

Focus

## Il settore orafa italiano nel primo semestre 2024

Nel primo semestre 2024 le esportazioni del settore orafa italiano hanno superato i 7 miliardi di euro con una crescita del 48,8% in valore (pari a oltre 2,3 miliardi) e del 37,0% in quantità, pur in presenza di una domanda mondiale di gioielli in oro in calo del 10,2%. Buona parte della crescita è legata al balzo delle vendite verso la Turchia, passate da 368 milioni a 2,7 miliardi di euro, che diventa il primo mercato di sbocco. Si segnala anche il rafforzamento negli Emirati Arabi Uniti (+12,4%), mentre si riducono del 4,1% le esportazioni verso gli Stati Uniti penalizzate dall'andamento del secondo trimestre (-8,9%).

## Materie prime: camminando sul ghiaccio sottile

Le materie prime stanno attraversando mesi complicati a causa di vari elementi di incertezza che gravano sulla domanda finale e di seri rischi politici e geopolitici. Da un lato, il rallentamento in importanti economie e le difficoltà del settore manifatturiero alimentano pressioni ribassiste su metalli ed energetici. Dall'altro lato, l'avvio di un ciclo di politica monetaria espansiva e l'attesa accelerazione della crescita mondiale verso fine 2025 alimentano ottimismo sulle prospettive di medio periodo. Per l'oro, stiamo vivendo nel migliore dei mondi possibili.

## Metalli preziosi: l'anno dell'oro

Nelle prossime settimane l'oro potrebbe registrare nuovi record, e vediamo 3.000 dollari l'oncia come massima estensione del movimento rialzista. Al momento, prevediamo un prezzo medio di circa 2.595 dollari nel 4° trimestre perché riteniamo probabile che verso fine anno possano verificarsi prese di profitto, che potrebbero rappresentare una buona occasione di ingresso per investitori di lungo periodo.

Ottobre 2024

Nota Trimestrale

Research Department

**Stefania Trenti**

Economista - Industry

**Sara Giusti**

Economista - Industry

**Daniela Corsini, CFA**

Economista - Materie Prime

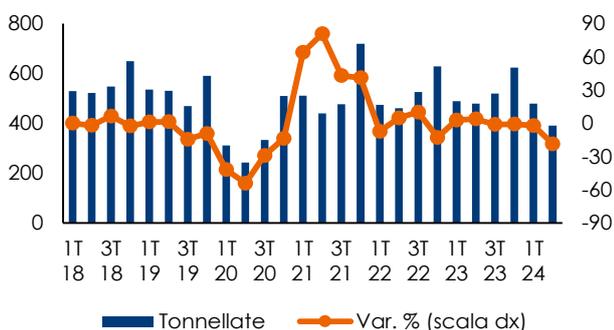
## Il settore orafa italiano nel primo semestre 2024

Grazie a una crescita di 2,3 miliardi di euro, le esportazioni del settore orafa italiano superano i 7 miliardi di euro nei primi sei mesi del 2024 (+48,8% in valore; +37,0% in quantità). Gran parte della crescita è spiegata dal forte incremento di esportazioni verso la Turchia che sono passate da 368 milioni nel primo semestre 2023 a 2,7 miliardi di euro nello stesso periodo 2024. Il mercato turco diventa il primo mercato di sbocco per effetto anche di politiche all'importazione introdotte nel paese e agli effetti delle tensioni geopolitiche che rafforzano il ruolo di hub di questo mercato. Si consolida così il ruolo del settore orafa italiano nel contesto europeo: l'Italia copre infatti il 56% delle esportazioni dell'area UE 27.

**Stefania Trenti**  
**Sara Giusti**

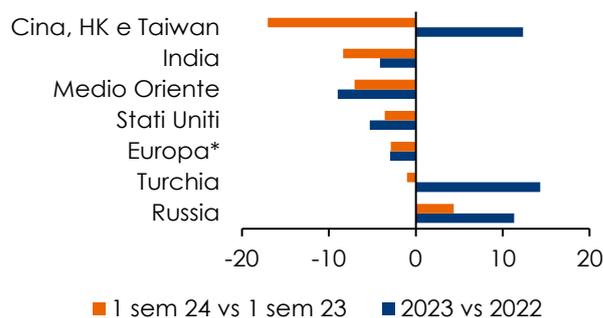
Nei primi sei mesi del 2024, la domanda mondiale di gioielli in oro si è attestata a 870 tonnellate con un calo complessivo del 10,2%, frutto di un primo trimestre di poco sotto il 2023 (-2,0%) e un secondo trimestre con un calo più severo (-18,5%), a fronte di un prezzo dell'oro espresso in euro/oncia che è cresciuto nel semestre del 14,1%. La Cina resta il primo mercato per domanda nonostante nel periodo gennaio-giugno abbia subito un calo del 17,4% (se si considerano anche Hong Kong e Taiwan la variazione sarebbe del -17,0%). L'aumento del prezzo dell'oro, la decelerazione economica interna condizionata dai problemi del mercato immobiliare hanno avuto riflessi importanti sul reddito disponibile dei consumatori cinesi che hanno ridotto la domanda di gioielli visibile anche durante i cinque giorni di Festa del Lavoro in maggio, tipicamente una delle occasioni di acquisto per questi beni. Con oltre 200 tonnellate, l'India si colloca al secondo posto per rilevanza e ha registrato nel semestre un calo dell'8,4%, penalizzato in particolare dal periodo aprile-giugno dove la riduzione si è attestata al 17,1%; oltre al prezzo dell'oro, a cui il mercato indiano è storicamente molto sensibile, gli elementi che hanno indebolito la domanda sono legati all'incertezza delle elezioni nazionali (da metà aprile a inizio giugno) e all'ondata di calore con temperature record a Delhi alla fine di maggio, che sono state solo in parte compensate dal buon andamento delle vendite durante il festival Akshaya Tritiya a metà maggio. In prospettiva, si segnala la recente modifica introdotta dal governo indiano di riduzione dei dazi all'importazione. Anche in Medio Oriente, il calo del 7% del primo semestre è principalmente legato all'aumento del prezzo dell'oro che ha raggiunto nuovi massimi. Negli Stati Uniti il calo è stato del 3,6%, frutto anche della normalizzazione della domanda con un valore pari a 57 tonnellate che risulta nettamente superiore a quanto monitorato prima della pandemia (la media del primo semestre tra 2010 e 2019 era pari a 47 tonnellate) (Fig. 2).

**Fig. 1 – Domanda mondiale di gioielli in oro (livelli in tonnellate e variazione % tendenziale)**



Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

**Fig. 2 – Domanda di gioielli in oro: andamento nel 2023 e nel primo semestre 2024 (variazione % su dati in tonnellate)**

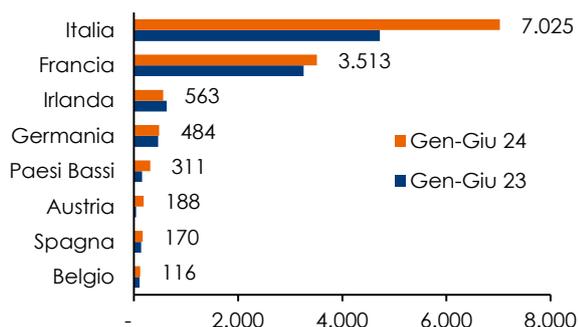


Note: (\*) al netto della Russia; i paesi sono esposti in ordine decrescente per valore della domanda nel 1° semestre 2024. Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

Pur in uno scenario che presenta significativi elementi di incertezza, il settore orafa italiano ha continuato a mostrare un ruolo di primo piano nel contesto europeo: con un valore di oltre 7 miliardi di euro e grazie a una crescita del 48,8%, l'Italia si conferma il primo paese per

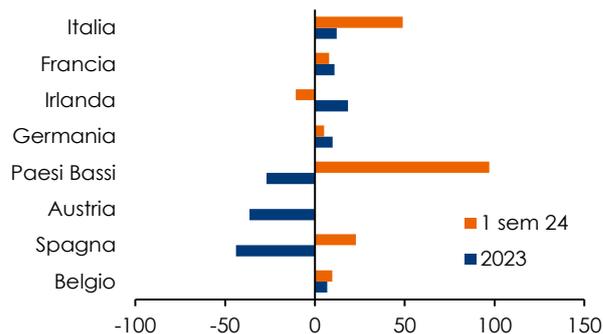
esportazioni con un peso sul dato europeo del 56% (era il 48% nel primo semestre 2023). La crescita è diffusa anche agli altri paesi dell'area, unica eccezione l'Irlanda (-10,6%) che risente in particolare di un calo di esportazioni verso i mercati asiatici come Cina (-39,5%) e Hong Kong (-29,6%). La variazione percentuale rilevante delle esportazioni dai Paesi Bassi (+97%; da 158 milioni a 311 milioni di euro) è condizionata da effetti statistici generati da importi in valore più contenuti e risulta comunque diffusa a tutti i principali mercati come Stati Uniti (incremento di 16 milioni), Svizzera (+15 milioni), Emirati Arabi Uniti (+17 milioni) e Cina (+12 milioni) (Fig. 3 e 4).

**Fig. 3 – Esportazioni di gioielli in oro per i principali esportatori europei nel 1° semestre (milioni di euro)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

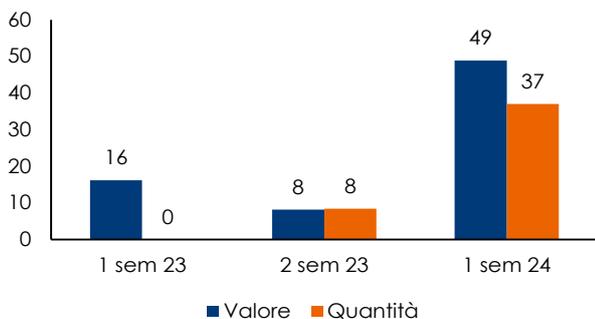
**Fig. 4 – Andamento delle esportazioni di gioielli in oro nel 1° semestre 2024 e nel 2023 (variazioni %)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

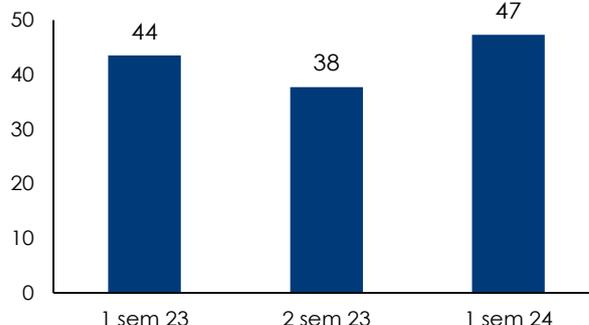
Il buon andamento delle esportazioni italiane si è realizzato sia nell'evoluzione in valore (48,8%), sia nei dati espressi in quantità (+37,0%) (Fig. 5) con un valore medio unitario che nel periodo gennaio-giugno si attesta a 47 euro il grammo, superiore al dato medio del primo semestre 2023 che era stato pari a 44 euro il grammo (Fig. 6).

**Fig. 5 – Evoluzione semestrale delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* (var. %)**



Nota: (\*) Codice 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – Andamento del valore medio unitario\* delle esportazioni per semestre (euro/grammo)**



Nota: (\*) Codice 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Un elemento determinante per la crescita delle esportazioni è rappresentato dalle maggiori vendite verso la Turchia che sono passate da 368 milioni nel primo semestre 2023 a 2,7 miliardi nel periodo gennaio-giugno 2024, tanto da imporsi nettamente come primo mercato di sbocco. Vista l'entità dei flussi, l'evoluzione registrata negli ultimi trimestri è probabilmente anche da collegarsi a possibili triangolazioni tra stati che vedono la Turchia come mercato di passaggio per successive destinazioni. Inoltre, il balzo importante delle vendite può essere legato anche agli effetti di politiche restrittive all'importazione di oro in lingotti introdotte dal governo di Ankara, che potrebbero aver determinato un incremento di acquisti di prodotti orafi più basici per successive trasformazioni. Tra gli altri mercati di riferimento si segnala la crescita delle esportazioni verso gli Emirati Arabi Uniti (+12,4% in valore, +5,5% in quantità) e l'Irlanda (+14,1% in valore, +14,2%

in quantità). In calo, invece l'export in valore verso la Svizzera (-27,5%) e verso la Francia sia in valore (-2,0%), sia in quantità (-4,7%) (Tab. 1).

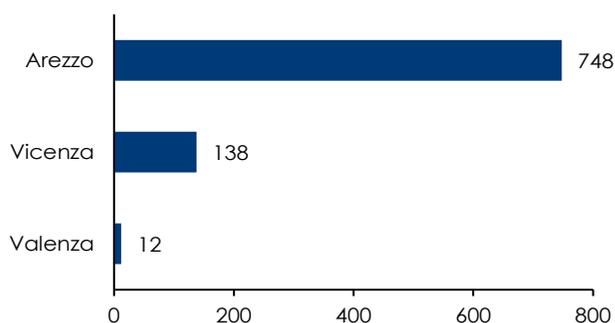
**Tab. 1 – Evoluzione delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* nei principali mercati di sbocco**

	Dati in valore							Dati in quantità						
	2023 Mln €	Peso %	Var. %	1 sem 23	1 sem 24	Var ass	Var %	2023 Tonn.	Peso %	Var. %	1 sem 23	1 sem 24	Var ass	Var %
<b>Totale</b>	<b>9.229</b>	<b>100,0</b>	<b>12,1</b>	<b>4.720</b>	<b>7.025</b>	<b>2.305</b>	<b>48,8</b>	<b>228</b>	<b>100,0</b>	<b>4,2</b>	<b>108</b>	<b>149</b>	<b>40</b>	<b>37,0</b>
Svizzera	1.280	13,9	34,2	780	566	-214	-27,5	12	5,5	1,9	7	7	0	2,4
Stati Uniti	1.213	13,1	4,7	578	554	-23	-4,1	47	20,6	33,3	19	17	-2	-9,2
Emirati Arabi Uniti	1.076	11,7	0,4	544	612	68	12,4	21	9,3	-8,2	11	11	1	5,5
Turchia	923	10,0	93,9	368	2.721	2.353	638,8	21	9,4	69,7	9	47	38	419,2
Francia	838	9,1	10,1	478	469	-10	-2,0	14	6,3	-8,9	7	7	-0	-4,7
Irlanda	640	6,9	26,0	317	362	45	14,1	6	2,6	-32,3	3	3	0	14,2
Hong Kong	458	5,0	13,9	251	242	-9	-3,5	11	5,0	12,9	6	5	-1	-12,4
Sud Africa	193	2,1	-40,6	116	91	-26	-22,1	6	2,5	-42,9	3	2	-1	-29,0
Rep. Dominicana	189	2,0	27,6	84	93	9	11,0	6	2,5	17,2	3	3	-0	-1,1
Messico	189	2,0	27,9	97	104	7	7,1	6	2,8	18,6	3	3	0	3,8
Germania	160	1,7	-14,8	86	77	-9	-10,7	9	3,8	-15,4	4	4	-0	-2,6

Note: (\*) codice 711319; i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2023. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

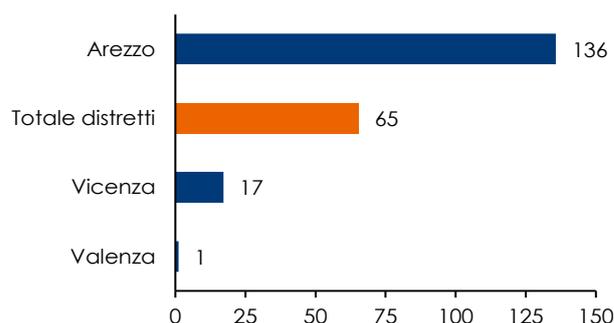
Anche la lettura del settore attraverso le specializzazioni distrettuali risulta particolarmente influenzata dall'evoluzione dell'export verso la Turchia. Il fenomeno della forte accelerazione delle vendite verso questo mercato ha interessato i territori distrettuali con una rilevanza diversa: ad Arezzo si è passati da 280 milioni a 2,4 miliardi (+748%), mentre nonostante il valore sia più che raddoppiato anche a Vicenza (+138%) gli importi restano su valori più contenuti (150 milioni di euro), così come a Valenza dove la crescita è stata del 12% con un valore complessivo nel primo semestre di 4 milioni di euro (Fig. 7). Di conseguenza, il distretto di Arezzo ha visto le vendite all'estero più che raddoppiare (+136%), mentre gli altri territori monitorati mostrano una buona dinamica, ma più contenuta, con una crescita del 17% per Vicenza e dell'1% per Valenza. Complessivamente i tre distretti hanno realizzato esportazioni per 6,1 miliardi con una crescita di 2,4 miliardi rispetto al primo semestre 2023, pari al +65% (il dato può essere misurato solo in valore perché i dati in quantità non sono disponibili a livello provinciale) (Fig. 8).

**Fig. 7 – Evoluzione nel 1° semestre 2024 delle esportazioni dei principali distretti italiani verso la Turchia (var. % a prezzi correnti)**



Nota: Codice Ateco 32.1. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 8 – Evoluzione delle esportazioni nel 1° semestre 2024 dei principali distretti italiani (var. % a prezzi correnti)**



Nota: Codice Ateco 32.1. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto orafa di Arezzo con 3,8 miliardi di euro di esportazioni si conferma come la realtà con le vendite all'estero maggiori: nel primo semestre 2024 ha realizzato un aumento di 2,2 miliardi e ha più che raddoppiato il valore del 2023 (+135,8%). Come anticipato, il mercato nel quale si è sviluppata questa crescita è la Turchia dove le esportazioni sono passate da 279,5 milioni a 2,4 miliardi di euro con un incremento di oltre 2 miliardi. Questo fenomeno di crescita rilevante delle vendite verso il mercato turco si era già mostrato nella parte finale del 2023 con una variazione

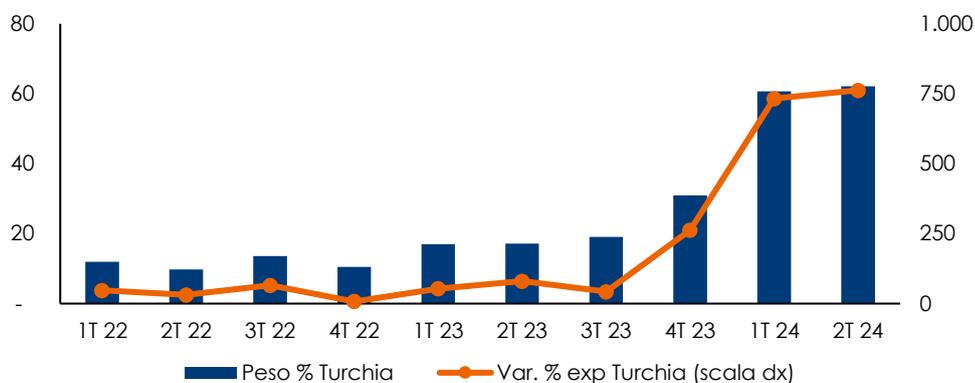
del 262% nell'ultimo trimestre e un peso sulle esportazioni totali di circa un terzo (storicamente era circa il 10%); nel 2024 si è ulteriormente rafforzato fino a raggiungere più del 60% delle esportazioni distrettuali (Fig. 9). Positivo, inoltre, l'andamento delle vendite verso Emirati Arabi Uniti (+10,3%) e Stati Uniti (+16,2%), che prima della recente evoluzione della Turchia erano i principali mercati di riferimento del distretto. Il calo più rilevante è quello maturato negli scambi verso Hong Kong (-12,7%) e verso il Sudafrica (-46,7%), continuando la tendenza già registrata nel 2023 (-63,4%) (Tab. 2).

**Tab. 2 – Esportazioni del distretto oro di Arezzo (variazioni % tendenziali)**

	2023	Peso	Variaz. %	1 sem. 2023	1 sem. 2024	Variaz.	Variaz.
	EUR Mln	%	23 vs 22	EUR Mln	EUR Mln	EUR Mln	%
<b>Totale</b>	<b>3.490,3</b>	<b>100,0</b>	<b>9,4</b>	<b>1.636,4</b>	<b>3.858,0</b>	<b>2.221,6</b>	<b>135,8</b>
Turchia	760,2	21,8	108,9	279,5	2.369,4	2.089,9	747,8
Emirati Arabi Uniti	685,0	19,6	-6,1	354,0	390,4	36,4	10,3
Stati Uniti	471,5	13,5	17,8	209,3	243,1	33,8	16,2
Hong Kong	235,8	6,8	19,9	134,1	117,1	-17,0	-12,7
Francia	228,5	6,5	-0,7	116,0	123,4	7,5	6,5
Rep. Dominicana	135,6	3,9	23,1	59,3	81,7	22,4	37,8
Panama	95,1	2,7	0,9	47,3	65,4	18,2	38,4
Spagna	89,7	2,6	4,8	40,5	47,5	6,9	17,1
Germania	56,2	1,6	-10,8	27,7	26,5	-1,1	-4,0
Canada	51,8	1,5	6,1	22,3	24,9	2,5	11,3
Sudafrica	47,3	1,4	-63,4	35,6	19,0	-16,6	-46,7
Messico	46,1	1,3	70,9	22,6	24,5	1,9	8,4
Regno Unito	45,5	1,3	-3,7	19,0	23,4	4,3	22,8

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2023; Codice Ateco 32.1. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 9 – Distretto oro di Arezzo: peso e andamento delle esportazioni verso la Turchia (%; variazioni % tendenziali)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto oro di Vicenza ha realizzato 1,3 miliardi di euro di esportazioni, in crescita di circa 184 milioni (+17,1%); un contributo importante a questo risultato arriva dal balzo di esportazioni già descritto verso la Turchia (+87,3 milioni; +137,8%), ma si segnala una crescita delle vendite anche verso gli Emirati Arabi Uniti che si attestano a 176,7 milioni di euro (+11,8%). Nonostante la contrazione del -10,2%, gli Stati Uniti si confermano come primo mercato di sbocco con un peso che passa dal 21,8% nel 2023 al 16% nel primo semestre 2024. Continua, inoltre, il buon andamento delle esportazioni verso la Romania che, dopo la crescita del 27,8% maturata nel 2023, registra un incremento del 19,7% (Tab. 3).

**Tab. 3 – Esportazioni del distretto orofo di Vicenza (variazioni % tendenziali)**

	2023	Peso	Var. %	1 sem. 2023	1 sem. 2024	Variazione	Var.
	EUR Mln	%	23 vs 22	EUR Mln	EUR Mln	EUR Mln	%
<b>Totale</b>	<b>2.161,9</b>	<b>100,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1.076,6</b>	<b>1.261,0</b>	<b>184,4</b>	<b>17,1</b>
Stati Uniti	472,1	21,8	-6,4	228,5	205,3	-23,2	-10,2
Emirati Arabi Uniti	313,8	14,5	3,7	158,0	176,7	18,6	11,8
Sudafrica	118,9	5,5	-12,8	65,0	63,5	-1,6	-2,4
Romania	105,7	4,9	27,8	54,8	65,6	10,8	19,7
Turchia	104,7	4,8	32,4	63,3	150,7	87,3	137,8
Hong Kong	103,2	4,8	-0,6	59,3	46,2	-13,1	-22,1
Messico	79,8	3,7	25,8	41,2	49,6	8,4	20,4
Malaysia	66,1	3,1	-18,4	35,8	51,2	15,4	42,9
Svizzera	62,7	2,9	23,0	28,3	26,0	-2,4	-8,3
Francia	62,4	2,9	1,0	28,5	32,8	4,4	15,3
Germania	58,3	2,7	-8,4	28,7	30,6	1,9	6,7
Regno Unito	57,8	2,7	-10,3	24,3	26,4	2,1	8,6
Panama	36,3	1,7	8,0	17,3	25,8	8,5	48,9

Note: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2023; Codice Ateco 32.1. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto di Valenza ha realizzato esportazioni per circa un miliardo di euro con una crescita di 11,2 milioni (+1,1%). Tra i paesi di destinazione, si rileva un incremento importante dell'export verso l'Irlanda (+13,7%; +43,2 milioni) e verso Hong Kong (+25,7%; +20,1 milioni), solo in parte compensato dal calo verso la Francia (-7,5%; -11,5 milioni) e verso la Svizzera (-31,7%; -34 milioni): questi andamenti sono condizionati dalle forti relazioni del distretto con gli operatori del lusso (risentendo delle strategie e delle policy di prezzo delle multinazionali), visibili dal consolidamento dell'Irlanda come polo logistico, affiancato a minori flussi verso Francia e Svizzera, paesi con forti legami con le maison del lusso. Si sottolinea, inoltre, il buon andamento delle esportazioni verso Cina (+6,9%) ed Emirati Arabi Uniti (+34,0%) (Tab. 4).

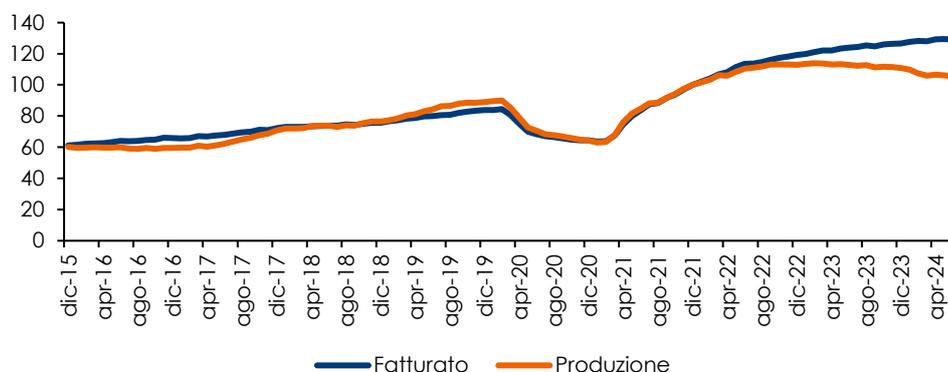
**Tab. 4 – Esportazioni del distretto orofo di Valenza (variazioni % tendenziali)**

	2023	Peso	Variaz. %	1 sem. 2023	1 sem. 2024	Variazione	Variaz.
	EUR Mln	%	23 vs 22	EUR Mln	EUR Mln	EUR Mln	%
<b>Totale</b>	<b>1.887,6</b>	<b>100,0</b>	<b>8,7</b>	<b>987,0</b>	<b>998,2</b>	<b>11,2</b>	<b>1,1</b>
Irlanda	639,7	33,9	26,4	316,1	359,3	43,2	13,7
Francia	277,0	14,7	-9,1	152,6	141,2	-11,5	-7,5
Stati Uniti	181,5	9,6	1,5	98,4	90,4	-8,0	-8,2
Svizzera	173,3	9,2	-1,8	107,3	73,3	-34,0	-31,7
Hong Kong	155,7	8,2	20,9	78,3	98,5	20,1	25,7
Repubblica di Corea	37,9	2,0	1,1	22,9	19,9	-3,0	-13,0
Cina	33,6	1,8	4,9	19,1	20,4	1,3	6,9
Regno Unito	33,3	1,8	-4,5	18,3	15,4	-2,9	-16,0
Emirati Arabi Uniti	32,6	1,7	25,6	17,9	24,0	6,1	34,0
Germania	32,1	1,7	-14,3	20,1	17,2	-2,9	-14,3
Giappone	32,1	1,7	-13,7	17,5	18,6	1,1	6,2
Spagna	24,9	1,3	-10,1	12,7	11,3	-1,4	-11,1
Singapore	24,0	1,3	97,0	8,3	8,5	0,1	1,6
Thailandia	23,5	1,2	29,7	12,8	11,0	-1,8	-14,2

Note: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2023; Codice Ateco 32.1. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Nel primo semestre 2024 l'indice del fatturato del settore gioielleria e bigiotteria continua a mostrare una crescita (+4,0%), mentre l'indice della produzione conferma il rallentamento già rilevato nel 2023, con un calo del -10,0% nel primo semestre 2024. La forbice che si sta determinando tra fatturato e produzione indica una decelerazione in parte anche fisiologica, dopo il punto di massimo raggiunto nel 2022 (Fig. 10).

**Fig. 10 – Evoluzione di produzione e fatturato del settore gioielleria e bigiotteria (2021=100; medie mobili a 12 mesi)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il 2024 si caratterizza per un contesto di rallentamento con una domanda mondiale poco brillante fortemente condizionata dall'incertezza geopolitica, dai risultati elettorali negli Stati Uniti e dal persistere dei conflitti in Ucraina e Medio Oriente. Si sta però rafforzando il percorso di disinflazione che ha portato a una svolta nelle politiche monetarie verso una fase di allentamento diffusa ai principali paesi avanzati. Le prospettive sono di un recupero del potere di acquisto delle famiglie con una spinta maggiore dei consumi; il settore orafa ha mostrato finora un'elevata competitività all'interno del sistema moda che, invece, ha maggiormente sofferto la fase di stagnazione dei consumi. Sarà rilevante puntare sulle caratteristiche distintive del settore come la qualità e la flessibilità delle produzioni, l'elevata artigianalità e il grado di internazionalizzazione per gestire la prossima fase, che potrebbe risultare più riflessiva e di progressiva normalizzazione dopo le recenti evoluzioni particolarmente positive.

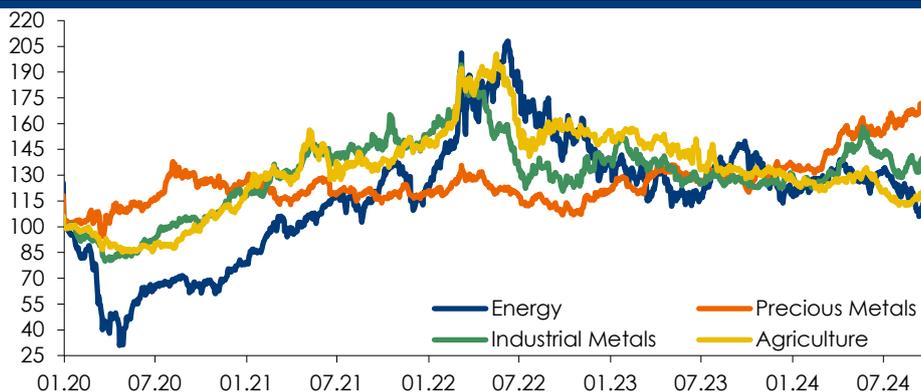
## Materie prime: camminando sul ghiaccio sottile

Le materie prime stanno attraversando mesi complicati a causa di vari elementi di incertezza che gravano sulla domanda finale e di seri rischi politici e geopolitici. Da un lato, il rallentamento in importanti economie e le difficoltà del settore manifatturiero alimentano pressioni ribassiste su metalli ed energetici. Dall'altro lato, l'avvio di un ciclo di politica monetaria espansiva e l'attesa accelerazione della crescita mondiale verso fine 2025 alimentano ottimismo sulle prospettive di medio periodo. Per l'oro, stiamo vivendo nel migliore dei mondi possibili.

Daniela Corsini

I mesi estivi sono stati caratterizzati da dinamiche eterogenee all'interno del comparto commodity. Oro ed argento hanno esteso i rialzi, spinti dalla domanda di beni rifugio e dall'aspettativa di un ciclo monetario espansivo. Petrolio e gas naturale sono rimasti in un ampio range, dove pressioni ribassiste legate al rallentamento dell'economia mondiale erano frequentemente controbilanciate da preoccupazioni sull'offerta alimentate da tensioni geopolitiche, manutenzioni stagionali ed eventi meteorologici estremi. I metalli non ferrosi hanno perso terreno, sino a toccare un minimo di periodo a metà agosto, a causa di una deludente domanda dai settori manifatturiero e immobiliare, aggravata dai problemi strutturali che stanno gravando sull'economia cinese. Successivamente, l'aspettativa di un imminente taglio dei tassi di interesse da parte della Federal Reserve ed il conseguente indebolimento del dollaro americano hanno permesso un parziale recupero delle perdite, ma tutti i metalli non ferrosi restano ben lontani dai precedenti massimi di maggio 2024.

### Performance dei principali settori delle materie prime (dic. 2019 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel nostro scenario di base, rimaniamo ottimisti sui progressi del processo di disinflazione e sulla buona tenuta della crescita mondiale, nonostante ancora per qualche mese proseguirà il rallentamento di Cina e Stati Uniti, dove si conferma una traiettoria di "soft landing" e i rischi recessivi sono al momento scongiurati. Il recente avvio di un nuovo ciclo di politiche monetarie espansive in Europa ed America lascia presagire che nel corso dell'autunno sui mercati finanziari dovrebbe consolidarsi l'appetito per il rischio. Quindi, guardando allo scenario macroeconomico ed ai fondamentali di domanda ed offerta, nelle prossime settimane sarebbe ragionevole attendersi una relativa stabilità all'interno degli attuali trading range per le quotazioni di metalli industriali, gas naturale e petrolio, ma un ulteriore rialzo delle quotazioni dei metalli preziosi, con l'oro destinato a mantenersi su livelli record. L'oro sta infatti vivendo nel migliore dei mondi possibili: ribasso dei tassi di interesse; inflazione core ancora superiore ai target; forte domanda dalle banche centrali; ripresa dei consumi industriali; ricerca di beni rifugio da parte di investitori istituzionali e retail.

Infatti, il mondo finanziario segue con apprensione l'evoluzione di vari elementi di incertezza e delle gravi tensioni geopolitiche. Innanzitutto, l'esito delle prossime elezioni presidenziali americane sarà molto importante per plasmare il sentiment dei mercati finanziari e quindi

influenzerà la performance relativa di materie prime cicliche (energia, metalli) e difensive (oro, argento). Il peggior rischio è rappresentato dalla possibilità di un risultato contestato, poiché estenderebbe ulteriormente l'incertezza sulle politiche economiche e commerciali che potrebbero essere implementate dalla futura amministrazione e potrebbe causare instabilità politica nella prima economia al mondo. Se, come speriamo, questo rischio sarà evitato e ci sarà chiarezza sull'esito elettorale, allora da novembre a fine anno potremmo assistere ad un ritracciamento dell'oro (più o meno marcato a seconda dell'esito delle elezioni), guidato da prese di profitto da parte degli investitori istituzionali. Prevediamo per l'oro una media di 2.490 dollari nel 2025 e di 2.600 dollari nel 2026. Per l'avvio di un ciclo rialzista sui metalli industriali dovremmo invece attendere i primi mesi del 2025, quando diventerà più chiara l'evoluzione delle politiche commerciali americane. Confermiamo che il comparto dei metalli non ferrosi è quello su cui siamo più positivi nel medio e lungo periodo, grazie alla forte crescita attesa della domanda, che beneficerà dei processi di transizione energetica, digitalizzazione e sviluppo dell'intelligenza artificiale, ma anche degli incrementi della spesa in difesa e nell'industria aerospaziale. Al contrario, l'offerta di molti metalli è gravata da un serio sotto-investimento a causa degli insufficienti investimenti implementati negli scorsi anni in sviluppo di nuova capacità estrattiva e di raffinazione, dal calo strutturale delle rese dei giacimenti in attività, che spesso implicano un aumento dei costi di estrazione per unità di metallo, e da un incremento dei costi di produzione per una maggiore attenzione alle tematiche sociali ed ambientali.

Un altro fattore di incertezza che non può essere sottovalutato sono i rischi geopolitici. All'avvicinarsi del primo anniversario dell'attacco di Hamas ad Israele, le tensioni in Medio Oriente restano preoccupanti. Non abbiamo sinora registrato danni ad infrastrutture energetiche né altri impianti produttivi nell'area, ma resta elevato il rischio che si verifichino sabotaggi, attacchi volontari o danni collaterali ad infrastrutture produttive e logistiche, ed il transito di merci e prodotti energetici attraverso il Mar Rosso resta critico. In Est Europa, il conflitto fra Russia e Ucraina sembra entrato in una nuova fase. Continuano i bombardamenti contro infrastrutture militari ed energetiche di entrambi i Paesi, mettendo potenzialmente a rischio i processi di estrazione, raffinazione, stoccaggio e trasporto di idrocarburi. Inoltre, a fine anno scadrà l'accordo di transito che permette alla Russia di spedire gas all'Europa attraverso la rete di gasdotti ucraina e sembra che Kiev non sia interessata a rinnovarlo. Inoltre, è importante sottolineare che le sanzioni internazionali stanno causando importanti distorsioni ai flussi commerciali di materie prime e semilavorati esportati dalla Russia (nonché ai flussi di beni importati in Russia) e rendono più complicato il raggiungimento dei target russi di estrazione e produzione. Per ritorsione, periodicamente Mosca minaccia possibili interruzioni alle spedizioni di alcuni minerali chiave e metalli raffinati.

Dati questi persistenti elementi di incertezza, nei prossimi trimestri i mercati delle materie prime dovrebbero restare sotto i riflettori. La volatilità sarà probabilmente elevata per le materie prime più sensibili ai rischi geopolitici (oro incluso, in qualità di bene rifugio). Di conseguenza, i nostri intervalli di previsione restano ampi, soprattutto per il più vulnerabile comparto energetico. Ad esempio, per il petrolio Brent il trading range più coerente con i fondamentali di domanda e offerta è fra i 65 e i 95 dollari al barile. Le nostre stime indicano un prezzo medio di circa 80 dollari nel 4° trimestre (che implicherebbe una media di circa 82 dollari per l'intero 2024) e di circa 78 dollari nel 2025. Nel lungo periodo, prevediamo un modesto indebolimento verso un target a cinque anni di circa 70 dollari. Infatti, riteniamo probabile che nonostante si avvicini il possibile picco dei consumi mondiali, i limiti volontari o tecnici che frenano la produzione OPEC e non-OPEC contribuiranno notevolmente a frenare il declino delle quotazioni. Prevediamo che il TTF possa mantenersi attorno a una media di 34 EUR/MWh nel 4° trimestre. Ci attendiamo più marcate pressioni ribassiste nel breve periodo, quando un calo stagionale di domanda e stoccaggi ormai pieni potrebbero spingere le quotazioni sotto i 30 EUR/MWh. Al contrario, sono più probabili pressioni rialziste in inverno, quando la ripresa della domanda domestica e preoccupazioni per la probabile interruzione dei flussi di gas russo attraverso l'Ucraina potrebbero riportare le quotazioni verso i 40-45 EUR/MWh, testando un'importante area di resistenza. Nel

medio e lungo periodo, la volatilità dei prezzi si manterrà a causa della globalizzazione del mercato, ma i trading range diventeranno sempre più stretti. In particolare, le spinte rialziste saranno notevolmente frenate da un incremento della produzione mondiale di gas naturale liquefatto (GNL), che si svilupperà a partire dal prossimo anno. È molto probabile che dal 2026 il mercato possa finalmente ritornare in surplus e, quindi, le quotazioni possano stabilmente riassetarsi sui livelli pre-crisi entro il 2030.

Per quanto riguarda gli agricoli, ci attendiamo che continui la divergenza fra coloniali e cereali. In particolare, cacao e caffè hanno registrato importanti pressioni rialziste nel corso dell'anno guidati da un grave deficit sul mercato fisico. Nel corso dei prossimi trimestri le quotazioni potrebbero mantenersi su livelli storicamente molto elevati a causa della lentezza dei necessari processi di erosione della domanda e ribilanciamento della produzione mondiale. Ci attendiamo invece che i principali cereali, mais e frumento, ed i semi di soia potrebbero registrare nuovi rialzi, complici stime di produzione meno ottimistiche e persistenti rischi di condizioni metereologiche sfavorevoli.

**Previsioni di prezzo per i principali future sulle commodity in valuta di quotazione, scenario di base, performance da inizio anno (ytd) e rendimenti attesi nel 2025 e 2026 in percentuale**

Al 20.09.2024	4T24	1T25	2T25	2024	2025	2026	% ytd	% 2025	% 2026
ICE BRENT (USD/barile)	80.0	79.0	78.0	81.7	78.0	76.0	-3	-5	-3
NYMEX WTI (USD/barile)	76.0	75.0	74.0	77.4	74.0	73.0	0	-4	-1
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.0	3.5	3.2	2.4	3.5	4.0	-3	45	14
JKM GNL (USD/MMBtu)	12.0	11.0	9.0	11.4	9.8	9.0	13	-14	-8
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	34.0	31.0	29.0	32.1	28.0	26.0	6	-13	-7
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	35.0	32.0	30.0	33.6	29.0	27.0	12	-14	-7
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	105.0	98.0	87.0	101.9	92.0	87.0	2	-10	-5
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	95.0	88.0	77.0	77.4	84.0	79.0	-16	9	-6
EUA (EUR/tonnellata)	70.5	73.0	74.0	67.2	75.0	87.0	-21	12	16
LME ORO (USD/oz)	2,595	2,500	2,480	2,370	2,490	2,600	25	5	4
LME ARGENTO (USD/oz)	31.0	32.0	31.0	28.3	31.5	33.0	32	11	5
LME PLATINO (USD/oz)	985	1,000	1,050	960	1,075	1,200	-1	12	12
LME PALLADIO (USD/oz)	1,045	1,020	1,070	995	1,070	1,170	-6	8	9
LME RAME 3M (USD/ton)	9,530	9,600	9,700	9,315	9,750	10,100	11	5	4
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,515	2,570	2,600	2,435	2,620	2,800	4	8	7
LME NICHEL 3M (USD/ton)	17,700	17,900	18,000	17,420	18,125	19,000	-1	4	5
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,900	2,910	2,930	2,770	2,945	3,000	8	6	2
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,200	2,210	2,225	2,145	2,235	2,300	-1	4	3
LME STAGNO 3M (USD/ton)	32,000	32,250	32,500	30,605	32,625	33,500	26	7	3
SGX FERRO (USD/ton)	100	100	105	109	105	110	-33	-4	5
LME HRC Nord America (USD/ton)	745	780	840	792	840	820	-36	6	-2
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	590	590	590	634	590	600	-18	-7	2
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	470	490	514	510	505	500	-20	-1	-1
LME REBAR (USD/ton)	590	600	600	585	600	560	-4	3	-7
LME SCRAP (USD/ton)	390	400	400	390	400	380	-13	3	-5
COMEX LITIO (USD/kg)	10.5	11.0	11.5	12.4	11.8	12.5	-39	-5	6
COMEX COBALTO (USD/lb)	11.4	11.5	12.0	12.4	12.3	13.0	-20	-1	6
CBOT MAIS (USc/bu)	430	460	465	425	465	475	-15	9	2
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	585	610	615	580	615	630	-9	6	2
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,130	1,195	1,200	1,135	1,200	1,210	-22	6	1
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	74	74	75	78	75	76	-11	-4	1
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	604	605	610	590	610	615	-2	3	1
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	22.0	21.5	21.0	21.0	21.0	20.8	10	0	-1
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	260	250	245	230	245	240	33	7	-2
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	5,510	5,000	4,500	4,440	4,425	3,750	77	0	-15
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	8,800	7,900	7,100	8,210	7,000	5,500	83	-15	-21
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	6,380	5,725	5,140	6,370	5,070	3,985	50	-20	-21
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	355	370	373	348	375	385	-18	8	3
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	45	45	45	44.9	45	46	-12	0	2

Fonte: stime Intesa Sanpaolo, dati storici Bloomberg

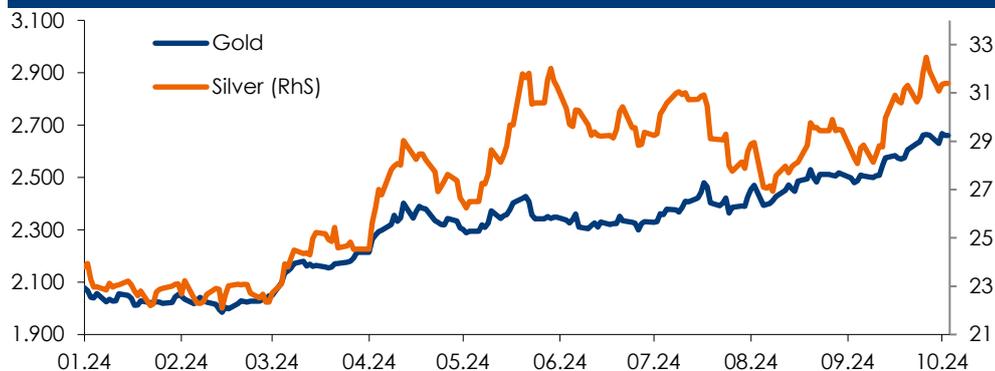
## Metalli preziosi: l'anno dell'oro

Nelle prossime settimane l'oro potrebbe registrare nuovi record, e vediamo 3.000 dollari l'oncia come massima estensione del movimento rialzista. Al momento, prevediamo un prezzo medio di circa 2.595 dollari nel 4° trimestre perché riteniamo probabile che verso fine anno possano verificarsi prese di profitto, che potrebbero rappresentare una buona occasione di ingresso per investitori di lungo periodo.

### Oro e argento

Il 18 settembre, l'oro ha festeggiato il primo taglio dei tassi di interesse implementato dalla Federal Reserve in quattro anni toccando un nuovo record storico e superando per la prima volta quota 2.600 dollari/oncia. Nei giorni successivi l'oro ha toccato nuovi record, registrando al 26 settembre un picco di circa 2.685 dollari e una performance di oltre il +28% da inizio anno.

#### Prezzi di oro e argento in USD/oz (scala di destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sinora il 2024 è stato un anno indimenticabile per l'oro, che ha raggiunto massimi senza precedenti guidato soprattutto da tre fattori positivi:

- Rischi geopolitici, e in particolar modo il rischio di un'escalation in Medio Oriente con un possibile coinvolgimento diretto dell'Iran nel conflitto israelo-palestinese. Non è un caso che il rally dell'oro sia iniziato dopo l'attacco di Hamas a Israele il 7 ottobre 2023, e che il primo salto oltre quota 2.400 dollari sia avvenuto il 12 aprile, alla vigilia del primo attacco diretto dell'Iran contro Israele. Anche la rottura del livello di 2.600 è stata accompagnata da un'intensificazione delle tensioni geopolitiche. In Medio Oriente, si sono verificate esplosioni coordinate di decine di cercapersone (il 17 settembre) e walkie-talkie (il 18 settembre), utilizzati da militanti del gruppo Hezbollah in Libano e Siria, che si sospetta possano essere state orchestrate dal Mossad israeliano. Tali attacchi non hanno precedenti e sono, a nostro avviso, particolarmente significativi per il ricorso a nuovi strumenti (ampliando la definizione di armi sino a includere potenzialmente ogni device tecnologico) e a nuove strategie di attacco da remoto. Nella notte fra il 17 e il 18 settembre, in Russia importanti depositi militari contenenti munizioni e artiglieria delle forze armate russe sono stati distrutti a Toropets, circa 160 chilometri a nord-ovest di Mosca, tramite l'utilizzo di droni esplosivi o velivoli senza piloti lanciati dall'Ucraina. Anche questo attacco ha rappresentato una grande sorpresa sia perché tali depositi erano considerati inviolabili, sia perché non si immaginava che l'Ucraina disponesse di una simile profondità di attacco.
- Uno scenario macroeconomico favorevole ai beni rifugio, caratterizzato da un'economia in rallentamento (e conseguente volatilità sui mercati azionari, alimentata da periodiche preoccupazioni per possibili rischi recessivi) e dall'avvio di un ciclo di politica monetaria espansiva, complice il primo taglio dei tassi ufficiali di riferimento da parte della Fed dal 2020. In particolar modo, l'oro ha reagito positivamente alla sorpresa di un avvio del ciclo espansivo statunitense con un taglio di 50pb invece degli usuali 25pb grazie alla correlazione

negativa fra il metallo prezioso e i tassi di interesse, spiegata dal fatto che un maggior costo del denaro implica un maggior costo-opportunità di detenere asset che non pagano cedole né dividendi, quali l'oro.

- Acquisti di oro da parte delle banche centrali per diversificare le proprie riserve. Dal 2022, quando la Russia ha invaso l'Ucraina e si sono moltiplicate le sanzioni internazionali, le banche centrali hanno notevolmente incrementato i propri acquisti di oro, e infatti il 2022 e il 2023 sono stati anni record per la domanda in questo settore. Questa dinamica è sinora continuata anche nel 2024, poiché i dati ufficiali del World Gold Council (WGC) rilevano che nel 1° semestre le banche centrali hanno comprato ben 483 tonnellate di oro: il massimo mai registrato in questo periodo dell'anno. Inoltre, sorprende come addirittura il 67% di questi volumi non sia stato dichiarato. Nonostante la People Bank of China (PBoC) abbia interrotto gli acquisti a partire dal mese di maggio, i dati relativi al 2° trimestre confermano questo trend di forte domanda da parte delle banche centrali: +1% a/a, guidato da Turchia, Cina, India e Kazakistan, e ben +69% rispetto alla media stagionale a cinque anni.

Inoltre, non dobbiamo dimenticare che, dopo anni di rallentamento, anche la domanda di oro fisico per utilizzi tecnologici è tornata a crescere, trascinata da investimenti in elettronica, intelligenza artificiale ed energie rinnovabili.

#### Stime del World Gold Council per il 2° trimestre 2023 e il 2° trimestre 2024, in tonnellate

	2° trim. 2023	% sul totale	2° trim. 2024	% sul totale	Crescita a/a %
<b>Domanda totale di oro, in tonnellate</b>	993		929		-6
Consumo in gioielleria	479	48	391	42	-19
Scorte in gioielleria	15	1	20	2	36
Lingotti e monete	274	28	261	28	-5
ETF	-21	-2	-7	-1	---
Banche centrali	174	17	183	20	6
Tecnologia	73	7	81	9	11
<b>Offerta totale di oro, in tonnellate</b>	1,208		1,258		4
Produzione mineraria	900	74	929	74	3
Hedging netto dei produttori	-16	-1	-6	-1	---
Riciclo	324	27	335	27	4

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

In tale scenario di rallentamento economico, politiche monetarie espansive e persistenti rischi geopolitici, ai mercati finanziari piace l'oro: in estate i volumi di metallo giallo detenuti dagli ETF sono tornati a crescere dopo mesi di contrazione, mentre le posizioni speculative (ovvero le posizioni in future e opzioni sull'oro detenute da money manager ed hedge fund) sono cresciute ai massimi da ben quattro anni.

Prevediamo che nelle prossime settimane proseguiranno le pressioni rialziste sul metallo giallo, che potrebbe raggiungere nuovi record. Riteniamo che il livello di 3.000 dollari l'oncia possa ora rappresentare la massima estensione del movimento rialzista in questa fase di mercato, ma sottolineiamo che il futuro picco delle quotazioni sarà prevalentemente determinato da pressioni speculative e domanda di beni rifugio per rischi politici e geopolitici, mentre, a nostro avviso, gli storici driver come domanda in gioielleria, correlazione con dollaro americano, tassi e inflazione giocheranno un ruolo secondario. Al momento, prevediamo un prezzo medio di circa 2.595 dollari nel 4° trimestre 2024 perché riteniamo probabile che verso fine anno possano registrarsi prese di profitto, che potrebbero rappresentare una buona occasione di ingresso per investitori di lungo periodo. L'oro potrebbe attestarsi nel 2025 attorno a una media di 2.490 dollari per poi risalire nel 2026 verso una media di 2.600 dollari.

Per quanto riguarda l'argento, nonostante la forte correlazione con l'oro e la superiore performance da inizio anno, a nostro avviso, al momento questo metallo non beneficia quanto il metallo giallo della domanda di banche centrali né di investitori istituzionali e retail nei paesi emergenti. Per questo motivo, manteniamo stime più conservative e prevediamo che l'argento possa mantenersi in media vicino ai 31 dollari l'oncia nel 4° trimestre e scambiare attorno a una

media di circa 31,5 dollari nel 2025 e di 33 dollari nel 2026, ben lontano dal suo record storico di circa 50 dollari l'oncia registrato nell'aprile 2011.

#### Rapporto oro/argento

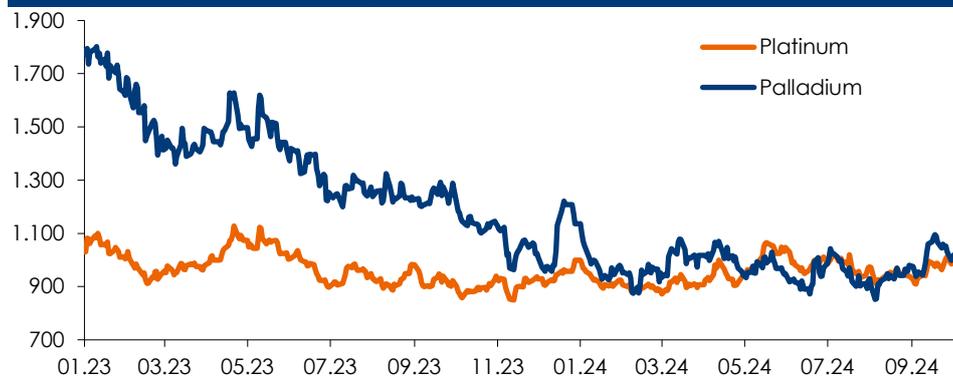


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Platino e palladio

Una volta superate le incertezze macroeconomiche e politiche che dovrebbero caratterizzare gli ultimi mesi del 2024, ribadiamo la nostra view positiva su platino e palladio nel medio e lungo periodo grazie all'attesa accelerazione dell'economia mondiale, al probabile recupero degli investimenti in infrastrutture e transizione energetica e ai persistenti rischi per l'offerta, complici le periodiche minacce di possibili interruzioni delle esportazioni russe.

#### Prezzi di platino e palladio in USD/oz (scala di destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Rapporto oro-platino



Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto oro-palladio**

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto platino-palladio**

Fonte: Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo per i principali futures su metalli preziosi, scenario di base**

AI 20.09.2024		4T24	1T25	2T25	2024	2025	2026
LME ORO	in USD/oz	2,475	2,445	2,400	2,370	2,490	2,600
	in EUR/gr	74.70	71.79	69.58	69.81	71.17	73.46
LME ARGENTO	in USD/oz	30.00	31.00	30.00	28.28	31.50	33.00
	in EUR/gr	0.91	0.91	0.87	0.83	0.90	0.93
LME PLATINO	in USD/oz	1,000	1,015	1,050	960	1,075	1,200
	in EUR/gr	30.18	29.80	30.44	28.29	30.73	33.91
LME PALLADIO	in USD/oz	965	975	1,020	995	1,070	1,170
	in EUR/gr	29.12	28.63	29.57	29.29	30.58	33.06

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

### Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

#### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

#### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

#### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

#### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

#### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate da Research Department di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni

sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

### Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

### Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

### 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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – in accordo con quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli emittenti di strumenti finanziari, e le società del loro gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

#### Rates, FX & Commodities Research

Daniela Corsini – Economista Materie Prime

daniela.corsini@intesasanpaolo.com

#### Industry & Banking Research

##### Industry Research

Stefania Trenti – Economista Industry

stefania.trenti@intesasanpaolo.com

Sara Giusti (sede di Firenze)

sara.giusti@intesasanpaolo.com