

Mensile Materie Prime

I timori di recessione si aggravano e frenano le commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, stabili su livelli medio-alti sia gas che greggio

Non cambia il quadro previsivo su gas e petrolio: il mercato energetico, nel complesso, dovrebbe rimanere ancora sotto pressione. Si modificano invece i livelli target di entrambe le commodity su tutto l'orizzonte temporale. L'accordo nel Consiglio Europeo sul gas sta spingendo al ribasso il TTF. Il momento chiave sarà però il pieno inverno: fra poche settimane capiremo quanto l'assenza del gas russo in Europa e l'erosione delle scorte nei singoli paesi incideranno sul prezzo del metano.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, sfuma leggermente la pressione ribassista

La minor pressione ribassista dell'ultimo mese su oro e argento, intesi come investimento difensivo, non è sufficiente a cambiare il nostro approccio prudente. I timori di recessione gravano sui Preziosi con usi industriali, lasciando immutate le previsioni di calo della domanda di platino e palladio proveniente dal settore automobilistico e quella di argento dei settori dell'elettronica e "green".

Metalli industriali: outlook Neutrale da Mod. Positivo nel breve termine

Il comparto resta quello più penalizzato dal rallentamento economico globale, a cui si sommano le tensioni relative alle sanzioni alla Russia, le future scelte del London Metal Exchange (la principale borsa dei metalli) e l'andamento della domanda dalla Cina, dopo la chiusura del 20° Congresso del Partito e il buon dato sul PIL del 3° trimestre. Lo scenario di breve appare deteriorato mentre resta una cauta fiducia nel lungo termine.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo ma debole per le soft commodity

La struttura dei mercati dei cereali è ormai largamente frammentata, con situazioni molto diversificate tra materie prime agricole e aree geografiche e col peso delle tensioni geopolitiche ad aggravare lo scenario. In molti casi ci vorrà ancora tempo per ricostituire le scorte e questo premerà al rialzo sulle quotazioni. Alla luce di questo scenario, le previsioni restano di un moderato rialzo dei prezzi nel breve, nonostante lo spettro della recessione economica.

Soft Commodity:

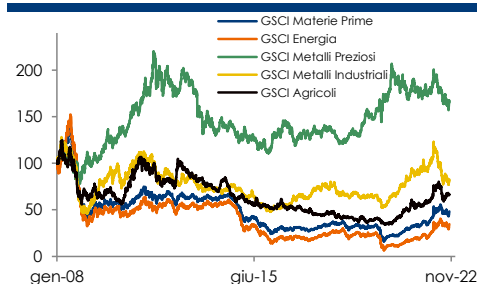
- Cotone:** recessione e contrazione dei consumi pesano più del calo della produzione.
- Zucchero:** petrolio volatile e stime di ampi raccolti in Asia e Sud America rallentano i prezzi.
- Caffè:** consumi in calo e rialzo delle stime del raccolto in Brasile frenano le quotazioni.
- Cacao:** i produttori contrastano l'atteso calo dei prezzi tenendo alto il costo delle fave.

Performance degli indici commodity

	Valore 24.10.22	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.543,7	27,7	102,2	49,9
GSCI Energia	644,4	50,1	184,2	57,9
GSCI Met. Preziosi	1.859,3	-10,9	-15,6	20,4
GSCI Met. Industriali	1.490,9	-17,8	16,8	6,4
GSCI Prod. Agricoli	551,1	10,5	51,8	43,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.10.2022

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

25 ottobre 2022 - 12:06 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 ottobre 2022 - 12:12 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
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	12,5	55,0
Brent	19,9	50,2
Gas Naturale	39,4	46,9
Gasolio	62,3	58,5
Oro	-9,8	-3,5
Argento	-17,8	-11,6
Rame	-22,3	25,2
Alluminio	-22,5	41,8
Zinco	-16,1	31,5
Nickel	7,2	24,9
Mais	14,9	22,6
Frumento	8,8	20,3
Soia	3,3	1,0
Cotone	-32,4	44,1
Caffè Arabica	-15,8	76,3

Fonte: Bloomberg; Dati al 24.10.2022

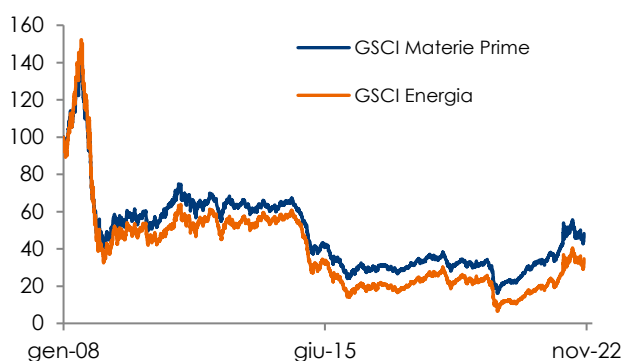
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.10.2022 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio e gas rallentano ancora nonostante l'inverno

Commodity: i timori di recessione gravano sull'andamento futuro delle materie prime, per la fine dell'anno in corso e per il prossimo. Appare sempre più nitido lo scenario per le commodity nell'ultima parte dell'anno, gravato dai forti timori di recessione per le principali economie, che ridurranno inevitabilmente la domanda di materie prime. Le pressioni al ribasso sulla maggior parte delle risorse di base sono il segnale del rallentamento dell'economia globale che passa attraverso un calo della domanda; al contempo, consentiranno (auspicabilmente) anche lo storno dell'inflazione, che rappresenta l'obiettivo principe delle politiche monetarie restrittive varate dalle maggiori banche centrali mondiali. Il rapido e massiccio rialzo dei tassi americani e la conseguente forza del dollaro (valuta in cui è espressa la quasi totalità dei derivati finanziari sulle commodity) stanno finendo per penalizzare l'investimento nelle risorse di base, accentuando la frenata dei prezzi. Il quadro potrebbe cambiare nel corso dell'anno, quando l'aggressiva azione delle banche centrali dovrebbe sfumare; la Fed, per esempio, ha già iniziato il dibattito interno su quando e in che misura fermare il rincaro del costo del denaro e cambiare così il proprio approccio monetario. Lo scenario, non imminente, di ritorno a politiche monetarie meno rigide consentirà di lasciare spazio a un recupero economico maggiore che finisca per favorire la domanda di materie prime e, quindi, una ripresa più veloce delle quotazioni.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.543,7	27,7	102,2	49,9
GSCI Energia	644,4	50,1	184,2	57,9
WTI (\$)	84,6	12,5	112,2	62,1
Brent (\$)	93,3	19,9	123,3	59,6
Gas Naturale (\$)	5,2	39,4	75,0	78,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: i timori di recessione gravano sull'economia mondiale e incidono negativamente sulle stime di domanda di energia.

Situazione pressoché immutata, rispetto al mese scorso, per il comparto dell'Energia. I vari report mensili di OPEC, EIA (Energy Information Administration) e IEA (International Energy Agency), a cui si è sommato lo scenario tratteggiato dal Fondo Monetario Internazionale (FMI), confermano che l'imminente recessione globale ha portato ad una revisione ribassista (più o meno intensa) delle stime di domanda di energia (petrolio, gas naturale ed elettricità) per l'ultimo trimestre del 2022 e per l'intero 2023. E' infatti l'anno prossimo il periodo temporale in cui maggiormente emergerà il rallentamento economico e, con esso, il calo della domanda di energia che dovrebbe portare a uno storno e poi a una stabilizzazione dei costi energetici. Petrolio e gas naturale, entrambi in calo, potrebbero recuperare, seppur con forza differente. Il petrolio resta stabilmente ben al di sotto dei 100 dollari per WTI e Brent, mentre il gas naturale si trova su livelli ancora alti ma decisamente lontani dai massimi visti a luglio, quando la pressione sui prezzi era il frutto del mix dovuto alla riduzione dell'offerta russa e alla pressante esigenza di approvvigionamento per riserva dei paesi europei, in vista dei consumi invernali.

