

Ancora tensioni nel 2023, malgrado la recessione

Energia: outlook Mod. Positivo, prezzi medio-alti per petrolio e gas nel 2023

Il nostro quadro previsivo di fondo per il prossimo anno è chiaro: il mercato energetico resterà presumibilmente ancora sotto pressione, almeno per tutta la prima parte del 2023. Il rallentamento economico inciderà negativamente (ma in maniera probabilmente meno forte di quanto atteso qualche mese fa) su tutti i comparti delle materie prime, tranne che sull'Energia. Gas e petrolio rallenteranno i rialzi ma resteranno comunque su livelli alti, a causa di fattori esogeni come la contrazione dell'offerta petrolifera e le tensioni sulle forniture di metano globali.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, possibile un marginale recupero nel 2023

Prosegue anche in questo finale di 2022 il marginale recupero di oro e argento. Il mix di fattori rappresentato da politiche monetarie meno restrittive, frenata del dollaro e un maggior appeal dell'oro come asset rifugio, resterà tale anche nella prima parte del 2023. Al contrario, benché meno intense, le attese di recessione rimangono centrali e gravano in particolare sui Preziosi con usi industriali, sfavoriti nella corsa al recupero l'anno prossimo.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve e maggior ottimismo nel lungo

In questo finale di 2022 confermiamo il nostro scenario diversificato fra breve e lungo periodo. Le stime di rallentamento economico graveranno, nel breve termine, sulle quotazioni dei Metalli, almeno nella prima parte del 2023. Nel medio-lungo termine, l'auspicata efficacia della nuova strategia sanitaria in Cina e la domanda legata alla transizione green spingeranno i prezzi.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale da Mod. Positivo, un 2023 ricco di incognite

Le nostre previsioni restano improntate a un sostanziale consolidamento dei prezzi, visto che l'insieme dei fattori che hanno inciso sul comparto nel 2022 si riproporrà nel 2023. Anche l'anno prossimo è probabile che le soft commodity, proprio per la loro natura di consumo "residuale", possano registrare performance peggiori rispetto alle granaglie, qualora si amplificasse ulteriormente la perdita di potere d'acquisto da parte dei consumatori.

■ Soft Commodity:

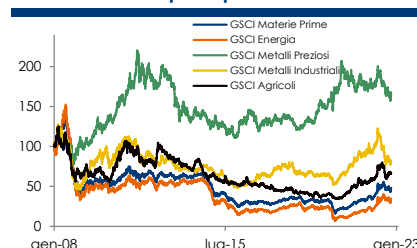
- ☐ **Cotone:** dopo un 2022 negativo, anche le stime per il 2023 non paiono positive.
- ☐ **Zucchero:** le proiezioni dell'USDA per il 2023 tratteggiano un quadro di cauto ottimismo.
- ☐ **Caffè:** permangono i dubbi sulla reale dimensione dell'offerta di caffè del Brasile.
- ☐ **Cacao:** incertezza nel 2023, in attesa dell'accordo fra produttori e multinazionali.

Performance degli indici commodity

	Valore 19.12.22	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.356,4	21,0	70,4	36,4
GSCI Energia	581,6	35,5	114,5	31,6
GSCI Met. Preziosi	2.038,5	-2,3	-6,9	33,7
GSCI Met. Industriali	1.642,5	-9,5	13,4	18,1
GSCI Prod. Agricoli	537,3	7,7	43,8	43,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 19.12.2022

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

20 dicembre 2022 - 13:52 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Mario Romani

Analista Finanziario

20 dicembre 2022 - 14:00 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2022	2021
WTI	0,0	55,0
Brent	2,6	50,2
Gas naturale	56,9	46,9
Gasolio	31,9	58,5
Oro	-2,2	-3,5
Argento	-1,4	-11,6
Rame	-14,4	25,2
Alluminio	-15,9	41,8
Zinco	-15,0	31,5
Nickel	31,1	24,9
Mais	9,1	22,6
Frumento	-2,9	20,3
Soia	9,9	1,0
Cotone	-25,3	44,1
Caffè Arabica	-27,4	76,3

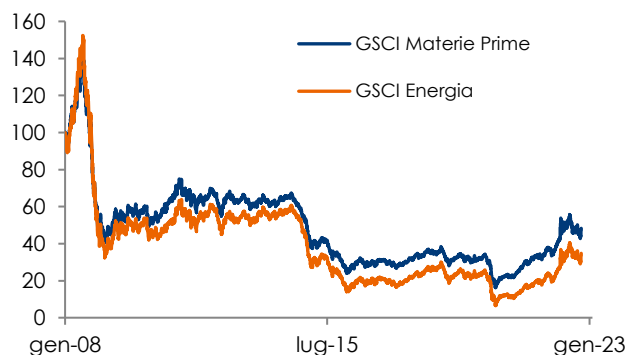
Fonte: Bloomberg; Dati al 19.12.2022

Energia: ancora prezzi alti per petrolio e gas nel 2023

Commodity: il rallentamento economico, meno profondo di quanto atteso, smussa i timori sulla futura domanda di materie prime nel 2023. Lo scenario 2023 per le materie prime non cambia

nei suoi fondamentali ma vede ridursi i timori sulla futura domanda di commodity, nell'ipotesi che il rallentamento economico delle principali economie possa risultare meno profondo e lungo di quanto ipotizzato qualche mese fa. Le pressioni al ribasso sulla maggior parte delle risorse di base, registrate in questo finale di 2022, appaiono come l'anticipato effetto del rallentamento dell'economia globale: un quadro che sta ovviamente contribuendo alla riduzione dell'inflazione, obiettivo principe delle politiche monetarie restrittive poste in atto dalla quasi totalità delle banche centrali mondiali. Restrizione monetaria che, dopo l'ultima tornata di banche centrali di dicembre, appare sempre più destinata a sfumare nel 2023, mitigando gli effetti negativi sul ciclo economico delle principali economie, con la conseguenza di rendere meno pessimistiche le stime di recessione. Questo fattore (che consente di essere meno negativi sulla futura domanda di materie prime), unito alla condizione di grande rigidità dell'offerta di tutte le principali commodity, fa propendere per un 2023 di consolidamento su alti livelli di quasi tutte le risorse di base, in particolare per il comparto dell'Energia. Il fortissimo rincaro di tutti i costi produttivi (materiali, carburanti, prodotti chimici, etc. ...) registrato nell'ultimo anno ha generato una situazione di paradossale mancanza di investimenti proprio nel settore delle commodity, creando una situazione di strutturale sotto-investimento in quasi tutti i comparti: dall'estrazione, alla lavorazione siderurgica, alla raffinazione di combustibili, alla ricerca mineraria. Un quadro a cui si sono aggiunti la fortissima incertezza geopolitica e i suoi riflessi sul commercio internazionale e sui costi di trasporto. Tutti elementi che si riproporranno immutati nel 2023, mantenendo alta la pressione sul complesso delle materie prime, con picchi più accentuati in alcuni comparti e un maggior consolidamento in altri.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.356,4	21,0	70,4	36,4
GSCI Energia	581,6	35,5	114,5	31,6
WTI (\$)	75,2	0,0	53,1	29,4
Brent (\$)	79,8	2,6	52,7	23,6
Gas Naturale (\$)	5,9	56,9	116,7	121,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

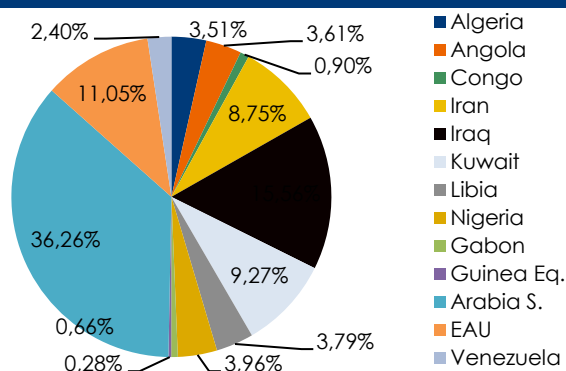
Energia: il livello dell'offerta dell'OPEC+ e l'embargo al greggio russo restano i due fattori chiave.

Nella riunione di domenica 4 dicembre l'OPEC+ ha scelto di confermare i livelli di produzione del greggio, come largamente atteso. La decisione è stata giustificata dalle incertezze presenti sul mercato: la guerra in Ucraina, i timori di una recessione globale, i dubbi sulla domanda proveniente dalla Cina a causa della politica zero-Covid e, infine, le conseguenze del tetto al prezzo del petrolio russo e dell'embargo in vigore dal 5 dicembre. L'OPEC+ aveva già sorpreso i mercati, lo scorso 6 ottobre, tagliando l'offerta di 2 milioni di barili al giorno (circa il 2% della domanda mondiale) da novembre fino a fine 2023, in scia alle prospettive di un calo della richiesta dovuto al rallentamento economico globale. Lo scorso 2 dicembre il G7, la UE e l'Australia hanno finalmente concordato il tetto al prezzo del greggio russo trasportato via mare a 60 dollari al barile, confermando il meccanismo sanzionatorio per le società assicurative che aggirassero tale limite. L'obiettivo che si vorrebbe raggiungere è duplice: (1) ridurre gli introiti per la Russia e, allo stesso tempo, (2) permettere al greggio russo di restare sui mercati, evitando

distorsioni di prezzo e nuove fiammate al rialzo delle quotazioni. Agli operatori europei è così vietato assicurare e finanziare il trasporto di petrolio verso paesi terzi (da febbraio anche di prodotti petroliferi raffinati: non a caso le loro quotazioni risultano in costante ascesa, prima che entri in vigore il blocco), rendendo difficile per la Russia esportare grandi quantità di greggio, visto che le assicurazioni europee e britanniche sono i più importanti erogatori di questo tipo di servizi. Pur restando il rischio che si possano verificare dei trasferimenti fraudolenti di greggio da una nave all'altra direttamente in mare aperto, sfruttando la legislazione sulle acque internazionali, quello che sembra assodato è il basso impatto economico che questo tipo di embargo potrà causare. Il tetto dei 60 dollari rappresenta infatti un prezzo accettabile dalla Russia e dai suoi clienti: molti degli attuali contratti sulle forniture dell'Ural (il greggio russo) sono vicini a quella valorizzazione per barile e ciò limita notevolmente il danno economico per i soggetti protagonisti di questa vicenda. Resta comunque alta la pressione sulle quotazioni petrolifere: Mosca valuta la possibilità di fissare un prezzo minimo di vendita in risposta al tetto di 60 dollari al barile in vigore dal 5 dicembre e minaccia di ridurre drasticamente la propria offerta. Una situazione che pone più di un problema. Le banche centrali di tutto il mondo stanno cercando di raffreddare il surriscaldamento dei prezzi alzando il costo del denaro. Larga parte di questa dinamica inflattiva deriva proprio dai costi di energia e alimentari: misure o scelte sanzionatorie che inaspriscano i costi energetici rischiano di compromettere l'azione degli istituti centrali, rendendo vani i loro sforzi di contrastare l'inflazione, anche a costo di una contrazione delle rispettive economie.

Gas naturale: l'Europa trova l'accordo sul price cap al gas. Il Consiglio Europeo sull'Energia (19 dicembre) ha delineato definitivamente il meccanismo dinamico di limitazione del prezzo del gas. Questo sistema si applicherà solo al contratto TTF (e non agli altri hub europei del gas) ed esclusivamente sulle scadenze a 1 mese, 3 mesi e 12 mesi; verranno (momentaneamente) esclusi i contratti over the counter (OTC) e le contrattazioni intraday. La data ufficiale di entrata in vigore è fissata per il 15 febbraio 2023. Le condizioni di attivazione sono due e simultanee: il prezzo dovrà superare i 180 euro per MWh per 3 giorni consecutivi e, nel medesimo lasso di tempo, il differenziale col prezzo di un benchmark globale sul gas naturale liquefatto (LNG; benchmark ottenuto come media dei prezzi di scambio di un basket di hub sui mercati internazionali) dovrà superare i 35 euro. Il meccanismo, una volta attivato, resterà in vigore per un minimo di 20 giorni. Decisamente molto più ampio e articolato l'insieme delle condizioni per la sua disattivazione, che abbraccia sia eventi riguardanti il mercato fisico del gas che possibili anomalie legate agli scambi commerciali e finanziari. Il meccanismo si disattiverà quando: 1) vengano meno i due parametri di riferimento per tre giorni consecutivi (180 e 35 euro); 2) si venga a creare una situazione emergenziale sul mercato fisico europeo, nello specifico: gli interscambi interni delle forniture di metano siano insufficienti a soddisfare la domanda; cali sensibilmente l'import di GNL; la domanda di gas aumenti inaspettatamente del 15% in un mese o del 10% in due mesi; altre condizioni definite "emergenziali" per il sistema energetico europeo; 3) si crei una forte distorsione sui mercati finanziari che alteri la sottoscrizione dei contratti regolamentati a favore di accordi extra-mercato che aggirino il meccanismo, riducendo gli scambi monitorati. Proprio sugli ultimi due punti si concentrerà il lavoro di approfondimento della Commissione Europea, dell'ACER (Agency for the Cooperation of Energy Regulators) e dell'ESMA (European Securities and Markets Authority). Il 23 gennaio 2023, le due autorità europee presenteranno alla Commissione un'analisi tecnica più accurata delle possibili anomalie generate dal meccanismo sia sul fronte del mercato fisico (ACER) che dal punto di vista dei mercati finanziari (ESMA). Sulla base di questo rapporto, a partire dal 1° febbraio la Commissione potrà proporre modifiche al meccanismo delineato, da sottoporre all'approvazione dei paesi dell'Unione, prima della sua entrata in vigore ufficiale.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.11.2022

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

	Media 2000-18	2019	2020	2021	Stime 2022	Stime 2023
Algeria	...	106,3	89,7	111,7	169,2	149,2
Azerbaijan	52,1	42,8	66,5	58,1	46,7	35,7
Bahrain	81,8	98,9	120,7	131,9	127,6	124,1
Iran	80,9	166,6	548,1	236,6	291,5	372,6
Iraq	...	52,3	55,2	54,2	60,7	60,6
Kazakistan	...	68,2	157,1	153,9	135,8	118,2
Kuwait	...	57,6	80,1	67,7	56,7	57,8
Libia	73,1	36,0	141,7	52,2	69,7	54,1
Oman	...	64,7	86,4	76,7	70,9	75,1
Qatar	44,8	50,5	50,5	49,0	48,1	49,9
Arabia Saudita	...	81,8	76,3	84,6	73,3	66,8
Turkmenistan	...	37,6	40,5	32,6	37,3	37,0
Emirati Arabi Uniti	49,8	62,5	61,4	61,3	63,9	65,8

Fonte: FMI Outlook, ottobre 2022, elaborazioni Intesa Sanpaolo

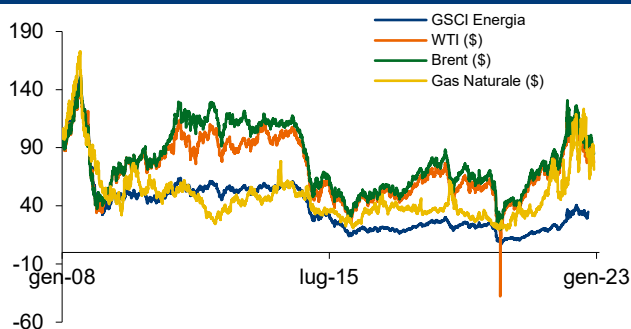
OPEC: mantiene stabili le prospettive per il 2023. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di dicembre, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio conferma le sue previsioni: la domanda mondiale dovrebbe attestarsi ad una media di 99,6 mb/g nel 2022 (+2,5 mb/g a/a, invariata rispetto alle stime di novembre) e a una media di 101,8 mb/g nel 2023 (+2,2 mb/g a/a, invariata sempre rispetto alle stime del mese scorso). L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da 65,6 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) a 67,1 mb/g nel 2023 (+1,5 mb/g a/a, anch'essa invariata). Secondo alcune indiscrezioni, la produzione OPEC cumulativa è scesa di 0,7 mb/g a novembre a 28,8 mb/g.

EIA: surplus di offerta petrolifera nel 2023. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di dicembre, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, si segnala che, dopo un deficit di 1,9 mb/g nel 2021, il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,2 mb/g sia nel 2022 (rivisto al rialzo dal surplus di 0,1 mb/g stimato a novembre) che nel 2023 (smentendo la previsione di un deficit di 0,3 mb/g indicato il mese scorso). Tuttavia, a causa della stagionalità, del passaggio dal gas al greggio, delle minori forniture dalla Russia e delle sanzioni contro Iran e Venezuela, l'EIA continua a prevedere che il mercato registrerà un deficit nel 1° trimestre del 2023: 0,4 mb/g, rispetto al deficit di 1,2 mb/g stimato in ottobre, a causa di una domanda più debole di quanto previsto in precedenza. Al contrario, ora l'EIA prevede un ampio surplus di circa 0,7 mb/g nella seconda parte del 2023, che più che compenserà il deficit di inizio anno. Questo scenario implicherebbe che le scorte di greggio e prodotti petroliferi raffinati dei paesi OCSE possano diminuire temporaneamente nel 1° trimestre 2023, per poi riprendere nella parte restante dell'anno. Il consumo globale di petrolio è previsto in aumento da 97,6 mb/g nel 2021 (invariato rispetto alle previsioni del mese scorso) a 99,8 mb/g nel 2022 (+2,2 mb/g a/a, anch'esso invariato) e a 100,8 mb/g nel 2023 (+1,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 101,0 mb/g del mese scorso). L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 64,0 mb/g nel 2021 (invariata) a 65,9 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, rivista al rialzo da 65,8 mb/g il mese scorso) e a 66,5 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 66,3 mb/g del mese scorso).

IEA: revisione al rialzo per la domanda di petrolio, allarme per il gas in Europa nel 2023. Nel suo Oil Market Report (OMR) di dicembre, l'IEA è rimasta sorpresa dai robusti dati sul consumo di petrolio, visto il rallentamento economico in atto, rivedendo al rialzo le sue previsioni per la crescita della domanda quest'anno e il prossimo. Secondo l'Agenzia, il mercato petrolifero sta entrando in una fase di significativa incertezza, in un momento in cui le scorte globali sono basse e aumenta la possibilità di un ulteriore rincaro dei prezzi petroliferi. La domanda è stata particolarmente vivace nelle regioni non-OCSE, dove il consumo di gasolio è risultato sostanzialmente più elevato rispetto al 2021 (ricordiamo che a febbraio 2023 dovrebbe partire l'embargo ai prodotti petroliferi raffinati di origine russa). Il calo dei consumi nelle economie sviluppate ha però depresso le previsioni per il 4° trimestre: sebbene l'IEA veda ancora una

contrazione della domanda nel trimestre in corso, ora stima questo calo a 110.000 b/g rispetto alle previsioni di 240.000 b/g espresse nell'OMR di novembre. Oltre ad una revisione al rialzo delle stime di consumo del 3° trimestre, l'IEA ha aumentato le sue previsioni di crescita della domanda quest'anno di 140.000 barili al giorno, con un incremento anno su anno di 2,3 milioni di barili al giorno, per un ammontare complessivo di 99,9 milioni di barili giornalieri. Infine, l'Agenzia Internazionale per l'Energia ha ribadito che il fabbisogno di GNL (gas liquefatto) da parte dell'Europa per l'anno prossimo resta ancora senza copertura, esponendo il sistema a nuove sollecitazioni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	581,6	-7,3	-16,1	27,9	35,5
WTI (\$)	75,2	-11,0	-31,4	10,2	0,0
Brent (\$)	79,8	-11,9	-30,1	11,6	2,6
Gas Naturale (\$)	5,9	-24,2	-15,7	52,6	56,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, probabile un 2023 ancora su livelli medio-alti per petrolio e gas.

Il nostro quadro previsivo di fondo per il prossimo anno è chiaro: il mercato energetico resterà presumibilmente ancora sotto pressione, almeno per tutta la prima parte del 2023. Il rallentamento economico inciderà negativamente, ma in maniera probabilmente meno forte di quanto atteso qualche mese fa, su tutti i comparti delle materie prime, tranne che sull'Energia. Gas e petrolio rallenteranno i rialzi ma resteranno comunque su livelli alti, a causa di fattori esogeni come la contrazione dell'offerta petrolifera e le tensioni sulle forniture di metano, a livello globale. I prezzi del petrolio si manterranno probabilmente all'interno dell'intervallo 80-100 dollari al barile per entrambi i contratti anche nel caso in cui si verificasse un ulteriore taglio delle forniture, viste le stime di possibile surplus di offerta per la seconda parte del prossimo anno. Il greggio risente dei timori di recessione che rischiano di minare la domanda di energia, specie in Cina: a questo scenario i produttori hanno però già risposto contraendo l'offerta con l'obiettivo di riequilibrare a proprio favore il mercato, mantenendo comunque alti i prezzi del petrolio. Ancora incerto il contesto per il gas, che resta sotto pressione nonostante la tendenza al ribasso delle ultime settimane. La pressione sulle forniture europee resta alta: preoccupa che l'IEA, l'Agenzia Internazionale per l'Energia, abbia ribadito che il fabbisogno di GNL (gas liquefatto) dell'Europa per il 2023 sia ancora parzialmente senza copertura, rendendo il sistema fragile e ancora a rischio. Una situazione che rischia di caratterizzare il prossimo anno, che vedrà presumibilmente ripetersi i rincari del metano quando i singoli paesi europei, in primavera, dovranno rimpinguare le scorte erose durante il periodo invernale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	19.12.22	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	75,2	87,5	88,0	87,2	93,0	85,0
Brent (\$)	79,8	90,0	94,8	90,9	95,0	88,0
Gas Naturale (\$)	5,9	6,7	5,8	5,4	5,9	5,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	19.12.22	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	75,2	83,0	82,0	81,0	77,0	76,0
Brent (\$)	79,8	90,0	88,0	86,0	82,0	80,0
Gas Naturale (\$)	5,9	6,2	4,8	5,0	4,5	4,0
TTF (€/MWh)	108,9	160,0	105,0	135,0	140,0	110,0

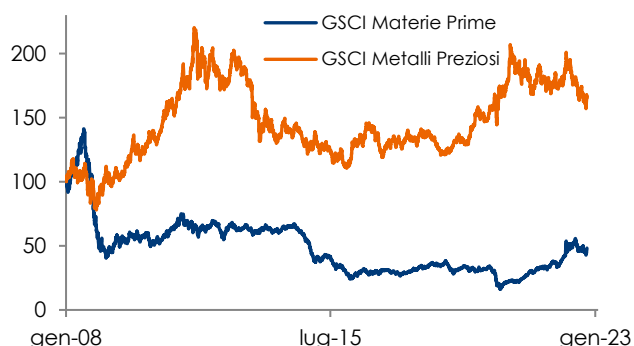
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: possibile un marginale recupero nel 2023

Scenario in marginale miglioramento, nel 2023, sui Preziosi: politiche monetarie meno restrittive, un dollaro meno forte e un maggior appeal come asset rifugio sosterebbero il comparto.

Prosegue anche in questo finale di 2022 il marginale recupero per i Preziosi. Il mix di fattori alla base del movimento comprende politiche monetarie meno restrittive, la frenata del dollaro e un maggior appeal come asset rifugio. Un insieme di elementi che inciderà anche nella prima parte del 2023, ponendo le basi per il possibile prosieguo di questo marginale recupero. La tornata di banche centrali di dicembre (Fed, BCE, Bank of England e Bank of Japan) ha avuto un esito quasi univoco (fa eccezione la BoJ): tutti i principali istituti hanno alzato i tassi ma hanno anche segnalato che gli effetti negativi sulla crescita economica consigliano un rallentamento sia del ritmo che della dimensione dei rialzi. Non viene meno la lotta all'inflazione, ma appare chiaro che le banche centrali cercano ora un equilibrio fra il rincaro del costo del denaro (diretto a limitare la corsa dei prezzi) e la riduzione, ove possibile, degli effetti negativi di questa azione sulle rispettive economie. In particolare, la chiarezza della Fed nel confermare il rallentamento e la successiva riduzione dei rialzi dei fed funds ha provocato una decisa frenata del dollaro che, da oltre un mese, si deprezza contro tutte le principali valute. Una dinamica che sta favorendo il recupero dell'oro e alimenta la correlazione inversa fra metallo giallo e biglietto verde, già evidente da qualche settimana. Il deprezzamento del dollaro favorisce inoltre, in generale, tutte le materie prime i cui derivati finanziari sono espressi nella valuta statunitense. Infine, sul fronte dei Metalli preziosi con natura maggiormente industriale, si affievolisce (ma solo marginalmente) la crisi del settore Auto e della componentistica: il quadro resterà comunque critico per la domanda di metalli destinati a quel settore, anche nel 2023. Gli alti livelli delle riserve globali limiteranno l'ulteriore recupero delle quotazioni, pur in uno scenario di consolidamento su livelli medi, almeno nella prima parte del prossimo anno.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.356,4	21,0	70,4	36,4
GSCI Met. preziosi	2.038,5	-2,3	-6,9	33,7
Oro (\$)	1.790,1	-2,2	-4,9	41,3
Argento (\$)	23,1	-1,4	-10,7	42,0
Platino (\$)	986,2	1,8	-5,4	7,2
Palladio (\$)	1.671,4	-12,3	-29,3	61,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consolidano le quotazioni dei Preziosi mentre lo scenario 2023 potrebbe riservare qualche marginale spunto rialzista. Il 2023 potrebbe riservare qualche spunto di maggior rialzo per l'oro:

nel terzo trimestre 2022 le banche centrali mondiali ne hanno acquistato 393,3 tonnellate nette. Al termine di ottobre, gli acquisti complessivi (10 mesi) sono risultati pari 704 tonnellate. Per la prima volta dal 2019, poi, la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha aggiornato il suo dato sulle riserve auree, salite di 32 tonnellate a 1.980 tonnellate. La sensazione è che il clima di incertezza (che si trasferirà, immutato, anche nel 2023) possa spingere gli investitori a diversificare maggiormente le proprie scelte difensive allontanandosi da dollaro e Treasury (T-Notes), che sono state le asset class privilegiate per tutto il 2022, per difendersi dal rischio.

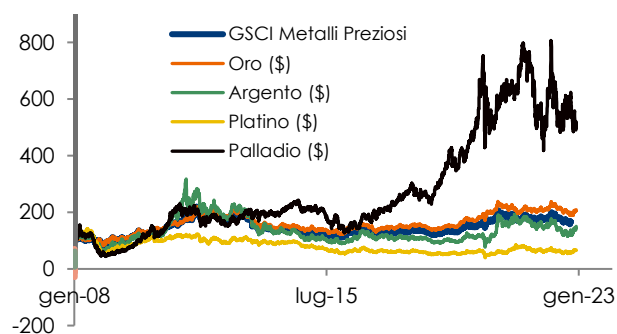
La quotazione dell'oro oscilla ormai stabilmente intorno ai 1.800 dollari l'oncia, ritracciando leggermente dai massimi ma confermando quel trend di recupero in atto ormai da alcune settimane grazie allo storno del dollaro, legato alle attese meno restrittive sui tassi Fed e alle tensioni geopolitiche. Si chiude un 2022 comunque deludente per il metallo giallo, nonostante

l'inflazione fuori controllo e la tensione geopolitica. Con l'aumento dei tassi d'interesse a breve termine è cresciuto il costo opportunità di detenerlo e i ripetuti interventi delle banche centrali hanno spinto al rialzo le previsioni sui tassi reali di lungo periodo, con cui l'oro ha una correlazione inversa. Nel 2023, però, questo scenario potrebbe cambiare e generare un ulteriore marginale recupero delle quotazioni: le aspettative sui tassi reali statunitensi sembrano aver raggiunto il picco massimo e il loro graduale calo si tradurrà probabilmente in una maggior pressione al rialzo sul metallo giallo. A questo si aggiunge la debolezza del dollaro statunitense, con cui l'oro ha un rapporto inverso. Altro fattore di sostegno è legato agli acquisti delle banche centrali e di molte altre realtà finanziarie, che necessitano di accumulare asset rifugio "sicuri". L'ultimo anno ha fatto emergere una considerazione tanto scontata quanto efficace: a differenza delle obbligazioni, i lingotti d'oro non vincolano a relazioni con controparti potenzialmente inaffidabili. Di conseguenza, in una realtà geopolitica estremamente carica di tensione e in cui è venuta meno l'affidabilità garantita dal concetto stesso di "globalizzazione" (in termini di consegna delle merci ma anche di flussi finanziari), ha acquisito maggior consenso proteggersi con l'accumulo di oro.

Il recupero, solo parziale, dell'**argento** resta legato a quello dell'oro. L'avvicinarsi del punto di arrivo per i fed funds ed una maggiore moderazione nel rialzo dei tassi in quasi tutte le economie avanzate (scosse dalle conseguenze della restrizione sul ciclo economico) restano gli elementi che sosterranno i Metalli preziosi nel 2023, quindi anche l'argento. Il recupero dell'oro dovrebbe poi alimentare la correlazione finanziaria con l'argento, amplificandone il rialzo. Confermato lo scenario previsivo di lungo termine: la domanda fisica di argento resterà condizionata alle attese di aumento della richiesta di materiale per usi industriali, stimolata dalla transizione verde; dal lato dell'offerta invece, come per la maggior parte dei metalli, i bassi prezzi hanno depresso gli investimenti minerari ed eroso oltre misura le scorte. Questa dinamica fra domanda e offerta sarà il fattore chiave del prossimo anno ed in generale nel medio-lungo periodo, alimentando il possibile recupero delle quotazioni.

Prospettive meno rosee su platino e palladio per il 2023. Il **platino**, oltre che nella gioielleria, è impiegato anche nell'industria aeronautica, chimica, elettrica e del vetro. Tutti settori che non godono di previsioni positive e che stanno subendo appieno gli effetti negativi del rallentamento economico. La possibilità di ampi movimenti al rialzo nel 2023 appare preclusa a causa della debolezza della produzione di auto, come conseguenza della recessione globale. Le prospettive per il **palladio** sono ancora meno rincuoranti: la diminuzione della domanda dovuta al passaggio ai veicoli elettrici a batteria potrebbe frenare i prezzi. La sostituzione delle motorizzazioni diesel (che utilizzano palladio nei loro filtri anti-particolato) con propulsori a benzina (che nei medesimi filtri usano invece il platino) si consolida come fattore negativo. Tuttavia, le sanzioni alla Russia, che da sola produce il 60% dell'offerta globale, potrebbero creare nuovi blocchi alle catene di approvvigionamento nel breve termine, creando i presupposti per spingere parzialmente i prezzi verso l'alto.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.038,5	9,0	-1,7	-0,2	-2,3
Oro (\$)	1.790,1	7,6	-2,5	-0,3	-2,2
Argento (\$)	23,1	19,9	6,9	3,3	-1,4
Platino (\$)	986,2	6,8	5,4	5,3	1,8
Palladio (\$)	1.671,4	-22,8	-9,8	-4,6	-12,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale confermato, anche se la frenata del dollaro e le nuove prospettive sui livelli dei tassi di interesse reali potrebbero sostenere i Preziosi nel 2023.

Non cambia la cautela verso i Preziosi, anche se alcuni spunti di riflessione sul 2023 consentono di non escludere un parziale recupero delle quotazioni. L'approccio restrittivo della Fed appare oggettivamente smussato e questo ha finito per incidere su dollaro e Treasury, entrambi in frenata: un aspetto che ha alimentato la correlazione inversa con l'oro, consentendo alle quotazioni di quest'ultimo di recuperare anche nel mese di dicembre ed estendendo il consolidamento dei prezzi alla maggior parte dei Metalli preziosi. Queste dinamiche dovrebbero proseguire anche nel 2023: un aspetto che consente di ipotizzare un possibile consolidamento, su livelli marginalmente più alti, di oro e argento. In aggiunta, benché meno intense, le attese di recessione restano centrali e gravano su tutte le commodity, ma le tensioni con la Russia e i blocchi alle catene produttive potrebbero sostenere il recupero anche dei metalli con usi industriali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.790,1	1.750,0	1.755,0	1.775,0	1.830,3	1.800,0
Argento (\$)	23,1	20,6	20,7	20,9	20,9	21,4
Platino (\$)	986,2	920,0	931,3	887,5	968,8	1.150,0
Palladio (\$)	1.671,4	2.000,0	2.042,5	2.100,0	2.077,5	1.950,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

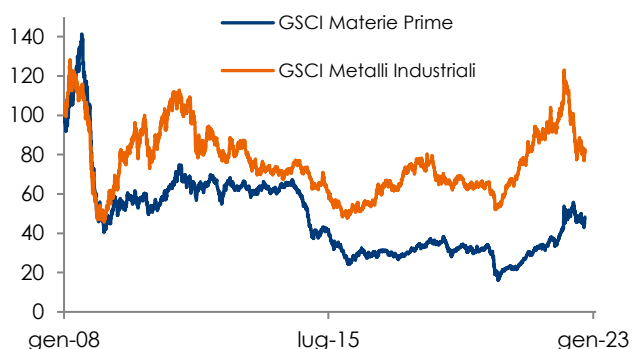
	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.790,1	1.820	1.840	1.840	1.830	1.800
Argento (\$)	23,1	23,0	24,0	24,0	23,5	23,0
Platino (\$)	986,2	980	1.000	1.000	1.000	1.100
Palladio (\$)	1.671,4	2.000	2.050	2.100	2.075	2.100

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: deboli almeno nella prima parte del 2023

Il rallentamento economico globale peserà sui Metalli industriali nella prima parte del 2023, riducendone la domanda. Si chiude un anno volatile per i Metalli industriali che hanno segnato i massimi a marzo, sono poi scesi fino a luglio e da allora sono rimasti pressoché stabili ma al di sotto dei massimi di circa il 30%. Il settore resta, senza dubbio, quello che maggiormente sta scontando il rallentamento economico globale; aver archiviato un fattore di tensione come quello rappresentato dalle scelte del London Metal Exchange, che non ha escluso i metalli provenienti dalla Russia dalle sue contrattazioni, non è stato sufficiente a invertire la performance negativa di questo 2022. Anche la domanda in arrivo dalla Cina, supportata dalle nuove linee guida sulla gestione del Covid e dai dati sul PIL del 3° trimestre, non sembra rasserenare il quadro per il prossimo anno. La Cina eviterà la recessione sia quest'anno (+3,5% il PIL stimato a fine anno dal Governo; +3,2% per il Fondo Monetario Internazionale) che il prossimo (+4,5% secondo le stime del Governo), con un'inflazione che, rispetto ai paesi occidentali, resta bassa (2,8% nel 2022 e 1,9% nel 2023 secondo le stime cinesi, pur con qualche dubbio sul metodo di calcolo); questo non impedirà però una contrazione della domanda di metalli. Lo scenario di breve resta quindi deteriorato ma, superata la probabile correzione dei primi trimestri del 2023, i Metalli industriali si candidano ad un graduale recupero delle perdite su un orizzonte temporale più ampio, una volta che sarà superata la breve e poco profonda recessione globale (secondo le nuove stime di consenso) e la domanda originata dalla transizione energetica green tornerà ad essere il driver principale del comparto.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.356,4	21,0	70,4	36,4
GSCI Industriali	1.642,5	-9,5	13,4	18,1
Rame (\$)	8.320,0	-14,4	4,2	18,1
Alluminio (\$)	2.361,0	-15,9	14,8	11,3
Zinco (\$)	3.052,0	-15,0	7,0	-4,4
Nickel (\$)	27.215,0	31,1	55,7	131,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: un quadro in rallentamento dalle molteplici sfumature. Le misure per stimolare la crescita cinese che, secondo il Fondo Monetario Internazionale, nel 2022 si fermerà al 3,2%, restano al centro dell'azione del Governo cinese. L'abbandono repentino della politica di "contagi zero" dovrebbe avere effetti positivi sull'economia ma l'incertezza sui risvolti sanitari resta alta, specie in vista dei festeggiamenti per il Capodanno lunare che inizieranno il 21 gennaio 2023. La banca centrale cinese (PBoC) ha deciso per un taglio dello 0,25% della riserva obbligatoria delle istituzioni finanziarie, lo scorso novembre, liberando così 500 miliardi di yuan (69,79 miliardi di dollari) a sostegno della liquidità dei mercati e dell'economia reale. La misura, divenuta operativa dal 5 dicembre, punta a promuovere la stabilità dei costi di finanziamento e a stabilizzare l'economia. Il PIL è cresciuto solo del +3,9% su base annua nel 3° trimestre, al di sotto dell'obiettivo di Pechino del +5,5%. La produzione industriale in novembre è salita del +2,2% a/a, in calo rispetto al precedente +5% a/a; il PMI manifatturiero Caixin in novembre è risultato pari 49,4 punti, in aumento rispetto al precedente 49,2 punti, mentre il PMI dei servizi ha registrato 46,7 punti, in calo rispetto al precedente 48,4 punti. Sul fronte dell'inflazione, i prezzi alla produzione (PPI) di novembre hanno registrato un calo di -1,3% a/a, invariato rispetto al dato precedente; i prezzi al consumo (CPI) sono saliti dell'1,6% a/a, risultando però in flessione rispetto al precedente dato (+2,1% a/a).

Rame: la domanda 2023 e il tema delle forniture restano i fattori chiave. Si chiude un 2022 negativo per il rame, visto che ha perso circa il 14% del suo valore rispetto a un anno fa. Il rallentamento economico cinese provocato dalle rigide restrizioni anti-Covid e un dollaro molto forte, indebolitosi solo nelle ultime settimane, hanno giocato a sfavore del metallo rosso. La performance negativa è in linea con quella degli altri Metalli industriali. Domanda futura e certezza delle forniture restano i temi chiave del 2023. Le stime di forte ripresa dell'economia cinese a partire dalla seconda metà del prossimo anno, sulla scia dell'abbandono della politica zero-Covid, alimentano le aspettative di forte domanda di rame. I fondamentali del comparto non cambiano: le scorte si stanno assottigliando in modo preoccupante e i contratti di fornitura (futura) stanno subendo un allungamento medio che ormai supera i 3 anni (rispetto ai normali contratti, abitualmente di durata annuale). Il consumo di rame stimolato dalla sperata transizione energetica, dalle auto elettriche e dall'utilizzo delle fonti rinnovabili resta largamente superiore alle attuali stime di offerta mineraria mondiale per i prossimi 10 anni. I prezzi bassi degli ultimi trimestri hanno depresso gli investimenti minerari, alimentando ulteriormente uno scenario di preoccupante scarsità delle forniture. Un quadro che conferma la nostra idea di debolezza nel breve termine ma di presumibile recupero nel lungo termine, una volta che il mercato fisico del rame sarà messo sotto pressione dalla domanda.

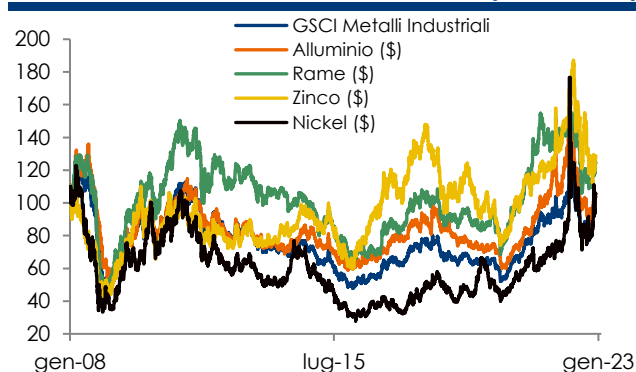
Alluminio: il cambio di strategia in Cina sosterrà la domanda nel 2023. Archiviata definitivamente l'ipotesi di una totale esclusione delle forniture russe dagli scambi commerciali alla borsa dei metalli di Londra (che avrebbe reso difficile approvvigionarsi con certezza), sono le conseguenze del cambio di strategia cinese sul Covid a guidare le quotazioni dell'alluminio in questo finale d'anno e, probabilmente, anche nel 2023. I prezzi dell'alluminio hanno toccato i massimi a circa 6 mesi nelle prime sedute di dicembre, (oltre i 2.500 dollari a tonnellata), grazie alle aspettative che il Governo cinese possa presto rimuovere tutte le restrizioni anti-Covid. Anche altri metalli, soprattutto rame e argento, hanno beneficiato di queste aspettative: il gigante asiatico consuma circa la metà di tutti i metalli grezzi estratti globalmente. La maggior parte delle analisi sul mercato globale dell'alluminio indica l'area Asia-Pacifico come l'epicentro del consumo e della produzione di alluminio per i prossimi 10 anni, anche se la frenata delle economie occidentali ha comunque deteriorato le aspettative di futura domanda. Un quadro carico di incognite che ci fa propendere per un consolidamento, su livelli alti, dei prezzi dell'alluminio nel breve-medio periodo e per collocare il vero e proprio rialzo dei prezzi solo nel 2024.

Zinco: il ruolo della Cina resterà centrale anche nel 2023. Anche le dinamiche di prezzo dello zinco dipenderanno, il prossimo anno, dalla durata e della profondità del rallentamento economico globale e dal recupero economico della Cina, dopo l'allentamento delle misure di controllo della pandemia. Il Governo cinese darà priorità alla ripresa economica e all'espansione della domanda interna il prossimo anno. Se però la nuova strategia cinese si rivelasse inefficace, mandando fuori controllo la situazione sanitaria con ripercussioni sui consumi, allora la pressione esercitata dall'altissimo livello delle scorte potrebbe deprimere i prezzi dello zinco. In Cina si stima che la produzione interna di zinco raffinato, per il mese di dicembre, possa salire a 545.600 tonnellate, il dato di produzione mensile più alto del 2022. Dal lato dei consumi, però, alcune imprese nel nord del paese hanno dovuto tagliare le proprie produzioni, e quindi la richiesta di laminati di zinco, a motivo del vasto impatto dei contagi sulla forza lavoro. Di conseguenza, la maggior parte degli stabilimenti siderurgici nel sud della Cina ha già programmato di ridurre la produzione o chiudere anticipatamente per ferie dalla metà di dicembre, ampliando la sospensione abituale legata ai festeggiamenti per il Capodanno lunare (21-22 gennaio 2023). Le speranze sono quindi riposte in una ripresa della domanda globale, nel successo dell'allentamento delle misure zero-Covid e in un non eccessivo accumulo di scorte per il 2023.

Nickel: la transizione "green" sosterrà la domanda di nickel nei prossimi anni. Si chiude un 2022 che ha visto il nickel al centro dell'attenzione internazionale, non solo per l'estrema volatilità dei prezzi che, a marzo, hanno portato ad una crisi della borsa dei metalli di Londra (LME), ma anche

per i cambiamenti strutturali che ha subito il comparto, a seguito del conflitto in Ucraina. Il rallentamento economico di questo finale d'anno potrebbe portare, secondo Nor Nickel, ad un surplus globale di 109.000 tonnellate di nickel per il 2022. Resta confermato invece uno scenario di deciso recupero della domanda subito a partire dal 2023, portando la stima annuale della richiesta a 3,45 milioni di tonnellate. Confermato anche lo scenario di medio-lungo termine, assolutamente improntato ad un aumento delle tensioni sui prezzi. Le previsioni di mercato sulla domanda di auto elettriche ribadiscono l'obiettivo del 40% delle vendite sul totale dei veicoli commercializzati globalmente entro il 2030. Una dinamica che ovviamente alimenterà l'aumento del prezzo del nickel in maniera strutturale. I fondamentali di lungo termine restano favorevoli (transizione green) ma i prezzi rischiano di essere comunque caratterizzati da molta volatilità, per l'insieme di fattori esogeni e geopolitici che caratterizzano lo scenario globale e che potrebbero finire per coinvolgere negativamente anche il mercato del nickel.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.642,5	6,8	-3,6	-5,7	-9,5
Rame (\$)	8.320,0	7,2	-7,3	-11,9	-14,4
Alluminio (\$)	2.361,0	5,1	-6,6	-11,6	-15,9
Zinco (\$)	3.052,0	-3,6	-14,7	-11,0	-15,0
Nickel (\$)	27.215,0	10,7	6,0	38,5	31,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook riconfermato Neutrale nel breve termine ma ribadiamo la tendenza Moderatamente Positiva nel lungo termine.

Anche in questo finale di 2022 confermiamo il nostro scenario diversificato fra breve e lungo periodo. Nonostante le previsioni sulla imminente recessione, per le economie più industrializzate, appaiano meno negative rispetto a qualche settimana fa, lo scenario di rallentamento incide sul comparto dei Metalli e ci costringe a un outlook di breve Neutrale, con rischi di ulteriore ribasso delle quotazioni anche nel primo trimestre del 2023. In un orizzonte più ampio, invece, ancora una volta esprimiamo un giudizio cautamente ottimista. La prima svolta potrebbe arrivare già a partire dalla metà del prossimo anno, se la nuova strategia sanitaria cinese si rivelerà efficace ed in grado di sostenere il ciclo economico e la domanda di metalli. Più nel medio-lungo termine, le prospettive restano favorevoli: la crescente rigidità del mercato fisico (scorte insufficienti, blocco delle forniture e scarsi investimenti minerari) e le forti prospettive di crescita della domanda legata alla transizione energetica restano le componenti chiave per la ripresa delle quotazioni in un orizzonte più ampio, una volta superata la fase recessiva prevista per l'anno prossimo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.320,0	7.200	7.400	7.600	7.750	9.000
Alluminio (\$)	2.361,0	2.198	2.300	2.275	2.342	2.702
Zinco (\$)	3.052,0	3.000	3.000	3.100	3.000	3.023
Nickel (\$)	27.215,0	20.250	20.000	20.500	21.574	22.523

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.320,0	7.200	7.400	7.800	7.700	9.200
Alluminio (\$)	2.361,0	2.100	2.300	2.400	2.325	2.700
Zinco (\$)	3.052,0	2.800	3.000	3.200	3.100	3.500
Nickel (\$)	27.215,0	22.750	23.000	23.000	23.000	23.500

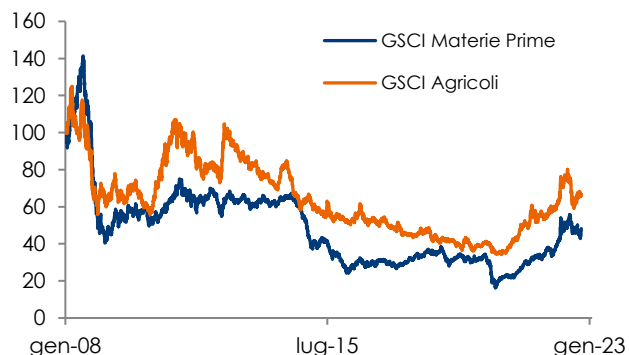
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: le tensioni del 2022 potrebbero riproporsi nel 2023

Gli Agricoli rischiano di subire anche nel 2023 le medesime tensioni del 2022; le soft commodity potrebbero proseguire la loro dinamica divergente.

Si chiude un anno di forti tensioni sulle derrate alimentari: ai fattori climatici si è infatti sommata la volatilità derivante dal conflitto in Ucraina. Le previsioni di consenso sul 2023 vedono il consumo di cereali (aggregato), a livello mondiale, superiore alla produzione. Nello specifico, le scorte mondiali di frumento sono in continuo calo e si prevede che i consumi si attesteranno attorno ai 791 milioni di tonnellate, per una produzione di 783 milioni di tonnellate. La richiesta di grano e farine, a causa del rallentamento economico, dovrebbe diminuire rispetto al 2022, ma questo difficilmente basterà a riportare il sistema agro-alimentare in equilibrio: si prospettano quindi grande volatilità sui mercati e imprevedibili picchi di prezzo. Resterà alta l'attenzione sulla situazione in Ucraina: grazie ai corridoi marittimi e al rinnovato accordo fra ONU, Russia e Ucraina (Black Sea Grain Initiative), a fine novembre scorso sono state trasportate fuori dal paese oltre 5 milioni di tonnellate di grano (oltre 11 milioni di tonnellate di prodotti agricoli); a causa del conflitto in corso, la situazione resta però molto instabile. L'Ucraina è uno dei maggiori esportatori di cereali al mondo: nel 2021 la produzione di grano si era attestata a 33,14 milioni di tonnellate, quest'anno le stime indicano una produzione vicina a 19,50 milioni di tonnellate. E' evidente che un'altra stagione con le forniture di cereali dimezzate provenienti dall'Ucraina rischia di riproporre, anche nel 2023, le medesime tensioni sui prezzi registrate nel 2022. Pensiamo che la divergenza tra le granaglie e le soft commodity (un tema che abbiamo più volte evidenziato) possa ripresentarsi anche nel 2023. I due sotto-comparti hanno infatti una reazione differente rispetto allo scenario macroeconomico globale: nonostante ipotesi di recessione meno forte per i paesi consumatori, riteniamo che la domanda di soft commodity possa contrarsi maggiormente rispetto a quella di cereali, il cui consumo viene definito primario e quindi sostanzialmente irrinunciabile.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



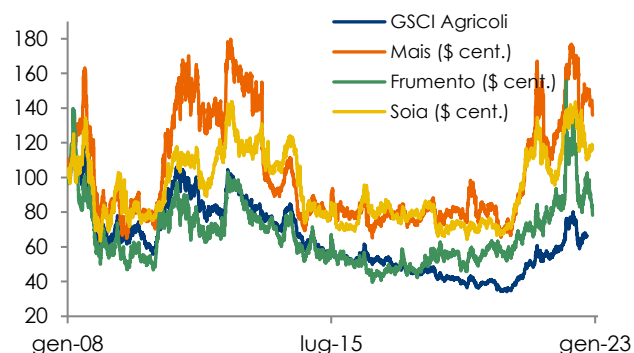
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.356,4	21,0	70,4	36,4
GSCI Agricoli	537,3	7,7	43,8	43,3
Mais (\$ cent.)	647,3	9,1	47,9	85,3
Frumento (\$ cent.)	748,5	-2,9	23,1	76,7
Soia (\$ cent.)	1.460,8	9,9	19,7	53,1
Cotone (\$ cent.)	84,1	-25,3	9,0	11,1
Cacao	2.499,0	-0,8	-0,3	30,7
Zucchero	20,1	6,7	39,5	39,8
Caffè (arabica)	164,1	-27,4	32,6	34,7
Caffè (robusta)	1.945,0	-21,8	42,8	13,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	537,3	-7,1	-7,1	-7,1	7,7
Mais (\$ cent.)	647,3	-6,5	-17,5	9,5	9,1
Frumento (\$ cent.)	748,5	-16,3	-27,6	-3,8	-2,9
Soia (\$ cent.)	1.460,8	-1,2	-14,2	13,0	9,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

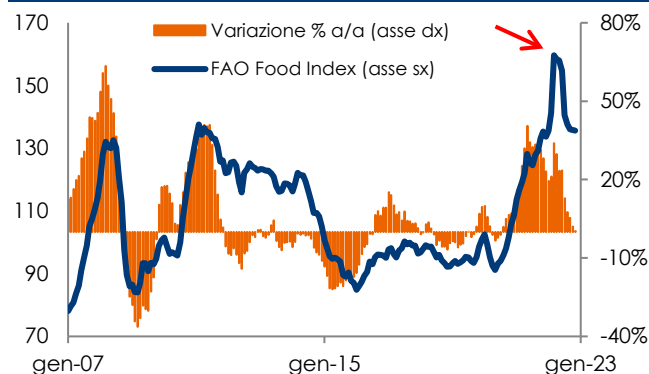
WASDE: pochi i cambiamenti anche a dicembre, ridotta la stima sul raccolto di mais in Ucraina.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di dicembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto solo marginalmente le stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e a livello globale, sempre per via della stagionalità invernale nell'emisfero settentrionale. Le prospettive del **mais** per il 2022/2023 vedranno esportazioni inferiori e scorte finali maggiori a livello globale a causa di una decisa rigidità nel mercato internazionale, a cui si sommano gli alti prezzi del mais negli Stati Uniti, che ne hanno rallentato le vendite e la spedizione. **Il raccolto di mais ucraino** del 2022/23 sarà inferiore di oltre 177 milioni di bushel (a 1,063 miliardi di bushel), a causa delle interruzioni nella mietitura dovute alla guerra e alle difficoltà di trasporto ed esportazione, che hanno finito per rallentare tutto il processo. I tagli alle stime riguardano sia le rese per acro che la reale superficie coltivata, con gli agricoltori ucraini che rischiano concretamente di non riuscire a raccogliere il mais entro l'inizio della nuova stagione della semina primaverile. Le stime sui volumi di esportazione di mais dell'Ucraina hanno subito un miglioramento come conseguenza dell'estensione della Black Sea Grains Initiative. Il minore raccolto di mais dell'Ucraina ha così compensato gli aumenti delle scorte finali negli Stati Uniti. Le proiezioni relative all'offerta e al consumo di **soia** restano invariate rispetto alle statistiche di novembre. A motivo della recente modifica della regolamentazione circa l'utilizzo dell'olio di soia per la miscelazione dei biocarburanti è ipotizzabile un futuro calo della domanda per usi industriali. Le previsioni sull'offerta e la domanda di **frumento** di dicembre sono invariate rispetto al mese scorso. Il consumo globale di grano è diminuito di 1,6 milioni di tonnellate, principalmente a causa del minor consumo di mangime e dell'uso più contenuto in Europa e, in particolare, in Ucraina.

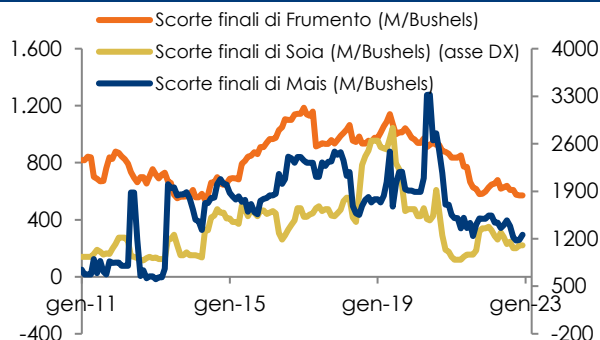
FAO: prezzi stabili, a novembre, per le derrate alimentari. I prezzi delle materie prime alimentari, a livello mondiale, sono rimasti sostanzialmente stabili a novembre. L'indice dei prezzi della FAO ha registrato una media di 135,7 punti durante il mese, sostanzialmente lo stesso livello di ottobre (135,9): il dato è superiore solo dello 0,3% rispetto a novembre 2021. L'indice FAO dei prezzi cerealicoli è diminuito dell'1,3% rispetto al mese precedente, ma è aumentato del 6,3% rispetto al valore di un anno fa. I prezzi mondiali del grano e del mais sono diminuiti a novembre rispettivamente del 2,8% e dell'1,7%, grazie all'estensione della Black Sea Grain Initiative (l'accordo per lo sblocco dei porti ucraini). Al contrario, i prezzi internazionali del riso sono aumentati del 2,3%. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è aumentato del 2,3% a novembre: i prezzi dell'olio di palma e di soia sono cresciuti, mentre quelli degli oli di colza e girasole sono calati. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è diminuito dell'1,2% rispetto al mese precedente, con le quotazioni mondiali di burro, latte scremato e latte intero in polvere in calo. L'indice dei prezzi della carne è sceso dello 0,9% a novembre a causa del calo delle quotazioni della carne bovina mentre tutti gli altri tipi di carne sono risaliti, guidati dal rincaro della carne ovina. L'indice dei prezzi dello zucchero è aumentato del 5,2% a novembre, influenzato da forti acquisti a causa delle scarse forniture di dolcificante, dovute ai ritardi del raccolto nei principali paesi produttori. L'aumento dei prezzi dell'etanolo in Brasile ha anche esercitato una pressione al rialzo sui prezzi mondiali.

FAO: ridotte le previsioni sulla produzione mondiale di cereali per il 2022. Nell'ultimo Bollettino sull'offerta e la domanda di cereali, la FAO ha ulteriormente tagliato le sue previsioni per la produzione cerealicola mondiale nel 2022: 2.756 milioni di tonnellate, in calo del 2,0% rispetto al 2021. La riduzione è originata in gran parte dal probabile e definitivo calo della produzione di mais in Ucraina, dove l'impatto della guerra ha reso difficili le operazioni di mietitura e ha quindi inciso su volumi e resa per acro dell'intero raccolto. La FAO ha anche abbassato le sue previsioni sulla produzione globale di grano per l'anno in corso ma, nonostante questa revisione, la nuova stima di 781,2 milioni di tonnellate rappresenta comunque un livello record. Infine, la FAO stima che la produzione globale di riso diminuisca del 2,4%, al di sotto del massimo storico dell'anno 2021. Ad un primo sguardo sulla stagione 2023, destano preoccupazione: 1) l'accessibilità e i costi dei principali input agricoli (carburanti, prodotti chimici, sementi); 2) le condizioni meteorologiche avverse negli Stati Uniti e in tutta la Federazione Russa; 3) le scelte di messa a

coltura che effettueranno i contadini il prossimo anno. I prezzi elevati delle colture potrebbero infatti spingere a mantenere un'area coltivata superiore alla media a livello globale, mentre nell'emisfero australe sta aumentando la semina di cereali secondari e le previsioni ufficiali in Brasile indicano un incremento della superficie (record) coltivata a mais.

FAO Food Index da gennaio 2007

Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2022)

Scorte finali di cereali, stime WASDE

Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (novembre 2022)

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: la volatilità del mercato agricolo resterà alta anche nel 2023.

Il rinnovo dell'accordo per il trasporto dei cereali sul Mar Nero rassicura nel breve termine ma non riduce le previsioni di forte volatilità dei mercati agricoli per il 2023. Anche l'anno prossimo i fattori chiave, da monitorare, saranno: l'evoluzione del conflitto, le condizioni climatiche avverse, il rincaro dei costi energetici e l'andamento del dollaro statunitense (la cui frenata appare ora più probabile). Ribadiamo che la struttura dei mercati dei cereali resta decisamente frammentata, sia per prodotto agricolo che per area geografica di coltivazione; a ciò si sommerà ancora il peso delle tensioni geopolitiche, che non dovrebbero diminuire. Le scorte globali restano su livelli bassi e, in molti casi, ricostituirele richiederà tempo: un altro fattore che manterrà alta la pressione sulle quotazioni. In virtù di questo scenario, i cui elementi chiave appaiono ormai strutturali, le nostre previsioni restano improntate a un consolidamento dei prezzi portandoci a un peggioramento dell'outlook che diventa Neutrale da Moderatamente Positivo. Anche l'anno prossimo è probabile che le soft commodity (proprio per la loro natura di consumo "residuale"), qualora si amplificasse ulteriormente la perdita di potere d'acquisto da parte dei consumatori, possano registrare performance peggiori rispetto alle granaglie.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	647,3	630,0	671,0	599,0	642,5	600,0
Frumento (\$ cent.)	748,5	825,0	840,0	770,0	860,0	770,0
Soia (\$ cent.)	1.460,8	1.400,0	1.440,0	1.330,0	1.335,0	1.250,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	647,3	630	627	623	625	620
Frumento (\$ cent.)	748,5	725	720	720	720	710
Soia (\$ cent.)	1.460,8	1.400	1.380	1.360	1.370	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Permane la cautela sul 2023 per le materie prime coloniali: le soft commodity restano candidate a risentire in misura superiore dello scenario di recessione che grava sull'economia globale, anche alla luce delle nuove previsioni che ipotizzano un rallentamento breve e meno profondo di quanto atteso qualche mese fa. Una prospettiva che ci spinge a confermare uno scenario futuro di blando consolidamento dei prezzi.

Cotone: dopo un 2022 negativo, anche le stime per il 2023 non sono particolarmente positive.

Il cotone continua ad essere una delle soft commodity più penalizzate sui mercati: l'inflazione ha contribuito a erodere la domanda di filati e capi in cotone del 10-15% nel corso del 2022, facendo calare il prezzo della fibra naturale. Le dinamiche del cotone dipendono strettamente

dalla propensione al consumo dei soggetti e dalle stime sulla crescita economica, in particolare, dai paesi maggiormente industrializzati. Le stime di rallentamento globale, ora smussate in termini di dimensione e periodo temporale, continueranno a pesare sulle quotazioni del cotone anche nel 2023. Secondo il rapporto WASDE di dicembre, il mercato del cotone archivia un 2022 caratterizzato da una produzione inferiore all'anno precedente, un consumo più ridotto, esportazioni in calo e un aumento sopra la media dei prezzi del trasporto mondiale. Il quadro degli Stati Uniti è stato ancora più problematico: una produzione più elevata del previsto si è scontrata con consumi interni inferiori ed esportazioni insufficienti, che hanno alimentato un ulteriore accumulo di scorte interne, deprimendo i prezzi. E' possibile che i prezzi del cotone si mantengano il prossimo anno su livelli simili a quelli attuali nonostante questo insieme di fattori negativi. Questo solo grazie ad una minor offerta che dovrebbe creare un po' di tensione sulle quotazioni, viste le previsioni di stabilizzazione (su livelli bassi) dei consumi anche per il 2023.

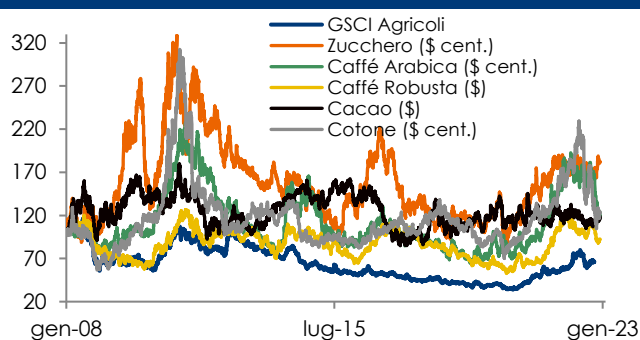
Zucchero: le proiezioni dell'USDA, per il 2023, tratteggiano un quadro ottimista. L'USDA (il Dipartimento per l'Agricoltura degli Stati Uniti) ha diffuso, lo scorso fine novembre, il suo consueto report relativo a produzione, consumo ed esportazioni di zucchero per il 2023. In sintesi, le attese sono per un aumento della produzione globale di dolcificante pari a 2,8 milioni di tonnellate, per un ammontare totale di 183,2 milioni di tonnellate. Un dato frutto dell'aumento della produzione in Brasile, Cina e Russia, che compenserà ampiamente il calo atteso in Unione Europea, India ed Ucraina. Stime ottimistiche anche sui consumi, visti in crescita record, trainati dalla maggior richiesta proveniente dai mercati di Cina, Indonesia e Russia. Forte incremento anche delle esportazioni globali: l'attesa contrazione delle spedizioni dall'India sarà compensata dall'incremento di quelle provenienti da Brasile e Thailandia. Le scorte mondiali di zucchero sono stimate in calo, poiché la crescita del consumo globale potrebbe essere superiore all'aumento della produzione prevista.

Caffè: permangono i dubbi sulla reale dimensione dell'offerta di caffè del Brasile. Sullo scenario 2023 per il caffè gravano i dubbi circa la reale entità del raccolto brasiliano. Da tempo, la media delle stime di mercato indica che nel 2023 la produzione di caffè del Brasile potrebbe crescere dell'8%, raggiungendo i 68,5 milioni di sacchi, grazie al recupero di produttività delle piantagioni, dopo il raccolto contenuto di quest'anno. Le recenti piogge, dopo la forte siccità di fine estate e inizio autunno, hanno portato alcuni operatori di mercato, poco attenti alle reali condizioni dell'industria brasiliana del caffè, a ipotizzare un grande raccolto in Brasile per il 2023. Sempre più player però ritengono che queste previsioni siano poco affidabili e che, invece, il raccolto rischi di essere in linea con quello delle due passate stagioni. Il paese, come altri produttori di caffè, ha affrontato infatti tre anni consecutivi di condizioni climatiche avverse che hanno ridotto la produzione e quasi azzerato le scorte: una situazione che non sembra particolarmente migliorata nella fase finale di questa stagione. I pochi dati a disposizione mostrerebbero che le dimensioni del nuovo raccolto continueranno ad essere contenute e che, nonostante in questo momento sia difficile formulare una previsione attendibile, è lecito attendersi un raccolto in linea con quello del 2021 e del 2022. Alla luce di questo scenario così incerto per il Brasile, confermiamo la nostra previsione di blanda tensione rialzista su tutto l'orizzonte temporale per l'Arabica e di debole consolidamento per la Robusta, in attesa appunto di capire quale sarà la reale situazione della produzione brasiliana per il 2023.

Cacao: l'incertezza caratterizzerà il 2023, in attesa dell'accordo fra produttori e multinazionali alimentari. Si avvia un 2023 all'insegna di una grande incertezza: rimane infatti aperto il contenzioso tra i produttori di cacao, Costa d'Avorio e Ghana, e le multinazionali del settore. I due paesi avevano posto un ultimatum: entro il 20 novembre le società in arretrato coi pagamenti del cosiddetto "premio di produzione" (cioè il rincaro di 400 dollari per tonnellata da erogare ai produttori locali nei due paesi africani) sarebbero state estromesse dal mercato del cacao. Ghana e Costa d'Avorio rappresentano circa il 60% della produzione di cacao mondiale, nonostante i recenti problemi con la siccità abbiano in parte ridotto i raccolti dell'ultima

stagione. A seguito della reticenza delle aziende agro-alimentari, l'associazione di produttori di cacao ha deciso di rinviare la scadenza alla fine di marzo del 2023 e, nel frattempo, di far valutare a un gruppo di esperti le possibili soluzioni per un accordo. Una situazione che, oltre a creare forte incertezza sulla prossima stagione, sta già avendo effetti negativi su quella in corso: la maggior parte delle fave di cacao, in particolare in Costa d'Avorio, è ammassata nei magazzini locali o stoccata nei silos dei porti marittimi e aspetta ancora di essere venduta, in attesa appunto di un accordo sul premio di produzione. Se dal lato dell'offerta la situazione appare critica, dal lato della domanda l'International Cocoa Organization (ICCO) continua a segnalare come da tutte e tre le grandi macroaree di consumo del cacao - Nord America, Europa e Sud Est Asiatico - arrivino ancora segnali di rallentamento, a causa del solito mix di fattori negativi: inflazione elevata, tassi di interesse alti, timori di recessione e rincaro dei costi energetici. Sulla base di queste prospettive, ribadiamo il probabile consolidamento dei prezzi del cacao per tutto l'orizzonte di previsione ma con rischi al ribasso in caso di un ulteriore contrazione dei consumi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	537,3	-7,1	-7,1	-7,1	7,7
Cotone	84,1	-10,1	-41,4	-20,3	-25,3
Cacao	2.499,0	5,5	4,7	0,1	-0,8
Zucchero	20,1	13,8	8,3	5,4	6,7
Caffè (arabica)	164,1	-26,8	-27,9	-30,5	-27,4
Caffè (robusta)	1.945,0	-11,0	-5,8	-20,3	-21,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	84,1	113,3	118,7	97,6	104,5	96,0
Cacao	2.499,0	2.340	2.350	2.203	2.345	2.280
Zucchero	20,1	17,9	18,0	17,3	18,0	17,0
Caffè (arabica)	164,1	170,0	200,0	173,8	185,0	176,0
Caffè (robusta)	1.945,0	1.938	1.863	1.838	1.800	1.720

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 19.12.22	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	84,1	80,0	79,0	77,0	78,0	76,0
Cacao	2.499,0	2.380,0	2.350,0	2.330,0	2.340	2.280
Zucchero	20,1	17,8	17,5	17,3	17,4	16,2
Caffè (arabica)	164,1	170	180	180	175	160
Caffè (robusta)	1.945,0	1.900	1.800	1.800	1.800	1.630

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 22.11.2022.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasnpaolo.com>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

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

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

Certificazione Analisti

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

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Rizzo

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi