Robusta. Ancora una volta, il quadro sui fondamentali appare quindi piuttosto controverso favorendo, nel breve termine, la speculazione finanziaria, che potrebbe provocare ampie oscillazioni di prezzo difficilmente prevedibili.

Cacao: prosegue il consolidamento dei prezzi, lontani dai massimi annuali registrati in primavera.

Il mese di giugno ha visto tornare la pressione rialzista e concretizzarsi un deciso rimbalzo dei prezzi che ora, nel mese di luglio, proseguono un consolidamento laterale, restando ben distanti dai massimi registrati in primavera. Le condizioni meteorologiche sono migliorate nell'Africa occidentale e questo dovrebbe aumentare le rese di cacao in tutte le piantagioni. I coltivatori di cacao in Costa d'Avorio sono tornati nei campi dopo che le forti piogge si sono attenuate e, parimenti, quelli del Ghana hanno riferito che le recenti precipitazioni hanno migliorato i livelli di umidità del terreno, alimentando le aspettative di una maggior quantità e qualità delle fave di cacao. Prosegue però il calo della produzione in Costa d'Avorio, il più grande produttore di cacao al mondo: i recenti dati governativi indicano che le spedizioni totali dai porti, nel periodo dal 1° ottobre 2023 al 7 luglio 2024, ammontano a 1,61 milioni di tonnellate, in calo del -29% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso. Ragionamento simile per il Ghana: gli operatori di mercato temono infatti che il cosiddetto "raccolto medio" di entrambi i paesi (il "medio" è dimensionalmente il più piccolo dei due raccolti annuali ed inizia a giugno/luglio, terminando all'incirca a settembre) possa risultare molto inferiore al precedente. I medesimi timori sul raccolto

medio investono anche Nigeria e Camerun che però hanno produzioni nettamente inferiori e incidenza minore sul mercato globale del cacao. Dopo il rimbalzo delle quotazioni e visto il quadro dei fondamentali, pensiamo che il cacao abbia ancora spazio di rialzo, nel breve termine. Nel medio-lungo è invece più probabile una riduzione ampia delle quotazioni, che porti a una maggior normalizzazione del mercato.

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	70,1	71,0	73,2	70,0	83,4	83,4
Cacao	8.398,0	8.220	8.200	8.306	5.500	5.500
Zucchero	18,3	20,3	20,8	21,5	20,8	20,8
Caffè (arabica)	243,1	233,4	220,0	214,6	220,0	220,0
Caffè (robusta)	4.826,0	4.000	3.773	3.800	3.175	3.175

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 22.07.24	3° trim. 2024	4° trim. 2024	1° trim. 2025	Anno 2025	Anno 2026
Cotone	70,1	70	74	74	75	76
Cacao	8.398,0	9.500	8.200	7.900	7.000	5.500
Zucchero	18,3	20,5	20,5	20,5	20,5	20,8
Caffè (arabica)	243,1	240	230	220	220	220
Caffè (robusta)	4.826,0	4.000	3.845	3.800	3.750	3.750

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo 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 18.06.2024.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi