

Focus

## Il settore orafa italiano nel primo semestre 2023

Nel 1° semestre 2023 il settore orafa italiano ha realizzato esportazioni per 4,7 miliardi di euro con una crescita del 16,4%, confermando il proprio ruolo di protagonista nel contesto europeo (poco meno della metà delle esportazioni dell'UE27 son riferite all'Italia). Tra i mercati di sbocco, grazie a una crescita del 68% la Svizzera supera gli Stati Uniti, che comunque presentano una crescita sia in valore (5%), sia in quantità (14%).

## Materie prime: transizione energetica e sottoinvestimento

Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento nei paesi occidentali e in Cina, alti tassi di interesse e non trascurabili pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole alla maggior parte delle materie prime. Tuttavia, la transizione energetica e uno strutturale sottoinvestimento forniranno supporto alle quotazioni.

## Metalli preziosi: occhi puntati sulla Fed

Negli ultimi mesi i metalli preziosi hanno seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, i rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano. Prevediamo che questi elementi rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi.

Ottobre 2023

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

**Stefania Trenti**

Economista - Industry

**Sara Giusti**

Economista - Industry

**Daniela Corsini, CFA**

Economista - Materie Prime

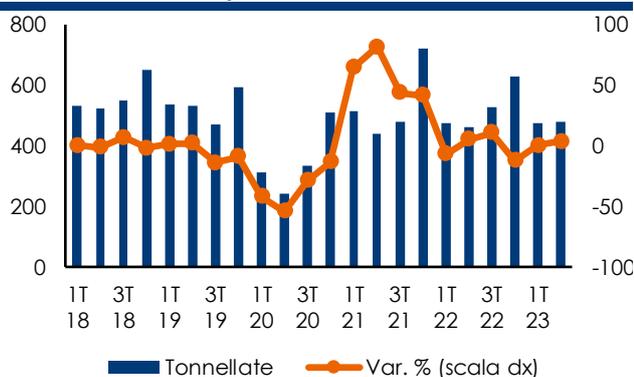
## Il settore orafa italiano nel primo semestre 2023

Grazie a un 2° trimestre più dinamico, la domanda mondiale di gioielli in oro, pur in un contesto di prezzi elevati, raggiunge il valore di 951 tonnellate, in crescita nel semestre dell'1,5%. Il settore orafa italiano si conferma il più rilevante nel contesto europeo (circa la metà dell'export dell'Unione) e nel 1° semestre ha realizzato 4,7 miliardi di euro con una crescita del 16,4%; l'incremento ha interessato i principali mercati di destinazione e in particolare la Svizzera (+68%), che supera per importi gli Stati Uniti che presentano comunque una crescita del 5,1%.

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

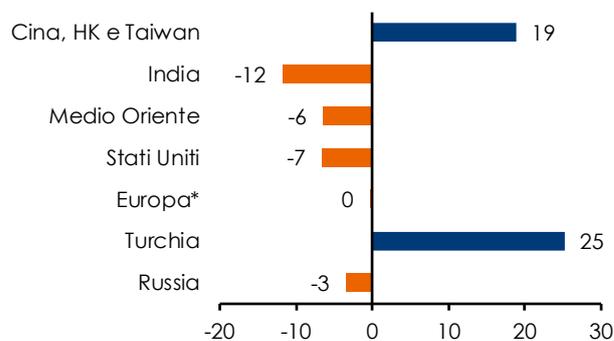
Nel 1° semestre 2023 la domanda mondiale di gioielli in oro è stata pari a oltre 950 tonnellate con una dinamica più vivace nel 2° trimestre (+3,1%) rispetto ai primi tre mesi dell'anno, in cui aveva confermato il valore del 2022 (Fig. 1). Il mercato cinese, per effetto anche del rimbalzo in seguito all'eliminazione delle misure restrittive, presenta una crescita sostenuta (+19%) trainata dalla ripresa della socialità e anche dal ritorno ai matrimoni sospesi negli anni precedenti. In prospettiva per il resto dell'anno questo mercato potrebbe trovare supporto dalla fiera di Shenzhen e dalla domanda legata ai matrimoni che si concentrano maggiormente nella seconda metà dell'anno, ma si evidenziano anche dei rischi al ribasso legati al contesto economico in rallentamento, al prezzo dell'oro sostenuto e a una maggior prudenza nei consumi di beni voluttuari. In riduzione, invece, la domanda dall'India, che rappresenta il secondo mercato per domanda di gioielli e che ha mostrato un calo pari al -12% e si è attestata a 207 tonnellate: l'impatto negativo dettato dal prezzo dell'oro elevato è stato in parte controbilanciato dal contesto economico favorevole e sarà condizionato nel resto dell'anno dall'andamento della stagione dei monsoni. Particolarmente rilevante la crescita della domanda turca, che mostra per il quarto trimestre consecutivo una crescita a doppia cifra e raggiunge nei primi sei mesi il valore di circa 20 tonnellate, con un incremento dettato soprattutto dalla domanda per investimento. La domanda americana, invece, ha mostrato un calo del -7%, frutto anche di un progressivo spostamento dei consumi verso i servizi e condizionata dall'elevato prezzo dell'oro (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 1° semestre 2023 rispetto al 2022 (variazione % su dati in tonnellate)**

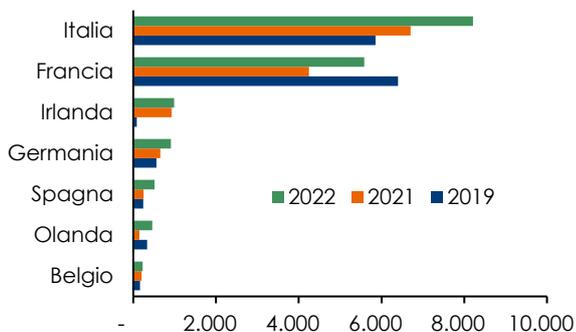


Note: (\*) al netto della Russia; i paesi sono esposti in ordine decrescente per valore della domanda nel 1° trimestre 2023. Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

Nel corso degli ultimi mesi si è assistito a un indebolimento della crescita mondiale per l'effetto frenante nei paesi occidentali della politica monetaria restrittiva e un rimbalzo post-pandemico meno solido in Cina a causa anche dell'aggravarsi della crisi immobiliare. Pur in questo panorama estremamente volatile, il settore orafa italiano ha confermato la propria competitività e il primato nel contesto europeo: in termini di esportazioni di gioielli in oro, l'Italia rappresenta il 48% del totale europeo e nel 2022 ha superato il valore del 2019 del 40%, mentre la Francia mostrava ancora un ritardo del -12%, e l'Irlanda si posizionava come terzo paese esportatore con circa 1 miliardi di euro (nel 2019 il valore di esportazioni era praticamente trascurabile e con importazioni in crescita significativa soprattutto dall'Italia) (Fig. 3). Anche nel 1° semestre i

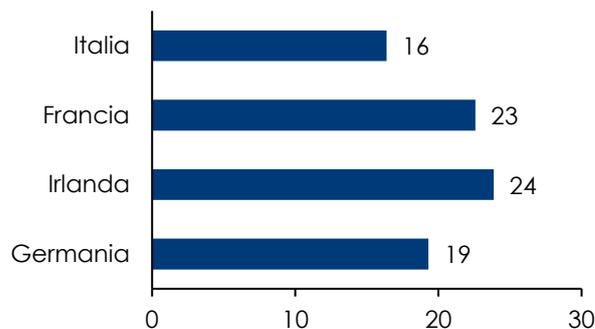
principali esportatori europei hanno mostrato una buona dinamica con percentuali di crescita maggiori per Francia (23%) e Irlanda (24%), e l'Italia si è attestata al 16% per effetto anche di incrementi più significativi mostrati negli anni precedenti (Fig. 4).

**Fig. 3 – Andamento delle esportazioni di gioielli in oro per i principali esportatori europei (milioni di euro)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

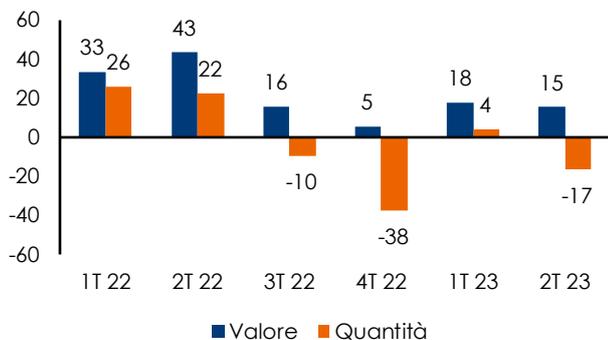
**Fig. 4 – Andamento delle esportazioni di gioielli in oro nel 1° semestre 2023 (variazioni % tendenziali)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

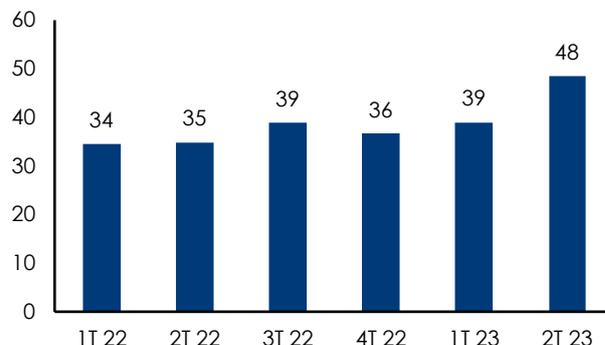
Nel 1° semestre le esportazioni italiane di gioielli in oro sono state pari a 4,7 miliardi di euro con un incremento del 16% in valore. A fronte di un 2° trimestre che in generale ha visto un rallentamento nelle principali economie, le esportazioni di gioielli in oro hanno mantenuto in valore un tasso di crescita significativo in entrambi i trimestri (18% nel 1° trimestre e 15% nel 2° trimestre), mentre la variazione delle esportazioni in quantità ha mostrato un netto rallentamento, tanto che nel 2° trimestre si sono ridotte del -17% evidenziando una crescita nel valore medio unitario che passa da 39 euro/grammo nel 1° trimestre a 48 euro/grammo nel periodo aprile-giugno (Fig. 6).

**Fig. 5 – Evoluzione trimestrale 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 trimestre (euro/grammo)**



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

Nel 1° semestre 2023, per effetto di una crescita del 68% in valore la Svizzera, con un importo di 780 milioni di euro, diventa il primo mercato di sbocco delle esportazioni italiane di gioielli in oro, superando gli Stati Uniti che raggiungono i 578 milioni di euro, in crescita del 5% in valore e del 14% in quantità. Seguono gli Emirati Arabi Uniti con 544 milioni di euro, in linea come valore al dato del 1° semestre 2022 e con un calo in quantità (-8%), e la Francia con 478 milioni di euro (+7% in valore; -10% in quantità) (Tab. 1). Da rilevare, inoltre, tra i diversi mercati di riferimento, il continuo rafforzamento delle vendite verso l'Irlanda (+21%), che negli ultimi anni ha assunto il ruolo di hub logistico per il gioiello Made in Italy, così come la Svizzera rappresenta un hub logistico per le maison del lusso (Tab. 1).

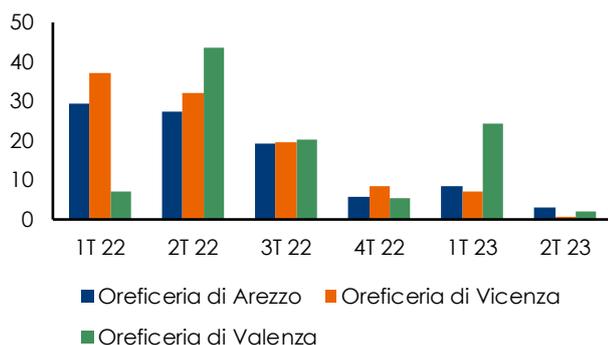
Tab. 1 – Evoluzione delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* nei principali mercati di sbocco

	Analisi annuale 2022						Analisi 1° semestre 2023			
	Mln euro	Peso %	Var. %	Tonn.	Peso %	Var. %	Mln euro	Var. %	Tonn.	Var. %
<b>Totale</b>	<b>8.208</b>	<b>100,0</b>	<b>22,5</b>	<b>228</b>	<b>100,0</b>	<b>-7,7</b>	<b>4.720</b>	<b>16,4</b>	<b>108,4</b>	<b>-7,6</b>
Stati Uniti	1.160	14,1	15,5	35	15,5	-47,1	578	5,1	19,2	14,3
Emirati Arabi Uniti	1.072	13,1	19,2	23	10,1	6,3	544	0,1	10,8	-7,6
Svizzera	954	11,6	25,7	12	5,3	18,7	780	68,8	6,7	1,7
Francia	758	9,2	27,3	15	6,7	11,8	478	6,9	7,3	-9,9
Irlanda	508	6,2	6,4	9	3,8	-17,4	317	21,2	3,0	-15,2
Turchia	476	5,8	39,1	13	5,5	23,8	368	71,1	9,1	60,7
Hong Kong	402	4,9	-1,0	10	4,4	-11,0	251	20,4	6,0	19,6
Sud Africa	326	4,0	5,7	10	4,3	-9,5	116	-38,0	3,4	-40,7
Germania	185	2,3	26,6	22	9,5	29,9	86	-3,0	4,2	-73,5
Regno Unito	164	2,0	30,0	5	2,4	-20,2	66	-4,8	2,1	-21,1
Rep. Dominicana	148	1,8	5,8	5	2,1	-6,8	84	6,8	2,6	-2,2
Messico	148	1,8	42,4	5	2,3	27,9	97	30,6	3,1	17,2
Algeria	146	1,8	461,7	3	1,4	401,9	49	-14,0	1,0	-15,9

Nota: (\*) codice 711319; i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2022. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

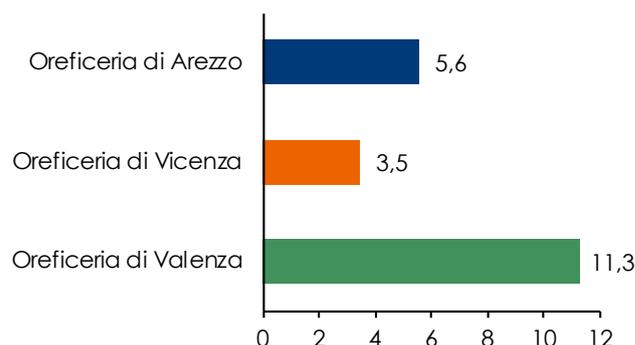
Per i distretti italiani, nel 2° trimestre si rileva un rallentamento rispetto al periodo gennaio-marzo, ma tutti e tre i distretti monitorati presentano comunque nel periodo aprile-giugno esportazioni in crescita (il manifatturiero italiano nel 2° trimestre ha registrato un calo del -1%) (Fig. 7). Complessivamente nel 1° semestre il distretto che presenta il tasso di crescita più elevato è quello di Valenza (+11,3%), seguito dall'Oreficeria di Arezzo (+5,6%) e, infine, dal distretto veneto di Vicenza (+3,5%) (Fig. 8). È opportuno evidenziare come il risultato del distretto piemontese sia condizionato, più che per gli altri due distretti, dal ruolo e dalle policy di prezzo attuate dalle multinazionali, che non sono di facile interpretazione da una lettura dei risultati in valore, e che nel 2020 tale distretto aveva subito il calo di esportazioni più rilevante. Nel 1° semestre 2023, i tre distretti hanno realizzato 3,7 miliardi di euro di esportazioni con un incremento rispetto all'anno precedente di oltre 222 milioni (+6,4%), che si conferma superiore rispetto alla crescita dei prezzi alla produzione estera che è stata pari a +5,6%<sup>1</sup>.

Fig. 7 – Evoluzione trimestrale delle esportazioni dei principali distretti italiani (var. % a prezzi correnti)



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

Fig. 8 – Evoluzione delle esportazioni nel 1° semestre 2023 dei principali distretti italiani (var. % a prezzi correnti)



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

Il distretto orafa di Vicenza ha realizzato 1.076 milioni di euro di esportazioni, con una crescita di 36 milioni di euro rispetto al periodo gennaio-giugno 2022 (+3,5%), per effetto di un incremento

<sup>1</sup> Da rilevare che in questo confronto vengono utilizzati i prezzi alla produzione per coerenza con il dettaglio settoriale che nell'Ateco 32.1 comprende anche la bigiotteria, mentre la variazione dei valori medi unitari calcolata a livello nazionale per le esportazioni di gioielli in oro si riferisce al solo comparto dei gioielli e incorpora anche il cambiamento verso un mix più orientato all'alto di gamma.

del 6,9% nel 1° trimestre e una sostanziale stabilità nel 2° (+0,4%). Tra i principali mercati di sbocco, si segnala il calo registrato nelle vendite verso gli Stati Uniti (-8,7%), che restano comunque il primo mercato di sbocco con 228,5 milioni di euro, e verso il Sudafrica (-14,7%); queste riduzioni sono state più che compensate dagli incrementi di vendite verso Turchia (+83,5%), Hong Kong (+17,9%) e Romania (+25,2%) (Tab. 2).

**Tab. 2 – Esportazioni del distretto orafa di Vicenza (variazioni % tendenziali)**

	Analisi annuale 2022			Analisi 1° semestre				Variazioni % trimestrali	
	Mln euro	Peso %	Var. %	1° sem. 22	1° sem. 23	Var. mln euro	Var. %	1° trim.	2° trim.
				mln euro	mln euro				
<b>Totale</b>	<b>2.118,5</b>	<b>100,0</b>	<b>22,7</b>	<b>1.040,6</b>	<b>1.076,6</b>	<b>36,0</b>	<b>3,5</b>	<b>6,9</b>	<b>0,4</b>
Stati Uniti	504,5	23,8	7,6	250,1	228,5	-21,7	-8,7	-6,0	-11,2
Emirati Arabi Uniti	302,7	14,3	45,8	152,6	158,0	5,4	3,6	13,2	-3,6
Sudafrica	136,4	6,4	15,3	76,3	65,0	-11,2	-14,7	8,4	-36,3
Hong Kong	103,9	4,9	23,8	50,3	59,3	9,0	17,9	11,8	24,9
Romania	82,5	3,9	9,4	43,8	54,8	11,0	25,2	22,9	27,3
Malaysia	81,0	3,8	42,1	42,8	35,8	-7,0	-16,3	-27,5	-3,3
Turchia	79,1	3,7	70,3	34,5	63,3	28,8	83,5	124,1	54,3
Regno Unito	64,4	3,0	12,4	29,1	24,3	-4,8	-16,5	-27,8	-5,9
Messico	63,9	3,0	40,0	32,1	41,2	9,1	28,3	44,8	11,9
Germania	61,9	2,9	31,8	31,1	28,7	-2,4	-7,8	-6,4	-8,8
Francia	60,9	2,9	16,0	31,0	28,5	-2,6	-8,2	-12,1	-3,9
Svizzera	51,0	2,4	16,5	22,7	28,3	5,6	24,5	33,3	17,9
Australia	41,0	1,9	46,6	16,8	14,3	-2,5	-14,6	-2,6	-23,2
Canada	33,9	1,6	20,9	16,7	12,4	-4,4	-26,1	-24,6	-27,1
Panama	33,7	1,6	96,1	15,9	17,3	1,4	9,1	17,4	2,9
Polonia	25,8	1,2	-6,6	13,1	15,1	2,0	15,5	9,5	20,3
Repubblica Ceca	24,8	1,2	35,8	12,4	10,4	-1,9	-15,7	-34,8	12,5
India	23,7	1,1	12,7	11,6	8,0	-3,6	-30,7	-27,3	-33,4
Israele	23,5	1,1	3,2	10,4	11,4	1,0	9,7	-2,0	23,3
Thailandia	23,4	1,1	5,4	12,3	14,5	2,2	17,9	17,5	18,4
Singapore	20,0	0,9	38,1	9,6	11,3	1,7	17,8	11,3	22,8
Svezia	17,2	0,8	24,2	9,1	7,4	-1,7	-18,5	-27,7	-9,1
Libano	17,1	0,8	136,0	3,9	6,7	2,8	70,4	384,9	0,9

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2022; Codice Ateco 32.1.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto di Arezzo conferma il valore più elevato in termini di esportazioni tra le realtà monitorate, e con oltre 1,6 miliardi di euro presenta una crescita di 86 milioni, pari al +5,6%. Anche per il distretto toscano la Turchia è il mercato con la maggior crescita di esportazioni (+111,6 milioni; +66,4%), insieme a Hong Kong (+30 milioni; +28,9%); entrambi questi mercati hanno mostrato un'accelerazione nella crescita nel 2° trimestre. Gli Emirati Arabi Uniti, nonostante il rallentamento nel 2° trimestre (-13,7%), si confermano comunque il primo mercato di sbocco con oltre 354 milioni (-5,7%), seguiti dagli Stati Uniti con 209 milioni di euro (+11%). (Tab. 3).

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

	Analisi annuale 2022			Analisi 1° semestre				Variazioni % trimestrali	
	Mln euro	Peso %	Var. %	1° sem. 22 mln euro	1° sem. 23 mln euro	Var. mln euro	Var. %	1° trim.	2° trim.
<b>Totale</b>	<b>3.175,3</b>	<b>100,0</b>	<b>19,1</b>	<b>1.550,3</b>	<b>1.636,4</b>	<b>86,1</b>	<b>5,6</b>	<b>8,4</b>	<b>3,0</b>
Emirati Arabi Uniti	730,1	23,0	11,9	375,4	354,0	-21,4	-5,7	5,4	-13,7
Stati Uniti	400,3	12,6	6,9	188,6	209,3	20,7	11,0	3,5	18,0
Turchia	363,9	11,5	35,4	167,9	279,5	111,6	66,4	53,6	80,5
Francia	227,3	7,2	28,4	116,5	116,0	-0,5	-0,4	6,6	-6,9
Hong Kong	196,6	6,2	-2,3	104,0	134,1	30,1	28,9	16,6	41,0
Algeria	141,6	4,5	443,2	53,4	11,5	-41,9	-78,5	-60,9	-95,8
Sudafrica	129,1	4,1	4,0	73,6	35,6	-38,0	-51,6	-21,9	-82,2
Rep. Dominicana	110,2	3,5	-3,7	57,5	59,3	1,9	3,2	-14,8	24,2
Panama	94,3	3,0	48,6	48,6	47,3	-1,4	-2,8	2,0	-7,7
Spagna	83,5	2,6	24,3	42,7	40,5	-2,1	-5,0	-1,7	-8,3
Germania	62,7	2,0	15,8	31,4	27,7	-3,7	-11,8	-9,5	-14,4
Giordania	50,6	1,6	28,6	27,0	16,5	-10,5	-38,7	-46,4	-31,2
Canada	48,8	1,5	6,0	21,5	22,3	0,8	3,9	19,5	-6,0
Regno Unito	47,2	1,5	8,0	21,3	19,0	-2,3	-10,7	-16,4	-6,0
Polonia	39,2	1,2	30,2	20,9	21,0	0,2	0,8	1,1	0,5
Singapore	33,8	1,1	31,3	15,1	12,7	-2,4	-15,8	-0,2	-25,2
Libano	32,7	1,0	81,1	10,9	14,5	3,6	33,1	120,8	-10,8
Messico	27,1	0,9	34,4	12,2	22,6	10,4	85,6	54,7	119,1

Note: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2022; codice Ateco 32.1.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Dopo un tasso di crescita particolarmente elevato nel 1° trimestre (+24%), le esportazioni del distretto di Valenza Po mostrano una crescita più contenuta nel periodo aprile-giugno (+1,9%) e raggiungono il valore di 987 milioni di euro, con un incremento di 100 milioni rispetto al 2022 (+11,3%). Continua il rafforzamento costante nei due trimestri del 2023 dei flussi verso l'Irlanda (+22%), che con oltre 316 milioni di euro è il primo mercato di sbocco, mentre si riducono le vendite verso la Francia (-16,6%), più che compensate dai buoni risultati verso Stati Uniti (+18,6%) e Svizzera (+28,0%). Questi risultati confermano le forti relazioni del distretto con gli operatori del lusso, visibili dal consolidamento dell'Irlanda e della Svizzera come poli logistici, che potrebbero essere legati a una ricomposizione dei minori flussi verso la Francia (Tab. 4).

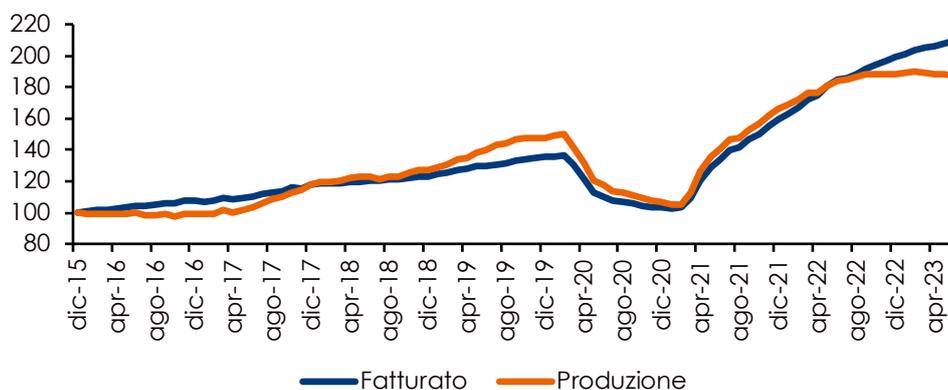
Tab. 4 – Esportazioni del distretto orafico di Valenza (variazioni % tendenziali)

	Analisi annuale 2022			Analisi 1° semestre				Variazioni % trimestrali	
	Mln euro	Peso %	Var. %	1° sem. 22 mln euro	1° sem. 23 mln euro	Var. mln euro	Var. %	1° trim.	2° trim.
<b>Totale</b>	<b>1.730,4</b>	<b>100,0</b>	<b>18,7</b>	<b>887,0</b>	<b>987,0</b>	<b>100,0</b>	<b>11,3</b>	<b>24,4</b>	<b>1,9</b>
Irlanda	505,9	29,2	5,0	258,3	316,1	57,8	22,4	22,7	22,1
Francia	303,2	17,5	93,5	183,0	152,6	-30,4	-16,6	44,5	-42,2
Stati Uniti	178,9	10,3	15,6	83,0	98,4	15,4	18,6	27,6	14,4
Svizzera	176,4	10,2	28,9	83,8	107,3	23,4	28,0	-27,2	77,7
Hong Kong	128,8	7,4	-29,8	75,0	78,3	3,4	4,5	50,7	-18,6
Rep. di Corea	37,5	2,2	84,4	21,7	22,9	1,2	5,4	8,1	2,7
Giappone	37,2	2,1	26,1	13,5	17,5	4,0	29,5	56,0	5,1
Germania	37,1	2,1	49,4	20,2	20,1	-0,1	-0,3	86,3	-42,3
Regno Unito	34,9	2,0	70,2	19,2	18,3	-0,9	-4,8	-13,0	4,0
Cina	32,0	1,8	-18,6	6,4	19,1	12,7	199,4	438,4	-21,1
Spagna	27,1	1,6	44,7	13,1	12,7	-0,4	-3,0	-1,8	-3,9
Emirati Arabi Uniti	25,9	1,5	11,3	11,6	17,9	6,3	54,4	51,3	58,3
Taiwan	22,8	1,3	54,4	12,4	6,5	-5,9	-47,5	-29,5	-55,6
Thailandia	18,1	1,0	108,6	8,5	12,8	4,3	50,9	-18,9	101,8
Belgio	14,2	0,8	2,9	6,6	6,5	-0,1	-0,8	-7,3	4,5
Canada	13,1	0,8	33,4	4,7	5,0	0,3	5,7	11,9	-0,7
Singapore	12,2	0,7	66,3	5,1	8,3	3,3	64,2	130,2	27,0
Israele	9,4	0,5	-42,6	2,6	4,8	2,3	88,1	-27,7	357,9

Note: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2022; codice Ateco 32.1.  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Anche nei primi sei mesi 2023 gli indici di fatturato e produzione confermano il buon andamento complessivo del settore: i valori medi del 1° semestre 2023 mostrano incrementi per il fatturato del 10,2%, mentre la produzione evidenzia una sostanziale stabilità (-0,2%) (Fig. 9).

Fig. 9 – Evoluzione di produzione e fatturato del settore gioielleria e bigiotteria (2015=100; medie mobili a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

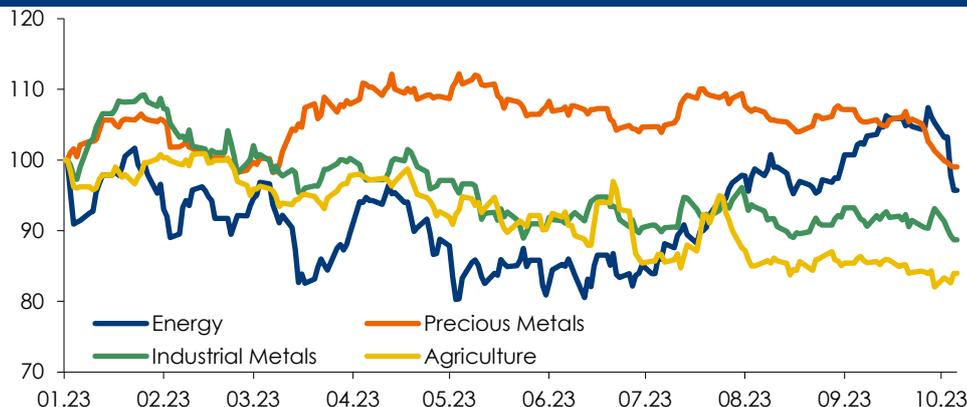
Il settore dell'oreficeria italiana ha continuato a dimostrare un'elevata competitività e un ruolo centrale nel contesto europeo grazie alla capacità di cogliere le opportunità emerse dai diversi mercati internazionali. L'atteso rientro dell'inflazione, le prospettive di taglio dei tassi e il ritorno alla crescita di alcuni importanti sbocchi commerciali potrebbero sostenere il buon andamento delle esportazioni raggiunto dal comparto. Sarà importante continuare a presidiare i mercati internazionali e sostenere la competitività del settore fondata su flessibilità e qualità delle produzioni.

## Materie prime: transizione energetica e sottoinvestimento

Lo scenario macroeconomico, caratterizzato da rallentamento nei paesi occidentali e in Cina, alti tassi di interesse e non trascurabili pressioni inflazionistiche, sarà probabilmente sfavorevole alla maggior parte delle materie prime. Tuttavia, la transizione energetica e uno strutturale sottoinvestimento forniranno supporto alle quotazioni.

Daniela Corsini

### Performance da inizio anno dei principali comparti delle materie prime (dic. 2022 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cominciamo con una buona notizia: gli investimenti nella transizione energetica stanno accelerando ed hanno raggiunto un nuovo record, spinti da ripresa post-Covid, crisi energetica e guerra in Ucraina. Nel rapporto World Energy Investment 2023, l'Agenzia Internazionale per l'Energia (AIE) suggerisce che il 2023 potrebbe rappresentare un punto di svolta perché gli investimenti in *clean energy* stanno accelerando molto più rapidamente di quanto previsto appena due anni fa, mentre gli investimenti in combustibili fossili stanno rallentando. Nel 2023, per la prima volta in assoluto, il solare attirerà più capitali della produzione di petrolio.

L'AIE riferisce che "nel 2023 saranno investiti 2.800 miliardi di dollari in energia. Più di 1.700 miliardi di dollari saranno destinati a *clean energy*, considerando investimenti in fonti rinnovabili, nucleare, reti, depositi, combustibili a basse emissioni, processi di efficientamento, autoconsumo ed elettrificazione. Il resto, poco più di 1.000 miliardi di dollari, è destinato ad investimenti in combustibili fossili ed energia elettrica senza abbattimento di emissioni, di cui circa il 15% è destinato al carbone e il resto al petrolio e al gas. Per ogni dollaro speso in combustibili fossili, oggi se ne spendono 1,7 in energia pulita. Cinque anni fa, questo rapporto era di 1:1".

Questo cambiamento storico avrà alcune inevitabili conseguenze sui mercati delle materie prime. In primo luogo, il sottoinvestimento nei combustibili fossili è ormai reale e innegabile. L'AIE avverte che "le incertezze sulla domanda a lungo termine, le preoccupazioni sui costi e la pressione di molti investitori e proprietari a concentrarsi sui rendimenti piuttosto che sulla crescita della produzione fanno sì che solo le grandi compagnie petrolifere nazionali del Medio Oriente stiano spendendo (...) più dei livelli pre-pandemici. (...) Tra il 2010 e il 2019, tre quarti dei flussi di cassa in uscita sono stati tipicamente investiti in nuova produzione. Ora sono meno della metà, mentre la maggior parte dei flussi è destinata a dividendi, riacquisti di azioni e rimborso del debito". Ovviamente, ciò implica che nel prossimo futuro l'offerta di combustibili fossili potrebbe essere limitata non solo da scelte politiche (controlli all'offerta dell'OPEC+, gestione delle riserve strategiche di petrolio da parte degli Stati Uniti...), ma anche da sottoinvestimento. La crescita dell'offerta potrebbe faticare a soddisfare una domanda più forte del previsto e quindi i prezzi potrebbero essere più sostenuti che in passato. A nostro avviso, il sottoinvestimento nei combustibili fossili agisce da base per i prezzi di questi asset, nonostante il previsto calo della domanda globale che avverrà nel lungo periodo.

In secondo luogo, la scarsità di metalli industriali diventerà una persistente preoccupazione. L'AIE spiega che "grazie ai prezzi elevati e al crescente sostegno politico, gli investimenti in estrazione di minerali critici sono aumentati del 30% nel 2022. Anche le spese di esplorazione sono cresciute (...). Ma il passaggio dall'esplorazione alla nuova produzione può richiedere più di 10 anni e permane il diffuso timore che gli investimenti in minerali critici diventino un fattore limitante per la produzione e la diffusione di tecnologie pulite. (...) Per un decennio, capitale a basso costo ha ridotto le barriere agli investimenti nei progetti più rischiosi, nascondendo così le potenziali debolezze dei sistemi di innovazione. Con un costo del denaro destinato ad aumentare, la salute di questi sistemi e il livello di sostegno pubblico saranno un fattore determinante per la rapidità con cui le nuove idee tecnologiche continueranno a fluire". Queste affermazioni evidenziano che i settori di estrazione mineraria e raffinazione non sarebbero pronti ad affrontare la prevista crescita della domanda mondiale di metalli: i costi di produzione sono destinati a lievitare, mentre i prezzi di mercato probabilmente aumenteranno per segnalare scarsità sui mercati fisici e stimolare una risposta dell'offerta. Purtroppo, dati i lunghi tempi di sviluppo dei progetti, prezzi elevati (e probabilmente in aumento) dei metalli potrebbero persistere per diversi anni.

In terzo luogo, poiché energia, metalli e prodotti agricoli sono risorse preziose e scarse, la competizione globale per il controllo delle catene di fornitura di queste e altre risorse critiche (tra cui acqua e terre rare) è destinata ad intensificarsi e alimentare rischi geopolitici. Pertanto, protezionismo, nazionalismo delle risorse e controlli sulla produzione probabilmente continueranno a rendere artificialmente più tesi i mercati; le tensioni tra Stati Uniti e Cina non scompariranno, poiché entrambi i governi si concentrano sulle catene di approvvigionamento strategiche e su Taiwan; diversi attori continueranno ad alimentare instabilità politica in Paesi ricchi di risorse, ma con governi deboli o divisi, soprattutto nell'Africa subsahariana. Ciò implica che i rischi geopolitici rimarranno un fattore determinante nell'influenzare l'offerta di materie prime. Periodicamente, timori di scarsità alimenteranno volatilità sul mercato e spingeranno le curve *forward in backwardation*.

### **Rialzi nel lungo termine, ribassi nel breve**

Nel lungo periodo, la spinta della transizione energetica influenzerà profondamente i mercati e i prezzi delle materie prime. In particolare, i prezzi dell'energia potrebbero subire una modesta flessione a causa del progressivo riequilibrio dei mercati del petrolio e del gas naturale, mentre i metalli non ferrosi potrebbero registrare guadagni significativi a causa della scarsità sui mercati fisici: una domanda globale in crescita non sarà facilmente soddisfatta da un'offerta limitata da un sottoinvestimento strutturale in capacità di estrazione e raffinazione, protezionismo, nazionalismo delle risorse e crescenti tensioni geopolitiche per il controllo di risorse critiche e tecnologie strategiche.

Tuttavia, nonostante questi temi di lungo periodo siano complessivamente rialzisti, nel breve termine lo scenario macroeconomico non è favorevole ai prezzi delle materie prime a causa del rallentamento della crescita globale, di problemi strutturali in Cina, tassi di interesse elevati e pressioni inflazionistiche più forti del previsto.

Nel nostro scenario di base, infatti, i prezzi dell'energia potrebbero diminuire nei prossimi sei mesi a causa dell'indebolimento della domanda, ma la volatilità potrebbe aumentare, alimentata da diversi fattori, tra cui spiccano minacce di interruzioni dell'offerta o controlli volontari della produzione, dinamiche delle scorte, aspettative su politiche monetarie e forza relativa del dollaro statunitense, rischi geopolitici.

Inoltre, la maggior parte dei metalli industriali e dei *battery metals* potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso nei prossimi 3-6 mesi a causa della loro maggiore esposizione alla domanda cinese. Pertanto, le aspettative riguardo la crescita cinese, la forza del settore manifatturiero e immobiliare e le misure di stimolo delle Autorità saranno fondamentali nell'influenzare i prezzi dei metalli. Anche la dinamica delle scorte globali sarà un fattore determinante per i prezzi. Dato

l'attuale scenario macroeconomico, è probabile che nel breve termine si verifichi una nuova fase di accumulo di scorte presso le principali borse merci.

Rispetto ai metalli energetici e industriali, i metalli preziosi potrebbero mostrare maggiore resilienza nei prossimi mesi, poiché le aspettative di un prossimo picco di tassi d'interesse e rendimenti dei Treasury statunitensi, insieme al rallentamento della crescita economica globale, probabilmente favoriranno modeste pressioni al rialzo per oro e argento nel 4° trimestre 2023.

I prodotti agricoli rimangono profondamente influenzati da eventi meteorologici, rischi politici e geopolitici (incluse misure protezionistiche e incertezza sul transito attraverso il Mar Nero) e da altri eventi esogeni, tra cui lo sviluppo di parassiti e malattie. L'Organizzazione Meteorologica Mondiale ha annunciato che, per la prima volta in sette anni, nel corso dell'estate si è sviluppato nel Pacifico tropicale il fenomeno oceano-atmosferico di El Niño. Questa fase del ciclo ENSO (El Niño-Southern Oscillation, un complesso fenomeno ciclico, continuo ma irregolare di cambiamenti delle condizioni oceaniche e atmosferiche che influisce sull'intero pianeta) solitamente implica temperature mondiali più elevate. Infatti, l'ultimo episodio di El Niño nel 2016 ha contribuito a rendere quell'anno uno dei più caldi da sempre. Nel 2023, l'effetto riscaldante di El Niño ha portato le temperature medie mensili a raggiungere nuovi record in giugno e luglio. Se El Niño dovesse persistere nei prossimi mesi, potrebbe portare a temperature più calde del solito e a condizioni di siccità in Asia e in Europa durante i mesi invernali, ma potrebbe anche rallentare il transito delle merci attraverso i principali *choke points* marittimi (stretti e canali) a causa di più intensi tifoni e tempeste tropicali nel Sud-Est asiatico, siccità a Panama, in Australia e Sud America. Più frequenti eventi meteorologici estremi comportano una maggiore volatilità dei prezzi.

**Prezzo dell'oro in USD/oz e dollaro USA ponderato per il commercio (scala destra, invertita)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro USA ponderato per il commercio (scala destra, invertita)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo per i principali futures sulle commodity in valuta di quotazione, scenario di base**

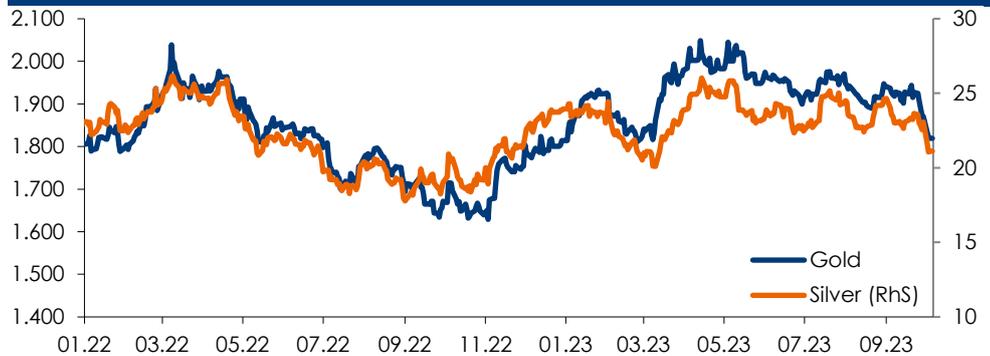
<b>AI 01.09.2023</b>	<b>4T23</b>	<b>1T24</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
ICE BRENT (USD/barile)	81.0	79.0	81.3	78.0	76.0	74.0
NYMEX WTI (USD/barile)	76.0	75.0	76.4	74.0	72.0	71.0
NYMEX GAS NATURALE (USD/MMBtu)	3.1	3.2	2.7	3.0	2.9	2.8
JKM GNL (USD/MMBtu)	15.0	14.0	14.2	10.3	8.8	7.6
TTF GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.0	44.0	35.0	30.0	26.0
PSV GAS NATURALE (EUR/MWh)	50.0	48.5	44.3	35.5	30.5	26.5
ENERGIA ELETTRICA PUN (EUR/MWh)	160.0	145.0	140.0	120.0	105.0	92.0
ENERGIA ELETTRICA GER (EUR/MWh)	140.0	130.0	116.7	105.0	95.0	86.0
EUA (EUR/tonnellata)	90.0	88.0	88.9	92.0	100.0	107.0
LME ORO (USD/oz)	1,960	1,960	1,940	1,950	1,940	1,910
LME ARGENTO (USD/oz)	25.0	25.3	24.0	25.2	25.2	25.1
LME PLATINO (USD/oz)	970	970	985	1,000	1,070	1,150
LME PALLADIO (USD/oz)	1,270	1,270	1,385	1,260	1,250	1,300
LME RAME 3M (USD/ton)	8,400	8,500	8,585	8,750	9,500	10,000
LME ALLUMINIO 3M (USD/ton)	2,175	2,200	2,275	2,275	2,470	2,600
LME NICHEL 3M (USD/ton)	20,600	20,900	22,550	21,500	23,300	24,500
LME ZINCO 3M (USD/ton)	2,400	2,425	2,620	2,500	2,700	2,850
LME PIOMBO 3M (USD/ton)	2,125	2,140	2,130	2,155	2,200	2,250
LME STAGNO 3M (USD/ton)	26,300	26,600	26,240	26,900	27,750	27,950
SGX FERRO (USD/ton)	107	106	113	102	98	97
LME HRC Nord America (USD/ton)	750	750	880	740	730	715
CME HRC NWE (EUR/tonnellata)	630	630	702	610	590	585
LME HRC FOB Cina (USD/ton)	550	550	580	530	510	505
LME REBAR (USD/ton)	560	560	620	540	520	515
LME SCRAP (USD/ton)	360	360	390	350	335	330
COMEX LITIO (USD/kg)	36	35	49	37	40	42
COMEX COBALTO (USD/lb)	16.0	15.2	16.3	16.0	17.0	18.0
CBOT MAIS (USc/bu)	460	460	560	450	440	430
CBOT FRUMENTO (USc/bu)	610	600	650	595	580	570
CBOT SEMI DI SOIA (USc/bu)	1,375	1,350	1,435	1,330	1,300	1,270
NYB-ICE COTONE (USc/lb)	88	86	85	85	83	82
ICE ZUCCHERO (USD/ton)	720	705	670	695	680	665
NYB-ICE ZUCCHERO (USc/lb)	25.5	25.0	24.1	24.7	24.1	23.5
NYB-ICE CAFFÈ ARABICA (USc/lb)	155	160	170	160	158	155
LIFFE CAFFÈ ROBUSTA (USD/ton)	2,700	2,780	2,520	2,780	2,740	2,680
NYB-ICE CACAO (USD/ton)	3,550	3,460	3,200	3,415	3,300	3,200
LND-ICE CACAO (GBP/ton)	2,870	2,800	2,520	2,745	2,650	2,570
CBOT FARINA DI SOIA (USD/ton)	420	412	440	410	397	390
CBOT OLIO DI SOIA (USc/lb)	67.0	66.0	62.0	65.0	63.0	61.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: occhi puntati sulla Fed

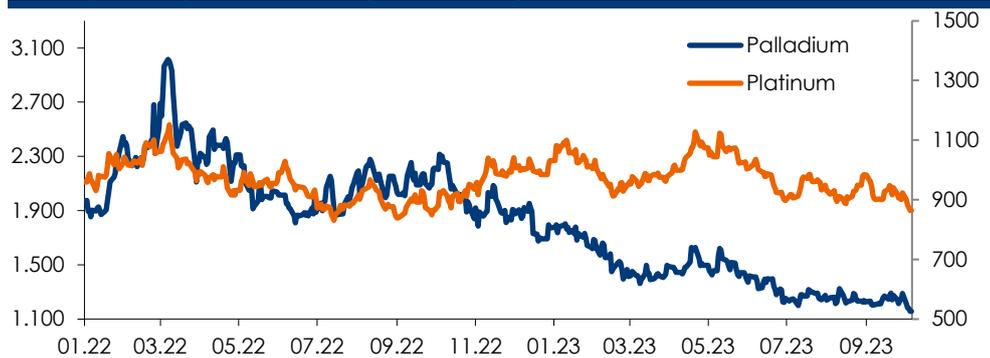
Negli ultimi mesi i metalli preziosi hanno seguito le oscillazioni delle aspettative sulle politiche monetarie, i rendimenti obbligazionari e la forza relativa del dollaro americano. Prevediamo che questi elementi rimarranno i principali driver del comparto anche nei prossimi mesi.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In settembre, tutto il comparto dei metalli preziosi è stato trascinato al ribasso dall'aspettativa di tassi americani più alti più a lungo, un rafforzamento del dollaro e un ampio storno dell'obbligazionario, mentre in estate oro, argento e platino sono rimasti ben sostenuti, scambiando in un ampio *trading range*, anche se non sono mai tornati ai picchi registrati in primavera, quando i fallimenti e le preoccupazioni sulla solidità di diversi istituti finanziari avevano scatenato panico nel settore bancario negli Stati Uniti ed in Europa. Al contrario, il palladio è sceso ulteriormente e ha probabilmente raggiunto un minimo di periodo.

Il motivo principale alla base di questa deludente performance del comparto dei metalli preziosi è che diverse componenti della domanda di oro si sono indebolite durante l'estate: le posizioni in oro degli ETF sono diminuite perché l'aumento dei tassi di interesse ha aumentato il costo-opportunità di detenere oro, mentre le preoccupazioni geopolitiche si sono temporaneamente attenuate, limitando la domanda di beni rifugio; gli acquisti da parte delle banche centrali hanno apparentemente perso slancio dopo l'impressionante processo di accumulo registrato negli ultimi trimestri; il settore della gioielleria ha subito la concorrenza di altre spese discrezionali, tra cui i viaggi e le spese per il tempo libero.

Così, in assenza di una chiara spinta da parte dei fondamentali di domanda e offerta, l'oro ha seguito le oscillazioni delle aspettative relative a politiche monetarie (sempre più dipendenti dai dati macroeconomici), rendimenti obbligazionari e forza relativa del dollaro americano.

Prevediamo che anche nei prossimi mesi l'oro mancherà di direzionalità e sarà influenzato principalmente dall'evoluzione di questi *driver*: i dati macroeconomici saranno fondamentali perché influenzeranno la Federal Reserve e plasmeranno le aspettative sulle politiche monetarie, e quindi sui prezzi degli asset.

In occasione della riunione del FOMC di settembre, la Federal Reserve ha lasciato i tassi di interesse di riferimento stabili al 5,50%, il livello più alto dal febbraio 2001, ma ha segnalato che un ultimo rialzo dei tassi potrebbe avvenire nel corso dell'anno, se necessario. Tuttavia, la Fed ha anche avvertito che i tassi d'interesse rimarranno a livelli molto elevati finché sarà necessario per combattere le pressioni inflazionistiche. Attualmente, il mercato prevede che a novembre la Fed potrebbe aumentare un'ultima volta i tassi di riferimento di 25 pb e potrebbe attuare un primo taglio a marzo. Tuttavia, tali aspettative potrebbero rivelarsi troppo ottimistiche se l'inflazione dovesse rimanere più forte del previsto dati gli elevati prezzi delle materie prime, sostenuti da fattori esogeni.

Questo scenario implica che oro, argento, platino e palladio rimarranno probabilmente vicini agli attuali intervalli di prezzo finché l'economia globale continuerà a rallentare e la politica monetaria statunitense rimarrà restrittiva.

## Oro

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) mostrano che nel 2° trimestre 2023 la domanda di oro (esclusi OTC) è scesa del 2% a/a, trainata da flussi in uscita da ETF basati sull'oro, ma anche da un rallentamento degli acquisti delle banche centrali e da una minore domanda dal settore tecnologico. Gli ETF hanno rilasciato oro (registrando quindi una domanda netta negativa) per un quinto trimestre consecutivo, anche se il confronto in termini annui è positivo a causa delle significative vendite di oro registrate nel 2° trimestre 2022 (tali flussi di vendite seguirono la corsa agli acquisti di beni rifugio innescata dal panico per lo scoppio della guerra in Ucraina): nel 2° trimestre 2023, gli ETF sostenuti dall'oro hanno rilasciato quasi 21 tonnellate d'oro (corrispondenti a circa il 2% della domanda d'oro trimestrale), mentre nel 2° trimestre 2022 avevano rilasciato circa 47 tonnellate d'oro (corrispondenti a circa il 5% della domanda d'oro trimestrale). Al contrario, nel 2° trimestre 2023 l'utilizzo di oro in lingotti e monete è aumentato del 6% a/a, raggiungendo le 278 tonnellate (pari al 27% della domanda trimestrale di oro), poiché un'inflazione elevata nella maggior parte dei Paesi ha incrementato l'attrattiva dell'oro come riserva di valore per gli investitori *retail*. Nei restanti trimestri del 2023, prevediamo che gli investimenti in oro rimarranno solidi, favoriti dai rischi di recessione e dalla ricerca di beni rifugio da parte degli investitori.

Nell'ultimo trimestre, gli acquisti di oro da parte del settore ufficiale si sono indeboliti sia su base annua che su base trimestrale, dopo aver rappresentato la componente più forte della domanda nel 1° trimestre 2023. Nel secondo trimestre 2023 gli acquisti di oro delle banche centrali si sono ridotti del 35% a/a, scendendo a 103 tonnellate, a causa delle vendite tattiche attuate da alcune banche centrali. Nonostante il rallentamento, le banche centrali hanno comunque incrementato i loro acquisti netti per l'undicesimo trimestre consecutivo.

Nel settore della gioielleria, la domanda di oro per la fabbricazione di gioielli, che considera sia il consumo di oro che la costituzione di scorte nel settore, è diminuita nel 2° trimestre 2023, con un calo del -0,4% a/a. Il consumo di gioielli è aumentato del 2% a/a, raggiungendo le 476 tonnellate, grazie alla forte ripresa post-Covid in Cina (dove la domanda è aumentata del 18% a/a), parzialmente compensata da una domanda più debole in India (-8% a/a a causa dei prezzi elevati). Al contrario, le scorte di gioielli si sono ridotte del 52% su base annua, raggiungendo le 15 tonnellate (l'elevata percentuale di diminuzione si spiega con una bassa base per le scorte d'oro). La domanda di gioielli potrebbe indebolirsi nella restante parte del 2023, poiché prezzi elevati e rischi di recessione potrebbero influire negativamente sul sentiment dei consumatori e

sulla propensione agli acquisti discrezionali, soprattutto in India, uno dei maggiori mercati mondiali.

L'utilizzo dell'oro nel settore tecnologico è diminuito del 10% su base annua, raggiungendo le 70 tonnellate, in uno dei trimestri più deboli mai registrati, a causa dell'elevata inflazione che ha eroso i redditi disponibili e influenzato negativamente la spesa dei consumatori. Il settore dell'elettronica è stato particolarmente colpito ed ha registrato un calo significativo delle scorte d'oro. Prevediamo comunque che la domanda nel settore industriale possa aumentare nel 2° semestre 2023 grazie al lancio di nuovi prodotti nel settore dell'elettronica.

#### Stime del World Gold Council per il 2° trimestre del 2022 e del 2° trimestre del 2023, in tonnellate

	2T22	% sul totale	2T23	% sul totale	Crescita % a/a
<b>Domanda totale di oro, in tonnellate</b>	944		921		-2
Consumi in gioielleria	462	50	476	46	3
Scorte in gioielleria	32	3	15	1	-52
Lingotti e monete	261	28	278	27	6
ETF	-47	-5	-21	-2	---
Banche centrali	159	17	103	10	-35
Tecnologia	78	9	70	7	-10
<b>Offerta totale di oro, in tonnellate</b>	1,177		1,255		7
Produzione mineraria	889	80	923	81	4
Hedging netto dei produttori	2	0	10	1	375
Oro riciclato	285	26	322	28	13

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Le nostre previsioni indicano prospettive più fragili e incerte per la domanda di gioielli, ma una contrazione della spesa discrezionale potrebbe essere compensata da un rinnovato appetito degli investitori per l'oro, grazie al rallentamento della crescita globale e alle aspettative di un nuovo ciclo di allentamento monetario. Pertanto, l'oro potrebbe scambiare per un periodo prolungato in un intervallo di 1.900-2.000 USD/oz, con una volatilità principalmente alimentata dai dati macroeconomici. Secondo il nostro modello di base, l'oro potrebbe registrare una media di 1.960 dollari nel 4° trimestre, 1.950 dollari nel 2024 e 1.940 dollari nel 2025.

## Argento

Data la correlazione positiva tra oro e argento, prevediamo che quest'ultimo metallo possa raggiungere una media di 25,0 dollari nel 4° trimestre, 25,2 dollari nel 2024 e 25,1 dollari nel 2025.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Rapporto oro-argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

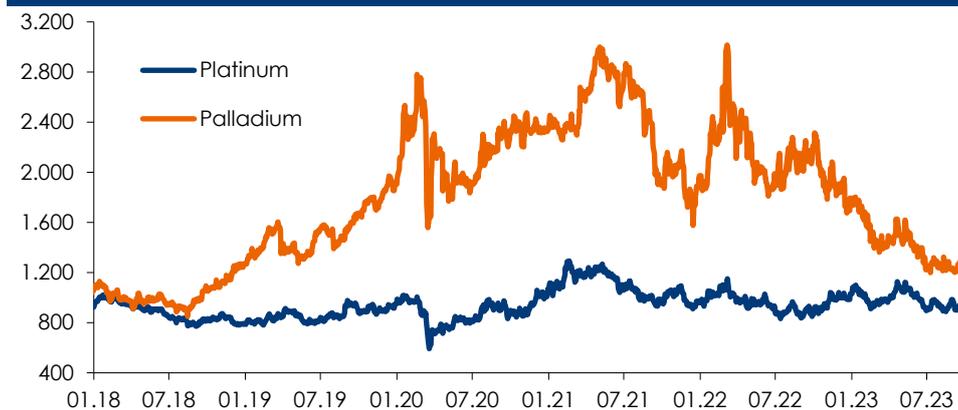
### Platino e palladio

Nel corso di quest'anno, il platino ha sinora sovraperformato il palladio, in quanto quest'ultimo metallo è stato influenzato negativamente dai processi di sostituzione ed elettrificazione nel settore automobilistico e dall'affievolirsi dei rischi di approvvigionamento dalla Russia. Tuttavia, entrambi i metalli hanno registrato perdite significative a causa del progressivo deterioramento dello scenario macroeconomico.

Prevediamo che la domanda di platino e palladio rimarrà contenuta nei prossimi tre-sei mesi. Una modesta ripresa potrebbe verificarsi nel 2024 se l'economia globale dovesse accelerare e le politiche monetarie diventare più accomodanti.

Il nostro scenario prevede un prezzo medio del platino di 970 dollari l'oncia e un prezzo medio del palladio di 1.270 dollari l'oncia nel 4° trimestre, ma negli ultimi mesi dell'anno i rischi sono orientati al ribasso per entrambi i metalli. Negli anni successivi, la *sovraperformance* del platino potrebbe continuare. Infatti, i prezzi del platino potrebbero aumentare in misura modesta fino a raggiungere un prezzo medio di 1.000 dollari l'anno prossimo e di 1.070 dollari nel 2025. Al contrario, i prezzi del palladio potrebbero scendere a una media di 1.260 dollari nel 2024 e di 1.250 dollari nel 2025.

### Prezzi di platino e palladio in USD/oncia



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 future su metalli preziosi in valuta di quotazione, scenario di base**

AI 06.10.2023		4T23	1T24	2023	2024	2025
LME GOLD	in USD/oz	1,960	1,960	1,940	1,950	1,940
	in EUR/gr	58.2	57.1	57.6	56.3	55.0
LME SILVER	in USD/oz	25.0	25.3	24.0	25.2	25.2
	in EUR/gr	0.74	0.74	0.71	0.73	0.71
LME PLATINUM	in USD/oz	970	970	985	1,000	1,070
	in EUR/gr	28.8	28.2	29.3	28.9	30.3
LME PALLADIUM	in USD/oz	1,270	1,270	1,385	1,260	1,250
	in EUR/gr	37.7	37.0	41.1	36.4	35.4

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.

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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – 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, 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 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. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Rates, FX & Commodities Research

Daniela Corsini – Economista Materie Prime

[daniela.corsini@intesasanpaolo.com](mailto:daniela.corsini@intesasanpaolo.com)

#### Industry & Banking Research

##### Industry Research

Stefania Trenti – Economista Industry

Sara Giusti (sede di Firenze)

[stefania.trenti@intesasanpaolo.com](mailto:stefania.trenti@intesasanpaolo.com)

[sara.giusti@intesasanpaolo.com](mailto:sara.giusti@intesasanpaolo.com)