Petrolio. Il petrolio continua il suo movimento laterale e resta comunque su livelli alti, nonostante l'annuncio del rilascio di 15 milioni di barili di scorte strategiche, da parte dell'Amministrazione Biden. Le attese di calo della domanda sembrano essere pareggiate dalla strategia dei produttori che hanno preventivamente contratto l'offerta di greggio, con l'intento di limitare il ribasso delle quotazioni. Gli aumenti dei tassi d'interesse decisi dalle banche centrali di numerosi

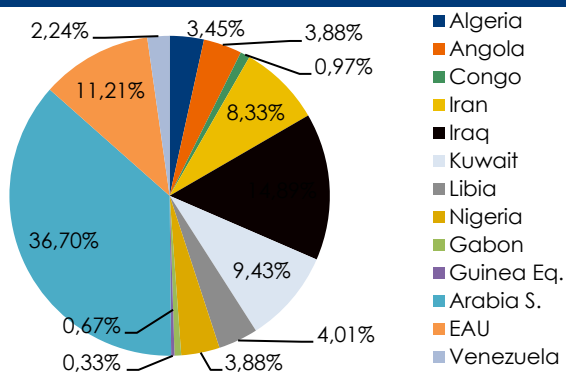
paesi consumatori di petrolio per combattere l'inflazione rischiano di ampliare l'inevitabile rallentamento dell'economia, alimentando il conseguente calo della domanda di petrolio. Sul fronte delle sanzioni alla Russia, si attende l'applicazione del price cap al petrolio prodotto nel paese, visti l'accordo di massima raggiunto dal G7 e la volontà della Commissione Europea di dar seguito a questa decisione. Mancano però ancora i dettagli; la misura dovrebbe poi essere recepita anche dai paesi contrari alle sanzioni e che sono abituali consumatori del petrolio russo, come India e Cina. Per ora, quel che è certo è la norma che vieta alle compagnie assicurative (il 90% degli operatori di questo settore è europeo o statunitense) di coprire dal rischio i cargo marittimi che trasportano la materia prima russa: uno schema già utilizzato per sanzionare il petrolio di Iran e Venezuela, ideato e coordinato dagli Stati Uniti. La perplessità relativa a questa modalità di azione riguarda la dimensione ed il peso della produzione russa a livello mondiale e come fonte di approvvigionamento per molti stati. La Russia contende infatti il primato nel mercato del petrolio a USA ed Arabia Saudita, con oltre 12 milioni di barili di petrolio grezzo e 2-3 milioni di barili di prodotti raffinati. Uno schema di embargo studiato per l'offerta petrolifera di Iran e Venezuela, largamente inferiore ed imparagonabile a quella russa, desta qualche timore di tenuta del sistema energetico mondiale. Dal 5 dicembre dovrebbe scattare l'embargo del petrolio proveniente via mare dalla Russia, poi dal 5 febbraio 2023 entrerà in vigore il blocco dei prodotti raffinati, sempre di origine russa. Un quadro che potrebbe consentire un recupero delle quotazioni, anche se di intensità contenuta e su livelli distanti dai massimi registrati negli scorsi mesi.

Gas naturale: proposta europea di regolamentazione del mercato interno. La Commissione Europea ha illustrato i dettagli della propria proposta di regolamentazione del mercato del gas e il Consiglio Europeo dei Capi di Stato ne ha approvato i contenuti. Ora la Commissione dovrà formalizzare l'intero pacchetto e renderlo applicabile, come richiesto dai rappresentanti dei Paesi membri, che lo dovranno poi mettere in esecuzione. La linea guida dell'Europa resta la necessità di una forte e costante riduzione dei consumi di gas: un aspetto determinante, senza il quale anche le misure previste rischiano di essere inefficaci. Lo scenario che attende l'Eurozona prevede l'impegno ad una riduzione dei consumi di gas, su un orizzonte triennale, che porti ad un taglio del 15-20% della domanda di metano: un livello che garantirebbe il superamento della dipendenza dal gas russo come conseguenza dell'efficacia delle misure approvate e della oggettiva riduzione della richiesta. Le misure (formalmente declinate in 9 punti), nel concreto, sono: a) la piattaforma aggregata per gli acquisti del gas, obbligatoria solo per una quota del 15% del volume delle riserve dei singoli paesi; b) la creazione di un nuovo benchmark, più aderente alle dinamiche del gas liquefatto, entro marzo 2023 e, nel breve termine, un sistema di correzione dei prezzi con un limite dinamico per le transazioni del TTF che invalidi qualsiasi contratto concluso al di fuori dei parametri fissati; a questo sistema si aggiunge un'altra limitazione intraday, volta a ridurre la volatilità giornaliera; c) norme più stringenti di solidarietà e trasferimento del gas tra gli Stati, in caso di emergenza; d) un tetto al prezzo del gas utilizzato per la produzione di energia elettrica e maggiori incentivi all'uso delle rinnovabili, in un quadro di forte abbassamento dei consumi. Infine, a livello sistemico, la Commissione apre alla possibilità per i Governi di far fronte all'impatto dell'attuale crisi energetica, utilizzando a tale scopo fino al 10% della dotazione nazionale dei fondi di coesione europea non ancora allocati e disponibili (si stimano in circa 40 miliardi di euro). Cautela invece sulla possibilità di misure di debito comune o fondi sovranazionali, volti a calmierare la crisi energetica. Il Consiglio Europeo si è limitato a rimarcare la necessità di mobilitare strumenti a livello nazionale ed europeo, con l'obiettivo di preservare la competitività energetica dell'Europa.

L'OPEC+ tornerà a riunirsi solo il 4 dicembre, dopo l'inatteso taglio di 2 milioni di barili deciso il 5 ottobre scorso. L'esito della riunione dell'OPEC+ del 5 ottobre scorso, che ha stabilito un taglio alla produzione più ampio del previsto (2 milioni di barili al giorno, da realizzare entro novembre), resta un fattore determinante per il mercato petrolifero. La riduzione, la più importante dal 2020, se da un lato sta avendo un impatto limitato sull'offerta complessiva (molti paesi, infatti, stanno

già producendo al di sotto delle loro quote), dal punto di vista politico è stata invece un messaggio molto duro nei confronti delle richieste dei consumatori di calmierare i prezzi energetici. Gli Stati Uniti e l'Unione Europea avevano fatto pressioni per evitare il taglio delle produzioni petrolifere, ma l'OPEC ha deciso comunque ridurre l'offerta, giustificandola con lo scenario di probabile recessione e di conseguente contrazione della domanda. Sia la IEA (l'Agenzia Internazionale dell'Energia) che l'OPEC, nei loro rispettivi report mensili, hanno rivisto al ribasso le stime di domanda di greggio per l'ultima parte del 2022 ed anche per l'aggregato del 2023. Quello che è apparso evidente è l'allineamento dell'Arabia Saudita con la Russia, che è ovviamente funzionale ad interessi reciproci, col rischio che la decisione presa possa mantenere le quotazioni del petrolio su livelli comunque alti, contribuendo al surriscaldamento dei prezzi globali e gravando negativamente sull'economia globale. La riunione OPEC+ del 4 dicembre cadrà in un momento in cui sarà decisamente più chiaro quanto il rallentamento economico abbia impattato sulla domanda di greggio e quanto le politiche monetarie restrittive delle banche centrali avranno inciso sulle dinamiche di inflazione.

Produzione membri OPEC (%)



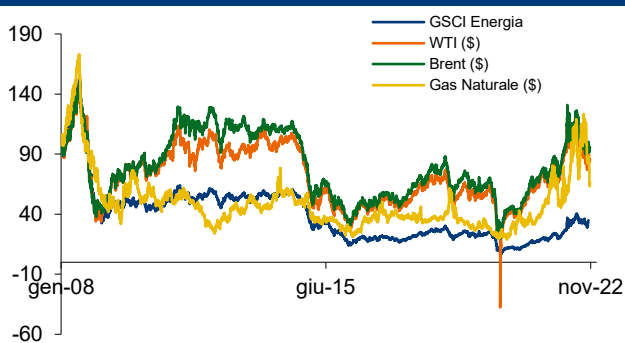
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.09.2022

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

	Media 2000-18	2019	2020	2021	Stime 2022	Stime 2023
Algeria	...	106,6	88,5	111,1	162,1	148,1
Azerbaijan	52,3	42,5	65,3	56,9	41,6	51,8
Bahrain	82,2	99,2	119,2	128,9	127,5	122,0
Iran	81,6	193,4	241,9	306,4	268,9	390,1
Iraq	...	52,3	55,2	61,4	75,9	70,1
Kazakistan	...	68,4	155,0	140,8	114,8	100,6
Kuwait2	...	57,4	79,8	68,6	52,5	53,1
Libia	73,4	36,1	141,7	51,9	68,6	67,2
Oman	...	67,9	87,9	71,6	73,0	64,5
Qatar	44,9	51,1	54,3	55,1	56,0	59,1
Arabia Saudita	...	81,8	76,6	85,1	79,2	69,0
Turkmenistan	...	37,6	40,5	31,5	34,4	33,9
Emirati Arabi Uniti	49,7	62,3	60,1	69,2	76,1	67,4

Fonte: FMI Outlook, Aprile 2022, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	644,4	-6,4	-5,0	20,8	50,1
WTI (\$)	84,6	-12,5	-14,2	1,0	12,5
Brent (\$)	93,3	-11,3	-8,9	8,5	19,9
Gas Naturale (\$)	5,2	-40,4	-22,0	-11,9	39,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, previsioni di consolidamento su livelli medio-alti per gas e petrolio. Marginale ritocco delle previsioni numeriche per gas e petrolio ma senza cambiare il nostro quadro previsivo di fondo: il mercato energetico, nel suo complesso, resterà probabilmente ancora sotto pressione nell'ultima parte dell'anno, con una possibile divergenza fra i rialzi di greggio e metano, ora però più sfumata. I prezzi del petrolio resteranno probabilmente intorno ai 90 dollari al barile (e non molto oltre) per entrambi i contratti, soffrendo maggiormente per i timori di recessione che rischiano di minare la domanda di energia; a questi

timori i produttori hanno risposto contraendo l'offerta futura, nel tentativo di riequilibrare a proprio favore il mercato. Quest'ultimo ha ormai largamente metabolizzato i rischi derivanti dal prosieguo del conflitto in Ucraina ed è focalizzato solo su quelli legati al rallentamento economico. Diversa la situazione per il gas, che resta sotto pressione ma che amplifica la tendenza al ribasso iniziata circa un mese fa. L'accordo nel Consiglio Europeo circa la proposta della Commissione UE sul gas sembrerebbe poter spingere ulteriormente al ribasso sia il TTF (il benchmark del gas europeo) che il gas naturale statunitense. Uno scenario che ci ha spinto ad abbassare i livelli target per il metano europeo lungo tutto l'orizzonte temporale, pur mantenendo un tono rialzista rispetto ai valori attuali. Il momento chiave sarà comunque il pieno inverno nell'emisfero settentrionale: fra poche settimane capiremo infatti quanto l'assenza del gas russo in Europa e l'erosione delle scorte nei singoli paesi incideranno sul prezzo del metano.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	84,6	90,5	90,0	88,0	94,0	85,0
Brent (\$)	93,3	95,5	95,0	94,0	96,3	88,0
Gas Naturale (\$)	5,2	7,0	7,0	5,8	5,8	5,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	84,6	90,0	88,0	86,0	85,8	82,0
Brent (\$)	93,3	98,0	96,0	94,0	93,0	87,0
Gas Naturale (\$)	5,2	7,0	6,5	5,0	5,6	4,5
TTF (€/MWh)	96,5	200,0	180,0	160,0	115,0	110,0

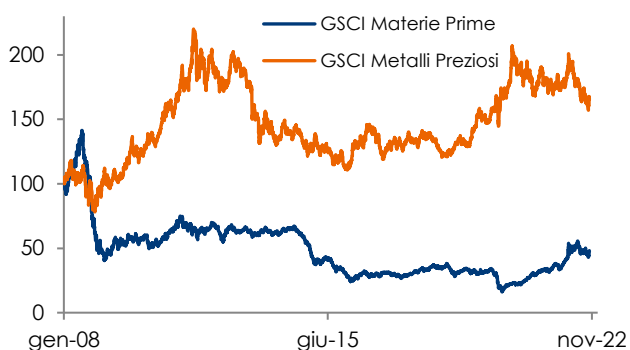
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: influenzati dai movimenti di dollaro e tassi

Preziosi in blando consolidamento, visto il rallentamento del dollaro, la frenata dei Treasury USA e la volatilità dei mercati finanziari.

Consolida il quadro per i Preziosi, senza subire peggioramenti, complice il prosieguo del rialzo dei tassi da parte delle principali banche centrali ma con la sensazione di una maggior visibilità circa il punto di massimo incremento del costo del denaro. Uno scenario che ha consentito anche di frenare l'apprezzamento del dollaro USA, altro elemento a favore del consolidamento delle quotazioni dei Preziosi. La pressione ribassista sul comparto sta sfumando proprio grazie di questo mix di fattori, a cui si aggiunge il consolidamento delle tensioni geopolitiche relative al conflitto armato in Ucraina, diventate ormai marginali. Le preoccupazioni dei mercati sono ora rivolte solo al rischio di recessione; la ricerca di beni rifugio sta peraltro riguardando solo minimamente i Preziosi, ancora abbastanza ignorati dagli investitori a favore di altre allocazioni di investimento difensive. Solo le tensioni sulla sterlina e sui Gilt (i titoli di stato inglesi) e il successivo intervento urgente della Bank of England hanno ampliato volatilità e avversione al rischio, riaccendendo l'interesse degli operatori per l'oro. Sul fronte dei Metalli preziosi con maggiori utilizzi industriali, prosegue la crisi del settore Auto e della componentistica: un quadro che resta negativo per la domanda di metalli destinati a quel settore e che continua a tenere alte le riserve globali, calmierando la dinamica dei prezzi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.543,7	27,7	102,2	49,9
GSCI Met. preziosi	1.859,3	-10,9	-15,6	20,4
Oro (\$)	1.650,6	-9,8	-13,2	29,1
Argento (\$)	19,3	-17,8	-21,7	13,7
Platino (\$)	926,2	-4,4	2,3	0,3
Palladio (\$)	1.974,7	3,7	-17,6	105,1

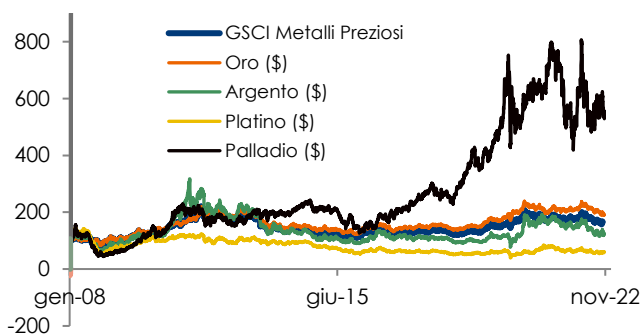
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro negativo sui Preziosi sfuma leggermente la sua intensità ma resta, nel concreto, immutato.

L'insieme dei fattori che deprime le quotazioni di oro e argento resta il medesimo del mese scorso ma l'intensità con cui penalizza il comparto appare leggermente più sfumata. La quotazione dell'oro ha raggiunto, nel mese di settembre, quasi 1.600 dollari l'oncia proprio a causa del deciso sentiment ribassista in atto. All'inizio di ottobre, però, i prezzi sono risaliti leggermente fino in area 1.700 dollari, per poi ritracciare. Il blando recupero messo a segno dal metallo giallo è stato sostenuto da due fattori. In primis ha influito la decisione della Banca d'Inghilterra di acquistare obbligazioni per contrastare l'anomalo movimento dei Gilt - a seguito della presentazione della manovra finanziaria del Governo Truss (vicenda che è culminata con le dimissioni della stessa Truss e con l'ennesima crisi politica) - e frenare il crollo della sterlina. A questo primo fattore si è sommata la frenata dei Treasury americani e del dollaro: due elementi che consentono classicamente all'oro di recuperare terreno. Il possibile aggravarsi della crisi energetica (nonostante le misure delineate in Europa) e il potenziale scoppio di ulteriori proteste nei paesi emergenti in caso di crisi alimentari, durante il periodo invernale, rimangono gli unici fattori di rischio che terranno alta la tensione nell'ultima parte del 2022. Restrizioni monetarie e dollaro americano, su livelli di apprezzamento comunque alti, restano i principali ostacoli per l'oro. L'aumento registrato a settembre dall'argento è connesso a quello dell'oro. La prospettiva di un prossimo punto di arrivo per i fed funds e di un apparente rallentamento dei rialzi dei tassi nelle economie avanzate è stata un elemento che ha sostenuto tutti i Metalli preziosi e, quindi, anche l'argento. A condizionare le previsioni per i prossimi mesi sarà l'andamento dei rendimenti reali americani: se questi avranno raggiunto il picco, allora le probabilità che il prezzo

dell'argento possa calare ancora si ridurranno sensibilmente. Permane poi la speranza, di lungo termine, sul fronte della domanda fisica: non cambiano infatti le attese di aumento della richiesta di argento dovuta agli usi industriali, stimolata dalla transizione verde. Settembre è stato un mese difficile per il **platino**, che è sceso ai minimi di 830 dollari salvo poi recuperare per tutto il mese di ottobre, tornando sopra i 900 dollari. Le prospettive a breve termine restano deboli: a pesare è la fragilità del settore manifatturiero che, depresso dalle prospettive di recessione, non ha visto nuovi ordini per le forniture 2023 di platino. Anche l'industria automobilistica è in difficoltà dal punto di vista della domanda: ciò renderà molto difficile per i prezzi del platino un ritorno sopra i 1.000 dollari l'oncia. Le prospettive di lungo termine, invece, rimangono marginalmente positive, grazie ai minori livelli di offerta e alla crescente domanda legata alla sostituzione delle motorizzazioni diesel (che utilizzano **palladio** nei loro filtri anti-particolato) con quelle a benzina (che invece hanno filtri al platino). In conclusione, i timori di recessione e le ipotesi di azzeramento del blando surplus di offerta registrato nel 2022 favoriranno il consolidamento delle quotazioni di entrambi i metalli, lontane dai massimi registrati all'inizio delle operazioni militari in Ucraina ma pur sempre su livelli alti.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	1.859,3	-3,3	-13,7	-10,5	-10,9
Oro (\$)	1.650,6	-3,9	-13,0	-8,7	-9,8
Argento (\$)	19,3	4,4	-18,6	-21,4	-17,8
Platino (\$)	926,2	4,8	0,5	-12,8	-4,4
Palladio (\$)	1.974,7	-1,9	-8,3	-3,8	3,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale confermato: prezzi in blando consolidamento, sfuma leggermente la pressione ribassista. Benché la necessità di investimenti difensivi che non vengano erosi dall'attuale surriscaldamento dei prezzi, dalla probabile recessione e dai rischi geopolitici abbia solo marginalmente coinvolto il comparto dei Preziosi, la pressione ribassista si è allentata nelle ultime settimane. L'approccio della Fed non cambia ma le reazioni su dollaro e Treasury, in marginale frenata, hanno ridotto la storica correlazione negativa con l'oro, consentendo alle quotazioni di recuperare qualche posizione e ampliando il consolidamento dei prezzi della maggior parte dei Metalli preziosi. La minor pressione ribassista registrata nell'ultimo mese su oro e argento, intesi come investimento difensivo, non è però sufficiente per cambiare il nostro approccio prudente su questo comparto. I timori di recessione sono il tema centrale che grava su tutte le commodity, in particolare sui Preziosi con usi industriali. Il conseguente impatto negativo sui consumi di materie prime, a livello mondiale, lascia immutate le previsioni di riduzione della domanda di platino e palladio dal settore automobilistico e di quella di argento dei settori dell'elettronica e "green".

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
Oro (\$)	1.650,6	1.721,2	1.743,3	1.750,0	1.830,3	1.800,0
Argento (\$)	19,3	19,0	20,3	20,6	20,7	21,4
Platino (\$)	926,2	877,5	895,0	910,0	953,8	1.150,0
Palladio (\$)	1.974,7	2.035,0	2.100,0	2.062,5	2.050,0	1.650,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

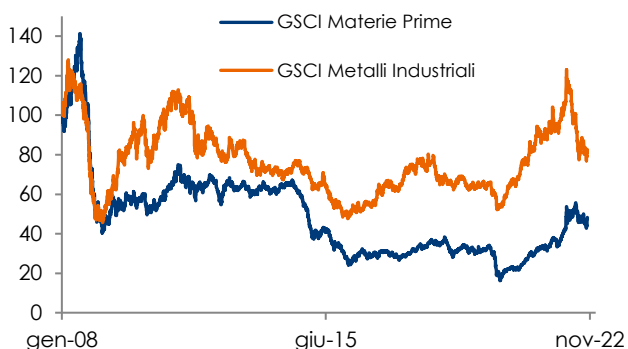
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
Oro (\$)	1.650,6	1.675	1.700	1.750	1.750	1.800
Argento (\$)	19,3	19,0	20,0	21,1	21,3	23,0
Platino (\$)	926,2	880	930	960	970	1.100
Palladio (\$)	1.974,7	2.050	2.100	2.125	2.125	2.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: l'imminente recessione aumenta i rischi di breve

Lo scenario di recessione si fa più concreto, penalizzando la domanda di Metalli industriali. I timori di recessione continuano a crescere mentre le banche centrali aumentano i tassi di interesse in maniera robusta, con l'obiettivo di neutralizzare l'inflazione: questa strategia finirà tuttavia per alimentare anche il rallentamento economico. Il dollaro forte penalizza tutte le materie prime: questo apprezzamento appare peraltro coerente con la robustezza dell'economia USA, che sembra in grado di sopportare la dimensione del rincaro del costo del denaro operato dalla Fed. Quest'ultima ha già avviato un dibattito interno su quale sia il livello massimo di rialzo dei tassi e su modalità e tempi dello "stop" alla politica monetaria restrittiva. Nel resto delle economie mondiali la situazione è decisamente meno rosea, con le banche centrali di fatto costrette ad effettuare rialzi dei tassi che rischiano di danneggiare ulteriormente il ciclo economico. La divergenza fra lo stato di salute dell'economia statunitense e quello del resto delle economie potrebbe penalizzare ulteriormente la domanda di Metalli industriali, confermando uno scenario di debolezza nel breve. Il settore resta quello che, più di tutti, sta scontando i timori di deciso rallentamento economico globale; a questo si sommano le tensioni sulle sanzioni al comparto minerario russo, le possibili scelte del London Metal Exchange (la principale borsa dei metalli) e la domanda in arrivo dalla Cina, dopo la chiusura del 20° Congresso del Partito e la pubblicazione dei dati sul PIL del 3° trimestre. Lo scenario di breve appare quindi maggiormente deteriorato ma, lasciata alle spalle la probabile correzione dei prossimi trimestri, i Metalli industriali potranno recuperare le perdite su un orizzonte temporale più ampio, sfruttando il superamento della recessione e la domanda derivante dalla transizione energetica "green".

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.543,7	27,7	102,2	49,9
GSCI Industriali	1.490,9	-17,8	16,8	6,4
Rame (\$)	7.556,0	-22,3	10,0	7,8
Alluminio (\$)	2.175,0	-22,5	18,0	-0,5
Zinco (\$)	3.011,3	-16,1	18,1	-7,2
Nickel (\$)	22.248,0	7,2	41,6	87,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: la chiusura del Congresso vede rafforzata la leadership presidente Xi Jinping. Tra luglio e settembre l'economia della Cina ha registrato un'espansione più robusta del periodo precedente, pur trattandosi di un aumento fra i più bassi degli ultimi anni, complice il timore di recessione globale che grava sul sistema economico. La diffusione del dato sul PIL era stata ritardata nei giorni scorsi da Pechino a causa dello svolgimento del 20° Congresso Nazionale del Partito: una mossa che aveva alimentato il pessimismo circa lo stato di salute dell'economia cinese. La rielezione del presidente Xi Jinping alla guida del Partito, per il terzo mandato, e l'accentramento dei poteri intorno alla sua figura non garantiscono la certezza di un ritorno ad una crescita economica più robusta, ma certamente appaiono come un segnale inequivocabile di forte leadership. Nel **3° trimestre il PIL** è cresciuto del +3,9%, oltre il +0,4% del 2° trimestre, superando le aspettative di consenso (+3,4%). Tuttavia, l'ultimo risultato ha portato la crescita da inizio anno al +3%, decisamente inferiore al target ufficiale stabilito in precedenza dal Governo (+5,5%). Meglio delle stime anche la **produzione industriale** che a settembre ha registrato una crescita del +6,3%, oltre il +4,8% atteso ed in accelerazione rispetto al +4,2% precedente. Male i consumi domestici: sempre a settembre, le **vendite al dettaglio** sono salite del +2,5%, un ritmo decisamente inferiore al +3,3% atteso. Il mese scorso, il **tasso di disoccupazione** della Cina è cresciuto al 5,5% (la disoccupazione giovanile è al 17,9%). Infine, è rallentato il ritmo della crescita delle **esportazioni**, salite del +5,7% a/a (a 322,76 miliardi di dollari),

rispetto all'aumento pari a +7,1% di agosto ed inferiori al +5,8% atteso dal mercato. Le **importazioni**, invece, sono cresciute dello 0,3% a/a (a 238 miliardi di dollari), al di sotto del +1,3% atteso. La **bilancia commerciale** segna così un surplus del valore di 84,75 miliardi di dollari a settembre, contro i 79,39 miliardi di agosto.

Metalli industriali: le tensioni di breve sui metalli di origine russa hanno reso volatili i prezzi. Le pressioni sul comparto restano molto alte e ruotano intorno all'ipotesi, ventilata nelle scorse settimane e concretamente allo studio, che il London Metal Exchange, la borsa dei metalli di Londra (LME), possa impedire l'accesso al libero scambio di tutti i metalli russi. Nello specifico, le ipotesi circolate tratteggiavano la possibilità, per tutti i nuovi contratti derivati finanziari con scadenze a partire dal 2023, di escludere i lotti di forniture russe dalla composizione del sottostante fisico. Questo embargo finanziario totale dei metalli russi sul principale mercato di scambio non è banale: la dipendenza dalla Russia è un tratto caratteristico della composizione della quasi totalità delle scorte di riferimento dell'LME, con una media del 40-50% per tutti i contratti e con punte, come nel caso del rame, che superano il 60% della quantità di riserve di origine russa. Lo scenario di breve resta estremamente complesso e volatile mentre quello di lungo termine non è cambiato, lasciando più di una speranza di recupero: i piani di elettrificazione, implementazione di energia da fonti rinnovabili e abbandono dei combustibili fossili dovranno per forza stimolare la domanda di Metalli industriali in un orizzonte più ampio.

Rame: Russia, LME e rischio forniture al centro della dinamica del rame. Permane l'allarme sul **rame**: nel 2023 gli acquirenti di rame europei rischiano di essere destinati a sostenere costi mai visti in precedenza, se vorranno ottenere un metallo grezzo che non sia di origine russa. Sino ad ora il rame russo non è oggetto di sanzioni ma molti acquirenti ne evitano comunque l'acquisto, timorosi di incorrere in qualche ritorsione commerciale soprattutto proveniente dagli Stati Uniti. Ciò che appare evidente è che i premi (intesi come costi e garanzie liquide o assicurative) richiesti dalle società minerarie (non russe) sono altissimi e appaiono del tutto anomali viste le attese di decisa contrazione del settore manifatturiero europeo, gravato da costi energetici incompatibili con diverse produzioni, il cui prezzo finale sarebbe totalmente fuori mercato. Questa situazione paradossale è la conseguenza di una sorta di auto-embargo del rame proveniente dalla Russia: molto probabilmente, il metallo grezzo troverà uno sbocco naturale in Cina, il maggior consumatore mondiale, con importazioni medie mensili (nei primi 9 mesi del 2022) di circa 325.000 tonnellate.

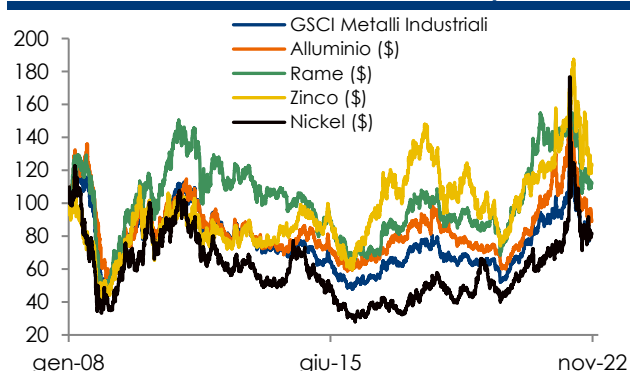
Alluminio: la Cina potrebbe sostituire la Russia nelle forniture mondiali. All'inizio di ottobre i prezzi dell'**alluminio** hanno cominciato a scontare le prospettive di una fine delle forniture russe all'Occidente. Il metallo è strategico per diverse industrie come quelle aeronautiche, delle costruzioni, per il settore Auto e per quello dell'energia e vede nella Russia e nella Cina i primi produttori mondiali. L'ipotesi allo studio, che gli Stati Uniti possano decidere di sanzionare le importazioni da Mosca, rischia di riaccendere la tensione rialzista sull'alluminio. Pechino produce oltre il 55% dell'alluminio lavorato su scala globale e potrebbe sostituirsi alla Russia come fornitore per le industrie occidentali. Il solo settore immobiliare cinese assorbe il 10% della produzione mondiale di alluminio: sono quindi scontate le sinergie commerciali con la Russia. Una situazione consolidata che potrebbe portare al paradosso che la materia grezza russa finisca proprio nei manufatti raffinati e nei semilavorati che la Cina esporterebbe verso l'Occidente.

Zinco: lo scenario resta fosco. Scenario grave ed immutato sullo **zinco**: l'impennata dei prezzi dell'energia elettrica sta limitando la produzione di metalli raffinati. Glencore, multinazionale svizzera delle materie prime, ha deciso di mettere in manutenzione la fonderia di zinco di Nordenham, in Germania, a partire dal primo novembre. L'impianto resterà chiuso fino a quando le condizioni di redditività non miglioreranno, azzerando la produzione di zinco raffinato e leghe di zinco, che ammontava 165.000 tonnellate annuali. Tutto il comparto resta in fortissima decelerazione: proseguono le riduzioni di capacità produttiva in Europa, Russia e Cina mentre si aggravano le stime di calo della domanda a causa della imminente recessione economica.

Nickel: permane il tono positivo ed in controtendenza ma si accentuano i rischi. Sempre in controtendenza la dinamica del **nickel**, che continua a registrare una forte tensione sui prezzi.

Le ultime previsioni di mercato sulla domanda di auto elettriche la vedono passare dal 10% di tutte le vendite nel mercato automobilistico nel 2021 al 40% stimato per il 2030. Per questo motivo il prezzo del nickel è in costante aumento, benché su livelli inferiori rispetto ai massimi raggiunti nel mese di marzo, all'indomani dello scoppio del conflitto in Ucraina. La Russia è uno dei principali esportatori (insieme a Canada e Nuova Caledonia) di questo metallo, ma le sanzioni occidentali contro il Cremlino ne hanno reso difficoltosa l'esportazione. Dopo le sanzioni alla Russia è l'Indonesia il nuovo operatore di riferimento occidentale, grazie ad un fortissimo rialzo della produzione, che oggi consente al paese di estrarre circa il 37% del nickel mondiale. Delle 23 fonderie che lavorano il nickel (e non solo) presenti in Indonesia, 21 sono di proprietà cinese, fornendo a Pechino il sostanziale controllo della quasi totalità delle esportazioni di nickel indonesiano. Anche se i fondamentali di lungo termine restano favorevoli (transizione green), i prezzi rimangono volatili a causa di uno scenario globale che appare oggettivamente molto deteriorato, pur senza coinvolgere per ora il nickel.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.490,9	-2,1	-25,2	-18,8	-17,8
Rame (\$)	7.556,0	1,0	-22,7	-23,4	-22,3
Alluminio (\$)	2.175,0	-9,7	-29,6	-24,4	-22,5
Zinco (\$)	3.011,3	-1,9	-33,1	-13,9	-16,1
Nickel (\$)	22.248,0	0,1	-31,8	9,6	7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale, nel breve termine, a causa della imminente recessione, ma ancora Moderatamente Positivo nel medio-lungo.

Il peso della imminente recessione per le economie più industrializzate ci costringe ad un cambiamento di outlook sui Metalli, che diventa Neutrale nel breve termine ma, ancora una volta, cautamente ottimista in un orizzonte più ampio. I Metalli industriali scontano le pressioni legate al rallentamento economico di breve, ma le prospettive a lungo termine restano favorevoli. I timori di recessione continuano a pesare sulla domanda fisica di Metalli industriali, che quest'anno hanno visto ridursi significativamente anche quella parte di acquisti legati agli investimenti finanziari, non produttivi. Tuttavia, la crescente rigidità del mercato fisico (basse scorte e scarsi investimenti minerari) e le forti prospettive di crescita della domanda legata alla transizione energetica restano il fattore chiave per la ripresa delle quotazioni nel medio/lungo periodo, una volta superata la fase di decrescita delle principali economie.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
Rame (\$)	7.556,0	7.400	7.500	7.750	8.071	9.134
Alluminio (\$)	2.175,0	2.200	2.183	2.300	2.450	2.800
Zinco (\$)	3.011,3	3.150	3.100	3.000	3.187	3.139
Nickel (\$)	22.248,0	22.379	20.250	20.000	21.546	23.076

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

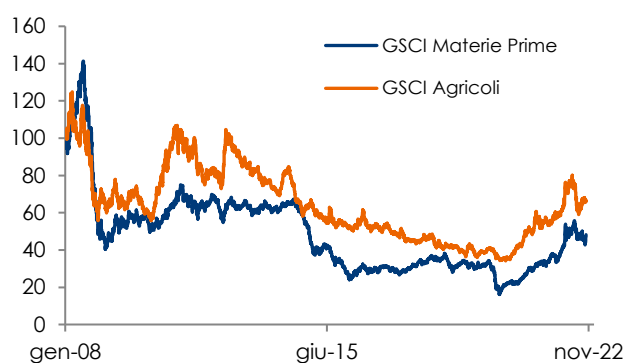
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.10.22	2022	2023	2023	2023	2024
Rame (\$)	7.556,0	7.000	6.900	7.400	7.700	9.200
Alluminio (\$)	2.175,0	2.200	2.100	2.300	2.325	2.700
Zinco (\$)	3.011,3	3.100	3.000	3.200	3.300	3.700
Nickel (\$)	22.248,0	22.500	22.500	23.000	23.500	25.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: le tensioni globali terranno alti i prezzi

I timori di recessione si ampliano ma gli Agricoli sembrano reggere la pressione: granaglie e materie prime coloniali proseguono la propria dinamica divergente. Consolida il comparto degli Agricoli, senza ridimensionare eccessivamente la performance da inizio anno. Prosegue invece la divergenza segnalata lo scorso mese tra le granaglie e le soft commodity. I due sotto-comparti hanno una reazione differente rispetto allo scenario di probabile recessione economica che investirà l'economia a livello globale. L'accordo di Istanbul per lo sblocco dei cereali ucraini (e di cereali, fertilizzanti e concimi russi) ha parzialmente scongiurato l'ipotesi di crisi alimentare mondiale ma continua a creare tensione fra Russia e Occidente. Le continue frizioni sulle modalità di esportazione ucraine, con scambi di accuse fra Mosca e Kiev, gravano sui cereali e mantengono alta la pressione rialzista sui prezzi. Gli operatori cercano di prevedere se, dopo la fine di novembre, si manterrà aperto il corridoio navale nel Mar Nero: elemento chiave per capire come evolveranno le dinamiche di mercato nel periodo invernale. A livello globale l'offerta è tornata abbondante (anche a seguito delle vicende appena richiamate) ma i prezzi sono comunque elevati e questo frena gli scambi e consolida le attuali quotazioni. In Russia il raccolto 2022 sarà nuovamente da record, mentre sui cereali provenienti da Iraq e Ucraina pesa la lentezza dei controlli sulle navi in transito, viste le limitazioni a cui sono sottoposti (per motivi diversi) i due paesi produttori. Tutti questi fattori aggravano la situazione in atto e rendono incerto il futuro degli Agricoli, almeno nel breve termine. In conclusione, le granaglie, pur avendo ridotto la performance da inizio anno, restano sotto pressione. Al contrario, le materie prime coloniali (oggetto di un consumo meno necessario) stanno subendo gli impatti negativi dell'imminente recessione, anticipando il possibile calo dei consumi dettato dalle esigenze di razionalizzazione delle spese. Una divergenza che rischia di proseguire anche l'anno prossimo.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



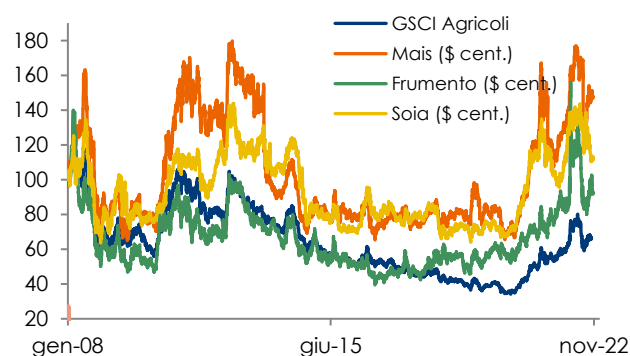
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.10.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.543,7	27,7	102,2	49,9
GSCI Agricoli	551,1	10,5	51,8	43,3
Mais (\$ cent.)	681,5	14,9	62,6	94,2
Frumento (\$ cent.)	838,8	8,8	32,6	92,6
Soia (\$ cent.)	1.372,0	3,3	26,6	40,6
Cotone (\$ cent.)	76,1	-32,4	6,8	9,8
Cacao	2.337,0	-7,3	-5,7	12,1
Zucchero	18,1	-4,0	23,2	27,0
Caffè (arabica)	190,4	-15,8	80,3	54,5
Caffè (robusta)	1.957,0	-21,3	54,0	-1,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	551,1	7,9	7,9	7,9	10,5
Mais (\$ cent.)	681,5	17,5	-14,8	26,7	14,9
Frumento (\$ cent.)	838,8	8,9	-21,0	10,4	8,8
Soia (\$ cent.)	1.372,0	-6,9	-19,5	10,9	3,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: in calo la resa della soia negli Stati Uniti mentre aumentano le stime sul raccolto di grano in Russia e Brasile.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e globale, segnalando un calo della resa dei terreni coltivati a soia e l'aumento delle previsioni sul raccolto di frumento in Russia ed in Brasile. In generale, mais, soia e frumento, al termine della stagione commerciale 2022/23, vedranno scorte mondiali in calo. La riduzione delle scorte e la pressione rialzista sui prezzi generata dalla forte instabilità dei mercati rendono questi prodotti più suscettibili di subire una forte riduzione della domanda, poiché i prezzi per gli utenti finali rimangono elevati, spingendoli a contrarre i consumi. Non a caso l'USDA ha attuato una generale revisione delle previsioni sui tassi di consumo delle granaglie a livello globale, ipotizzando un equilibrio fra domanda e offerta che possa portare ad un rallentamento, nel medio-lungo termine, dei prezzi dei cereali.

FAO: prezzi degli alimenti in contrazione per il sesto mese consecutivo.

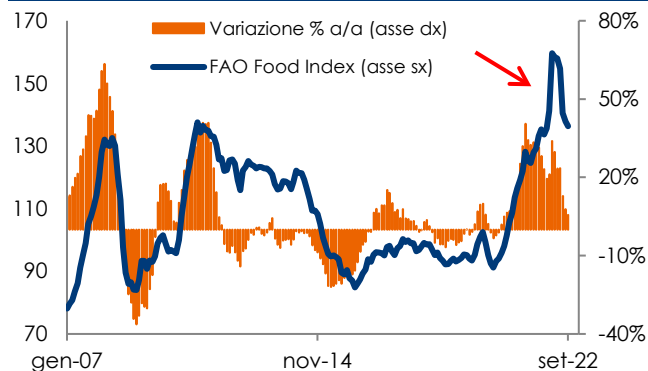
L'indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari è sceso per il 6° mese consecutivo a settembre, toccando il valore medio di 136,3 punti, in calo dell'1,1% rispetto ad agosto, pur rimanendo del 5,5% più alto in confronto al valore di settembre 2021. A guidare il ribasso è stato il calo degli oli vegetali, il cui indice specifico è sceso del 6,6% m/m. Le quotazioni internazionali degli oli di palma, soia, girasole e colza sono state tutte inferiori rispetto ad agosto. Le persistenti scorte di olio di palma, dovute al picco produttivo stagionale nel Sud Est asiatico, hanno determinato questo movimento ribassista. La maggiore disponibilità all'esportazione di olio di soia dall'Argentina, lo sblocco delle forniture di olio di girasole dalla regione del Mar Nero (Ucraina) e il calo dei prezzi del greggio sono gli altri elementi che hanno contribuito al ribasso. L'indice dei prezzi dei cereali, al contrario, è cresciuto dell'1,5% rispetto ad agosto. I prezzi del grano sono saliti del 2,2% a causa dei timori relativi agli effetti della siccità sui raccolti di Argentina e Stati Uniti; una domanda forte dall'Unione Europea e l'incertezza sullo sblocco delle forniture dall'Ucraina hanno completato lo scenario rialzista. I prezzi mondiali del mais sono rimasti per lo più stabili: l'apprezzamento del dollaro ha controbilanciato le stime di minor produzione di granturco negli Stati Uniti (e nell'Unione Europea). L'indice dei prezzi del riso è aumentato del 2,2%, a causa del cambio della politica di esportazione in India. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è sceso dello 0,6% nel mese, riflettendo in larga misura la debolezza dell'euro rispetto al dollaro statunitense. L'indice dei prezzi della carne si è ridotto dello 0,5%. I prezzi della carne bovina sono diminuiti a causa dell'elevata disponibilità all'esportazione dal Brasile, mentre quelli del pollame sono calati a causa della debolezza della domanda; in aggiunta, i prezzi mondiali della carne suina sono aumentati per una carenza di offerta di animali pronti per la macellazione nell'Unione Europea. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è sceso dello 0,7% per effetto delle buone prospettive di produzione in Brasile, a cui si è sommato il calo del costo dell'etanolo.

FAO: stime in contrazione per la produzione globale di cereali.

Nell'ultimo report mensile di settembre della FAO sono state riviste al ribasso le previsioni sulla produzione globale di cereali per il 2022: la stima indica ora 2.768 milioni di tonnellate, -1,7% rispetto al risultato del 2021. La produzione mondiale di grano è prevista a 1.468 milioni di tonnellate (-2,8% a/a), sostanzialmente a causa delle condizioni avverse dei raccolti negli Stati Uniti. La produzione mondiale di riso è prevista a 512,8 milioni di tonnellate (-2,4% a/a), comunque un raccolto superiore alla media. La revisione al ribasso della produzione di riso da settembre dipende dalla siccità estiva e dalle alte temperature in Cina, oltre che dalle inondazioni in Pakistan. La FAO ha aumentato la sua stima di produzione globale di grano a 787,2 milioni di tonnellate (+1% a/a), vicina al massimo storico, grazie ad una resa migliore delle attese nell'Unione Europea e nella Federazione Russa. Il consumo mondiale di cereali nel 2022/23 diminuirà dello 0,5% rispetto alla stagione precedente a 2.784 milioni di tonnellate, con la riduzione che riflette principalmente il minore utilizzo di mangimi. Le scorte mondiali di cereali alla fine della stagione 2023 sono previste in contrazione dell'1,6%, a 848 milioni di tonnellate. Si prevede che il rapporto scorte/consumo di cereali nel mondo possa scendere al 29,7% nel 2022/23 dal 31% dell'anno precedente, un livello ancora

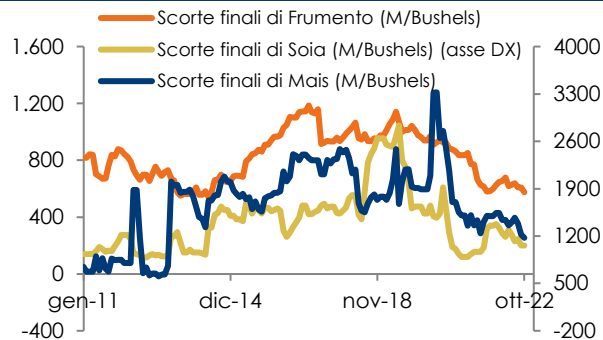
relativamente alto. Il commercio mondiale di cereali diminuirà del 2,4% nel 2023 rispetto alla precedente stagione di commercializzazione, con cali stimati per tutti i principali cereali. Tra i fattori che contribuiranno a questo scenario vi sono gli effetti negativi della guerra in Ucraina e il deciso apprezzamento del dollaro statunitense, valuta in cui sono espresse sostanzialmente tutte le transazioni commerciali.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2022)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (settembre 2022)

Outlook Moderatamente Positivo: la volatilità del mercato alimentare, le tensioni con la Russia e i timori di crisi alimentare restano i fattori a sostegno dei prezzi delle granaglie.

Lo sblocco dei cereali dai porti sul Mar Nero resta oggetto di tensioni e minacce da parte della Russia, mantenendo alta la pressione sulle quotazioni agricole, anche se le stime di incremento dei prezzi rimangono più contenute. È probabile che, in attesa di capire come evolverà la situazione sul Mar Nero dopo il mese di novembre, quando in teoria dovrebbe chiudersi il canale di transito delle navi, il finale di quest'anno e il 2023 possano essere ancora carichi di tensioni e volatilità. Conflitti, condizioni climatiche avverse, rincaro dei costi energetici, rafforzamento del dollaro statunitense sull'euro restano i temi chiave. La struttura dei mercati dei cereali è ormai largamente frammentata, con situazioni molto diversificate tra materie prime agricole e aree geografiche e col peso delle tensioni geopolitiche ad aggravare lo scenario. In molti casi ci vorrà ancora tempo per ricostituire le scorte e questo premerà al rialzo sulle quotazioni. Alla luce di questo scenario, le previsioni restano di un moderato rialzo dei prezzi nel breve, nonostante lo spettro della recessione economica: confermiamo il nostro outlook Moderatamente Positivo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 24.10.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	681,5	700,0	737,5	702,5	650,0	600,0
Frumento (\$ cent.)	838,8	887,5	880,0	891,7	865,0	840,0
Soia (\$ cent.)	1.372,0	1.425,0	1.502,5	1.455,0	1.325,0	1.250,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 24.10.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	681,5	700	675	655	640	600
Frumento (\$ cent.)	838,8	900	880	870	865	850
Soia (\$ cent.)	1.372,0	1.425	1.375	1.360	1.350	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Non cambia, rispetto al mese scorso, il driver di fondo sulle materie prime coloniali: sono proprio loro le commodity agricole che maggiormente stanno risentendo dello scenario di recessione che grava sull'economia globale, consolidando la performance negativa da inizio anno, a cui si somma il deterioramento dello scenario futuro. Una situazione che dovrebbe confermarsi sia nel breve che nel medio termine.

Cotone: i timori di recessione e le stime di contrazione dei consumi pesano più del calo della produzione, in Pakistan, deprimendo i prezzi. Non cambia il nostro scenario rispetto al mese scorso: i prezzi del cotone resteranno deboli sul finale d'anno a causa di un insieme di fattori

negativi che annulleranno la possibile pressione rialzista dovuta al calo dell'offerta globale. Il cotone è una delle materie prime più vulnerabili in caso di crisi economica. Quando si accentuano i timori di recessione, come in questo periodo, si assiste ad una riduzione sensibile dei consumi di cotone: a ciò si somma l'effetto di sostituzione con tessuti non naturali e meno costosi (derivati del petrolio, il cui rialzo delle quotazioni si è fermato). Per questo motivo - malgrado la devastazione del raccolto di cotone in Pakistan, a causa del maltempo, abbia distrutto circa il 45% delle colture nazionali, riducendo drasticamente l'offerta mondiale - i prezzi hanno continuato a scendere. Medesima situazione per il raccolto di cotone nel Sud degli Stati Uniti (dove si coltiva il 35% della produzione mondiale), danneggiato dalla siccità che ha colpito le colture, ma con un effetto pressoché nullo sui prezzi. Nonostante questo scenario, le previsioni di mercato non sembrano aver incorporato i rischi di calo della domanda e mostrano ancora un profilo di netto recupero delle quotazioni.

Zucchero: la volatilità del petrolio e stime di ampi raccolti in Asia e Sud America frenano i prezzi.

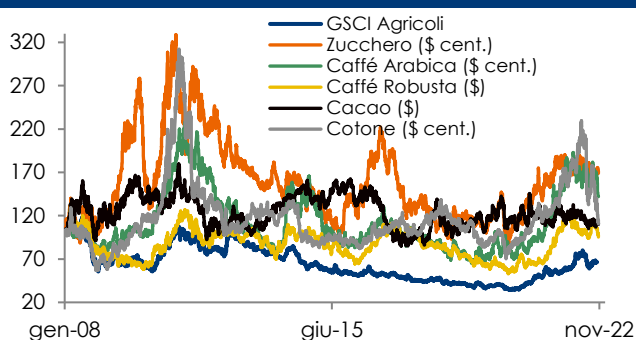
Le quotazioni dello zucchero hanno frenato la discesa ma resteranno deboli per via dei soliti fattori che gravano sul comparto da qualche mese, ovvero la volatilità del petrolio e le stime di aumento dei raccolti asiatici e in Brasile. Dal 1° di ottobre si è ufficialmente entrati nella nuova stagione 2022-23 per la coltivazione della canna da zucchero e della barbabietola, sia in Asia che in Sud America. La International Sugar Organization (ISO), nel suo ultimo report, ha segnalato un possibile surplus di oltre 5,57 milioni di tonnellate per l'offerta mondiale relativa alla nuova stagione. Archiviata la stagione 2021-22, che è stata caratterizzata da un clima avverso che ha inciso sui raccolti di tutti i principali produttori, India e Thailandia vedono stime in recupero per i volumi prodotti di zucchero relativi alla nuova stagione. Anche le stime per il Brasile anticipano una produzione in crescita, dopo che la stagione appena conclusa rischia di registrare un deficit di circa 1 milione di tonnellate di dolcificante. I tecnici della ISMA (Indian Sugar Mills Association) hanno rivisto al rialzo la previsione sulla produzione di zucchero indiano per la stagione 2022-23, ora attesa a quota 36,5 milioni di tonnellate, in crescita di oltre il 2% rispetto alla stagione precedente. Sempre secondo l'ISMA, l'India, che è il secondo produttore mondiale di zucchero dopo il Brasile, potrebbe chiudere la stagione 2021-22 con circa 35,8 milioni di tonnellate di dolcificante. E' sempre l'ISMA a riferire che ben 4,5 milioni di tonnellate di prodotto, relative alla prossima stagione, saranno destinate alla fabbricazione di etanolo, volume in aumento rispetto ai 3,4 milioni di tonnellate precedenti. Una decisione che consentirà all'India di raggiungere l'obiettivo del 12% di etanolo miscelato con la benzina il prossimo anno, in vista dell'inizio dell'embargo sul petrolio russo via mare, di cui il paese è un forte importatore. In conclusione, in questa fase in cui crescono i timori recessivi che, solitamente, deprimono i consumi di zucchero e visto l'aumento della produzione stimata, confermiamo la nostra idea di una debole dinamica dei prezzi, lungo tutto il nostro orizzonte di previsione.

Caffè: le stime di calo dei consumi, visti i timori di recessione, gravano sullo scenario. Anche sul caffè non cambiano i temi, con le stime di calo del consumo a livello globale che deprimono il quadro e sembrano anticipare la recessione. Le quotazioni, già indebolite, subiscono anche l'effetto negativo delle nuove previsioni di offerta dal Brasile, ulteriormente al rialzo dopo la verifica delle metodologie di calcolo e l'avvio di una revisione dei numeri precedenti. Il Governo brasiliano ha ammesso recentemente che le stime sui raccolti di caffè proposte negli ultimi anni presentano dei problemi, in quanto i volumi riferiti alla produzione si sono quasi sempre rivelati largamente inferiori alla somma dei consumi locali e delle esportazioni commerciali. Le proiezioni CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) sono oggetto di critica tra gli operatori di settore (che da sempre le considerano poco affidabili) e quasi sempre sottostimano la reale portata della produzione di caffè. La costante revisione rialzista del raccolto in Brasile, a seguito delle perplessità espresse dal mercato, sta contribuendo a deprimere le quotazioni, che scontano gli effetti negativi sui consumi della imminente recessione globale. Alla luce di questo mix di fattori, confermiamo la nostra previsione di scarsa tensione rialzista su tutto l'orizzonte temporale per entrambe le qualità di caffè.

Cacao: le manovre dei produttori per tenere alto il costo delle fave di cacao potrebbero mitigare il probabile calo dei prezzi dovuto alla contrazione dei consumi.

Ghana e Costa d'Avorio si muovono per contrastare il possibile calo dei prezzi di mercato del cacao dovuto alle stime di contrazione dei consumi, in caso di recessione profonda nei paesi OCSE. Anche il cacao, come altre soft commodity, sconta uno scenario di contrazione dei consumi voluttuari, un effetto storicamente verificatosi in caso di rallentamento economico. L'inizio ufficiale della nuova stagione 2022-23 per il cacao è stato lo scorso 7 ottobre. In quell'occasione, il Ministro dell'Agricoltura ghanese ha confermato l'aumento del 21% (rispetto alla scorsa stagione) del costo di una tonnellata di fave di cacao. La mossa ovviamente rientra nella politica di sostegno ai piccoli produttori agricoli che Ghana e Costa d'Avorio perseguono da alcuni anni, stabilendo una sorta di dazio aggiuntivo (rispetto al prezzo liberamente formato sul mercato) da retrocedere agli agricoltori. Al chilogrammo, la fava di cacao ghanese costerà circa 1,2 dollari, contro gli 1,36 dollari della medesima quantità prodotta in Costa d'Avorio: una piccola differenza che non dovrebbe creare distorsioni commerciali eccessive fra i due paesi. Sulla base di queste prospettive, confermiamo una certa tenuta dei prezzi del cacao per tutto l'orizzonte di previsione ma con rischi al ribasso in caso di deciso calo dei consumi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.10.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	551,1	7,9	7,9	7,9	10,5
Cotone	76,1	-21,9	-46,2	-29,9	-32,4
Cacao	2.337,0	1,7	-6,7	-9,5	-7,3
Zucchero	18,1	1,3	-5,8	-5,0	-4,0
Caffè (arabica)	190,4	-7,9	-16,2	-4,7	-15,8
Caffè (robusta)	1.957,0	0,1	-8,1	-8,3	-21,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 24.10.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	76,1	107,8	119,7	118,7	104,5	87,0
Cacao	2.337,0	2.475	2.450	2.475	2.350	2.350
Zucchero	18,1	18,0	18,0	18,0	17,5	16,5
Caffè (arabica)	190,4	220,0	232,5	237,5	190,0	180,0
Caffè (robusta)	1.957,0	2.100	2.000	1.900	1.850	1.730

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 24.10.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	76,1	95	94	93	92	87
Cacao	2.337,0	2.250	2.200	2.250	2.250	2.280
Zucchero	18,1	18,0	17,8	17,5	17,4	16,2
Caffè (arabica)	190,4	220	210	200	195	180
Caffè (robusta)	1.957,0	2.100	2.000	1.900	1.850	1.730

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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.09.2022.

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.intesasanpaolo.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.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 separatezza organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

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

Certificazione Analisti

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

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

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo 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 Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi