

Cina al centro dello scenario commodity 2023

Energia: outlook Mod. Positivo, persistono le tensioni rialziste su greggio e gas

Il nostro quadro previsivo per il 2023 è confermato e si arricchisce di nuovi elementi che rafforzano l'idea che il mercato energetico possa restare ancora sotto pressione. La decisione di abbandonare le strette misure sanitarie anti-Covid in Cina rappresenta il fattore che, più di tutti, sta alimentando lo scenario di tensione sull'Energia, viste le attese di aumento della domanda di combustibili da parte del sistema economico cinese.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo da Neutrale, cauto ottimismo sul 2023

Il cambiamento di attese riguardo all'inflazione e alle politiche monetarie potrebbe rivelarsi ancor più favorevole di quanto previsto in precedenza, in particolare per oro e argento, entrambi caratterizzati da correlazione negativa con il dollaro americano. Per i Preziosi con natura più industriale aumentano le prospettive di recupero: i timori di recessione negli Stati Uniti e in Europa si sono affievoliti, la crescita rallenterà (ma in misura inferiore all'atteso) e l'annullamento delle misure sanitarie in Cina darà maggior impulso alla domanda.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve, più ottimismo sul lungo

Il cambio di strategia sanitaria in Cina può rappresentare il principale volano per il recupero della domanda di Metalli industriali e, di conseguenza, per il rialzo delle quotazioni. Il maggior rischio di questo scenario di cauto ottimismo sui prezzi resta il mancato concretizzarsi delle aspettative di politiche monetarie meno restrittive nelle principali economie, e in particolare negli Stati Uniti, che potrebbe spingere nuovamente al rialzo il dollaro americano, complicando il quadro.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale; clima, geopolitica e costi restano cruciali

Clima, tensioni geopolitiche e costi dei fattori produttivi sono gli elementi che incideranno maggiormente sugli Agricoli nel 2023, senza distinzioni fra granaglie e soft commodity. Se non si allenteranno i timori legati all'offerta, sarà probabile che la pressione sulle quotazioni delle derrate alimentari resti alta, favorendo il consolidamento dei prezzi su livelli elevati ed esponendo il comparto a possibili rischi di ulteriori rincari.

■ Soft Commodity:

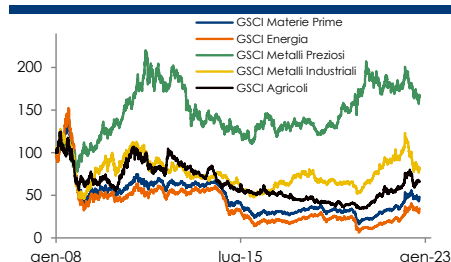
- ☐ **Cotone:** inflazione, consumi e Cina saranno i tre fattori da monitorare nel 2023.
- ☐ **Zucchero:** l'eccesso produttivo rischia di gravare strutturalmente sui prezzi.
- ☐ **Caffè:** i dati sulla produzione di caffè 2022 in Brasile si confermano in aumento.
- ☐ **Cacao:** l'ICCO stima un deficit produttivo ma permane l'incertezza sullo scenario 2023.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.01.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.563,3	1,9	73,2	33,4
GSCI Energia	628,3	2,9	120,3	27,4
GSCI Met. Preziosi	2.184,6	5,1	1,6	33,8
GSCI Met. Industriali	1.816,5	8,4	26,8	24,8
GSCI Prod. Agricoli	541,9	-3,1	33,8	42,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 23.01.2023

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

24 gennaio 2023 - 14:25 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

**Ricerca per
investitori privati e PMI**

Mario Romani

Analista Finanziario

24 gennaio 2023 - 14:32 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Gen.	Dic.
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

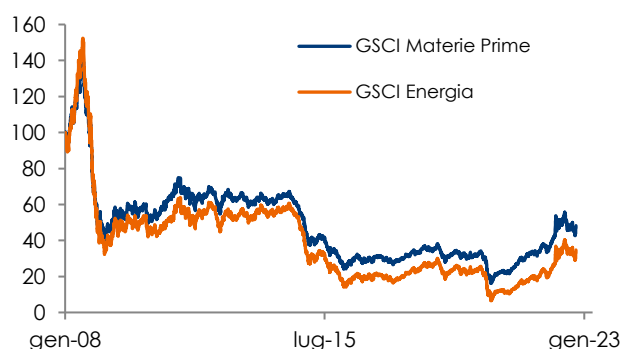
(%)	2023	2022
WTI	1,7	6,7
Brent	2,7	10,5
Gas naturale	-23,0	20,0
Gasolio	9,9	38,1
Oro	5,6	-0,1
Argento	-2,0	2,9
Rame	11,8	-13,9
Alluminio	10,9	-15,3
Zinco	14,5	-16,3
Nickel	-6,4	44,8
Mais	-1,8	14,4
Frumento	-9,1	2,8
Soia	-1,9	14,3
Cotone	4,8	-26,0
Caffè Arabica	-5,2	-24,9

Fonte: Bloomberg; Dati al 23.01.2023

Energia: ancora prezzi alti per petrolio e gas nel 2023

Commodity: la Cina sarà il principale motore di recupero della domanda? L'economia cinese è cresciuta solo del 3% nel 2022, ben al di sotto dell'obiettivo del Governo, segnando una delle peggiori performance in quasi mezzo secolo. La capacità del paese di riprendersi dopo quasi tre anni di auto-isolamento è molto probabilmente il fattore più importante per la crescita globale nel 2023 e, conseguentemente, per la domanda di materie prime. L'andamento del gigante asiatico appare leggermente migliore delle aspettative di mercato, con alcuni segnali di stabilizzazione emersi già nelle ultime settimane del 2022, grazie al sostegno politico agli investimenti infrastrutturali e all'espansione del credito. Il prodotto interno lordo (PIL) è aumentato del 2,9% nel 4° trimestre dello scorso anno, risentendo ancora delle mancate aperture e del rigore della strategia sanitaria. L'intera produzione industriale cinese è aumentata solo del 3,6% nel 2022, rispetto al 9,6% del 2021. I consumi hanno segnato il passo per l'intero anno: le vendite al dettaglio sono diminuite dello 0,2%, mentre nel 2021 avevano registrato una crescita del 12,5%. Gli investimenti in infrastrutture (ferrovie, porti e reti di telecomunicazioni) sono aumentati del 9,4% per l'intero anno scorso; quelli nella produzione di macchinari e apparecchiature elettriche sono cresciuti del 42,6%. L'incremento è stato dovuto alla spinta degli investimenti infrastrutturali del Governo e agli sforzi di allentamento monetario: una serie di misure che dovrebbero consentire un recupero anche dei consumi domestici, ridando slancio a tutto il sistema cinese a partire dal 2° trimestre di quest'anno. FMI e Banca Mondiale concordano nello stimare un'accelerazione del PIL cinese al 4,4% complessivo per il 2023: si tratta di un fattore estremamente importante in un'ottica di recupero della crescita mondiale e della domanda di commodity, vista la difficoltà (più o meno sfumata) delle altre grandi economie. La Banca Mondiale sottolinea infatti che l'economia statunitense, nonostante un buon finale di 2022, dovrà comunque metabolizzare l'aumento dei tassi d'interesse e la loro probabile permanenza su alti livelli per un certo periodo di tempo. L'Europa andrà in recessione (forse meno profonda dell'atteso, ma sicuramente rallenterà) e il Giappone raggiungerà solo un tasso di crescita dell'1%. Appare quindi evidente come, in questo contesto, il ritorno al centro dello scenario della crescita cinese possa essere il principale volano per la futura domanda di risorse di base. Un quadro che potrebbe mantenere 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 23.01.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.563,3	1,9	73,2	33,4
GSCI Energia	628,3	2,9	120,3	27,4
WTI (\$)	81,6	1,7	56,2	24,4
Brent (\$)	88,2	2,7	59,2	25,0
Gas Naturale (\$)	3,4	-23,0	40,9	-1,8

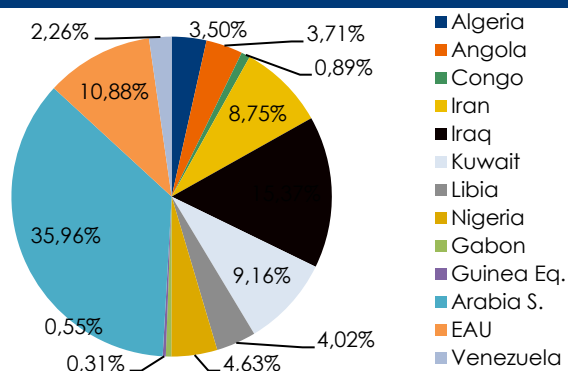
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: le limitazioni all'offerta, l'embargo al greggio russo e il possibile aumento della domanda di combustibili dalla Cina sono i tre fattori chiave. Ai due già noti fattori chiave sul mercato petrolifero - l'embargo alla Russia e la strategia OPEC+ sull'offerta - si aggiunge il probabile aumento della domanda cinese di combustibili, dopo le riaperture, fra gli elementi da monitorare in questo inizio di 2023. Dopo l'avvio dell'embargo occidentale sul greggio russo trasportato via mare, a partire dal 5 dicembre, l'attenzione si sposta sui prodotti petroliferi raffinati, il cui blocco è previsto dal 5 febbraio. Nell'ultima riunione del 4 dicembre, l'OPEC+ ha scelto di confermare i

livelli di produzione del greggio, giustificando la decisione con l'alto tasso di incertezza presente sul mercato: la guerra in Ucraina, i timori di una recessione globale, le conseguenze del tetto al prezzo del petrolio russo e dell'embargo e, infine, i dubbi sulla domanda proveniente dalla Cina. Quest'ultimo elemento appare ora meno negativo: il repentino cambio di strategia sanitaria da parte del Governo cinese ha infatti modificato le stime sulla domanda di combustibili in arrivo dal gigante asiatico. La stessa OPEC, nel suo report mensile di gennaio, ha sottolineato come proprio questa novità possa essere l'elemento chiave dello scenario che contribuirà al recupero della domanda di petrolio, sostenendo le quotazioni. Il quadro di incertezza sul greggio non sembra tuttavia destinato ad affievolirsi; aumentano anzi gli elementi di tensione. Gli operatori monitoreranno le prossime scelte OPEC+ (alla luce delle novità sulla Cina); la strategia di rilascio delle riserve strategiche statunitensi; gli sviluppi della guerra in Ucraina e le relative sanzioni occidentali alla Russia (in particolare gli effetti dell'embargo al petrolio); il possibile allentamento delle sanzioni USA contro il Venezuela (dopo la concessione a Chevron della possibilità di lavorare il petrolio venezuelano per sei mesi); il probabile inasprimento delle sanzioni contro l'Iran a causa delle tensioni politiche. In conclusione, si conferma una situazione che rischia di creare più di un problema nella lotta all'inflazione. Le banche centrali di tutto il mondo stanno cercando di contenere il surriscaldamento dei prezzi alzando il costo del denaro, con conseguenze più o meno negative sulle rispettive economie e con la sensazione che, in particolare la Fed, sia vicina ad abbandonare il proprio approccio restrittivo. Larga parte della dinamica inflattiva deriva proprio dai costi energetici e alimentari. Il mancato calo delle tensioni sul mercato petrolifero e il probabile ritorno della domanda cinese rischiano di inasprire ulteriormente i costi energetici e di vanificare l'azione degli istituti centrali, con la conseguenza di veder nuovamente peggiorare le stime di rallentamento delle rispettive economie.

Gas naturale: l'inverno mite evita pressioni al sistema energetico europeo. Il clima mite che sta caratterizzando questa prima parte dell'inverno sta evitando di mettere sotto pressione il sistema energetico europeo, consentendo di rinviare l'accessione dei riscaldamenti. La domanda di gas ha continuato a diminuire, costantemente, negli ultimi tre mesi: questo ha contribuito a deprimere i prezzi del metano. Temperature invernali sopra la media, bassi consumi e prezzi contenuti hanno consentito di gestire al meglio le scorte di gas europee, arrivate alla quota record del 96% degli stoccaggi a novembre e risultate in calo costante, ma senza shock, fino al dato di inizio gennaio, che indicava una percentuale di riserve intorno all'80%. In uno scenario di condizioni meteorologiche normali nella restante parte dell'inverno, di nessuna interruzione delle forniture di LNG e dei flussi via metanodotto e di riduzione della domanda complessiva (domestica ed industriale) intorno al 15% annuale, le scorte europee residue potrebbero ammontare al 35-40% a fine marzo. I fattori che minacciano questo quadro di cauto ottimismo sono molteplici. Mancano ancora due mesi alla fine dell'inverno e le attuali previsioni indicano un abbassamento della temperatura che rischia di aumentare i consumi termici in Europa. In aggiunta, la contrazione dei consumi di taglio industriale sembra aver raggiunto il massimo e appare difficile potersi spingere oltre: un elemento che traccia un confine chiaro su quale sia il limite superiore dell'efficientamento energetico del sistema economico-industriale europeo. Infine, resta il problema del riempimento degli stoccaggi prima della stagione invernale 2023-24, quando il gas russo sarà escluso dalle forniture; anche quello che transita attraverso l'Ucraina è probabile che venga progressivamente ridotto a zero, nei prossimi mesi. Questa situazione rafforza il nostro scenario di alta volatilità ed elevati prezzi di gas ed energia almeno per i prossimi tre anni. La maggior tensione rialzista sui prezzi, per quest'anno, si avrà probabilmente a fine inverno e in estate. La necessità di rimpinguare le scorte in vista dell'inverno 2023-2024 e dei consumi estivi di elettricità dovuti al condizionamento degli ambienti (in caso di forte ondata di caldo in Europa), rischiano di rappresentare un forte stress per il sistema energetico europeo.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.12.2022

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

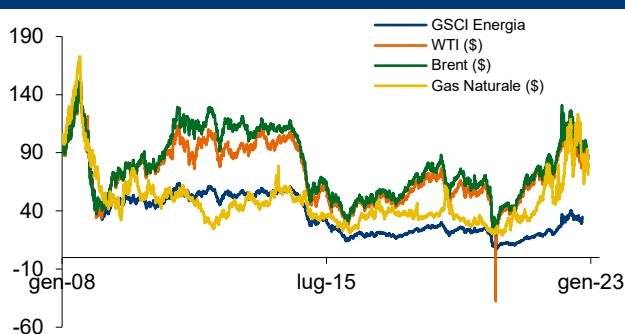
OPEC: domanda di petrolio confermata nel 2023, in calo l'offerta dalla Russia. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio conferma di nuovo le sue previsioni: la domanda mondiale si attesta ad una media di 99,6 mb/g nel 2022 (+2,5 mb/g a/a, invariata rispetto alle stime di dicembre) e a una media di 101,8 mb/g nel 2023 (+2,2 mb/g a/a, di nuovo inalterata rispetto alle stime del mese scorso). Il cartello ha anche lasciato invariate le sue proiezioni sull'offerta di petrolio per il 2023. Si stima che l'offerta non-OPEC crescerà di 1,5 milioni di barili al giorno per raggiungere i 67,1 mb/g, con la maggior parte dell'aumento proveniente da Stati Uniti, Norvegia, Canada, Kazakistan e Guyana. L'OPEC stima la propria produzione media di greggio (call on OPEC) a 29,2 mb/g per il 2023, invariata rispetto al mese scorso. Il consenso di mercato indica che la produzione di greggio del Cartello, lo scorso dicembre, è stata di circa 29 milioni di barili al giorno. Infine, le stime sulle forniture di petrolio russo, gravate dall'embargo e dal tetto massimo al prezzo del petrolio deciso dal G7, indicano un calo di 850.000 barili al giorno nel 2023. La produzione russa scenderebbe a 10,18 milioni di barili al giorno rispetto agli 11,03 milioni di barili al giorno del 2022. L'OPEC sottolinea che tutto il quadro previsivo descritto appare soggetto a elevata incertezza.

EIA: consumi petroliferi in aumento marginale nel 2023 e più accentuato nel 2024. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di gennaio, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, si prevede che il consumo mondiale di petrolio aumenterà da una media di 99,43 milioni di barili al giorno nel 2022 a 100,48 milioni nel 2023 e 102,2 milioni nel 2024. Le condizioni climatiche e l'allentamento delle restrizioni dovute al Covid-19 in Cina, tuttavia, accrescono l'incertezza sulle previsioni di domanda, visti il repentino cambio di strategia sanitaria e gli effetti sull'economia, sui consumi di energia e sui combustibili per i trasporti. La produzione globale di petrolio potrebbe raggiungere una media di 101,10 milioni di barili al giorno nel 2023 e 102,83 milioni nel 2024, rispetto ai 99,98 milioni di barili al giorno del 2022, trainata da una forte crescita della produzione non-OPEC. Con stime di offerta di petrolio superiore al consumo, l'EIA tratteggia uno scenario di surplus di mercato e prevede che le scorte globali siano destinate ad aumentare nei prossimi due anni. Tuttavia, l'incertezza sull'approvvigionamento di petrolio dalla Russia persisterà, rendendo il quadro molto incerto soprattutto nella prima parte del 2023.

IEA: revisione al rialzo per la domanda di petrolio, allarme per il gas in Europa nel 2023. Nel suo Oil Market Report (OMR) di gennaio, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) stima un incremento di 1,9 milioni di barili al giorno della domanda globale di greggio che raggiungerà, nel 2023, il record di 101,7 milioni di barili giornalieri (a dicembre la stima era di 101,6 milioni per quest'anno), in scia alla fine delle restrizioni sanitarie in Cina. L'analisi dei consumi vede un calo di 900.000 barili al giorno nel 4° trimestre 2022 della domanda proveniente dai paesi OCSE, a causa del rallentamento dell'attività industriale e di condizioni meteo favorevoli. Al contrario, la domanda proveniente dai paesi non-OCSE è cresciuta di 500.000 barili al giorno, nel medesimo

periodo. Come a dicembre, l'IEA mette in guardia sulle tensioni del mercato petrolifero: l'equilibrio tra domanda e offerta, in questo inizio di 2023, potrebbe essere minacciato dagli effetti dalle sanzioni occidentali sul petrolio russo decise a dicembre e dal secondo pacchetto di restrizioni sui prodotti raffinati (carburanti in particolare) che entrerà in vigore a febbraio. L'IEA sottolinea che il rincaro del costo del diesel è la prima conseguenza di questo tipo di scenario. Secondo le stime, a dicembre la Russia ha esportato 1,2 milioni di barili di diesel, di cui il 60% era destinato all'Unione Europea. Nel report di gennaio l'IEA rileva anche che il sistema energetico europeo resta a rischio sul fronte delle forniture di gas. L'aver accelerato l'accumulo di riserve per l'inverno in corso, consentendo una gestione dei consumi senza eccessi di prezzo o blocchi nelle erogazioni delle forniture, non eviterà che il medesimo problema si ripresenti il prossimo inverno, quando mancheranno totalmente gli approvvigionamenti russi, disponibili invece nella prima parte del 2022.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.01.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	628,3	-2,5	-1,2	19,3	2,9
WTI (\$)	81,6	-3,5	-13,8	-2,0	1,7
Brent (\$)	88,2	-5,4	-14,5	2,2	2,7
Gas Naturale (\$)	3,4	-33,7	-58,5	-14,4	-23,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: confermiamo la previsione di prezzi ancora medio-alti per petrolio e gas nel 2023.

Il nostro quadro previsivo per il 2023 è confermato e si arricchisce di nuovi elementi, che rafforzano l'idea che il mercato energetico possa restare ancora sotto pressione. La decisione di abbandonare le strette misure sanitarie anti-Covid in Cina rappresenta il fattore che più di tutti sta alimentando lo scenario di tensione sull'Energia, viste le attese di aumento della domanda di combustibili da parte del sistema economico cinese. L'effetto combinato della strategia OPEC+ di contenere la produzione e dei minori timori sulla dimensione della domanda di petrolio (grazie alle scelte cinesi e alle più ridotte preoccupazioni sul rallentamento economico globale) sorregge la previsione di consolidamento, su livelli alti, delle quotazioni petrolifere. Ancora incerto il contesto per il gas, che resta carico di tensioni nonostante la tendenza al ribasso delle ultime settimane. L'arrivo del freddo in Europa ha immediatamente accentuato la pressione sui prezzi del gas e ha aumentato la velocità di consumo degli stoccaggi in tutti i paesi dell'Unione Europea. L'equilibrio fra l'utilizzo delle scorte e le forniture di gas liquefatto o via gasdotto (per chi ha altri fornitori oltre alla Russia) consente di mantenere in sicurezza il sistema energetico ma non risolve il problema dei rifornimenti, che si porrà invece in primavera, quando si dovranno rimpinguare le scorte in vista dell'estate (aria condizionata) e dell'inverno 2023-2024 (riscaldamento termico). Un quadro che sostiene il nostro profilo di previsione rialzista per i prezzi del gas.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 23.01.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	81,6	83,0	82,4	81,0	84,3	79,8
Brent (\$)	88,2	90,0	89,0	85,5	87,5	86,1
Gas Naturale (\$)	3,4	5,2	4,6	4,3	4,9	4,4

Fonte: consenso Bloomberg

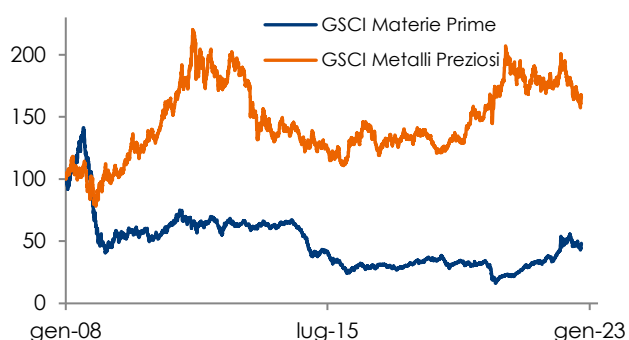
Nota: in questa edizione del Mensile Materie prime non sono presenti le previsioni di Intesa Sanpaolo, ancora sottoposte a revisione

Metalli preziosi: migliorano gli elementi dello scenario 2023

Scenario in ulteriore miglioramento nel 2023: politiche monetarie vicine ad una svolta meno restrittiva, un dollaro più debole e il maggior appeal come investimento difensivo sosterranno i Preziosi.

Le prime settimane del 2023 hanno visto rafforzarsi il movimento di recupero dei Preziosi iniziato a fine 2022 ma, soprattutto, hanno confermato i fattori che sorreggono il nostro scenario di previsione: l'attesa per una svolta verso politiche monetarie meno restrittive, il concreto deprezzamento del dollaro statunitense e una maggior richiesta di investimenti difensivi diversi da titoli di stato e valute (in particolare: dollaro e Treasury). Questo insieme di elementi resta il principale motore dell'andamento positivo dei Preziosi e ne influenzerà lo scenario almeno per tutta la prima parte del 2023. Dopo la tornata di banche centrali di dicembre (Fed, BCE, Bank of England e Bank of Japan), le riunioni di Fed e BCE di inizio febbraio saranno fondamentali. A fine 2022 tutti i principali istituti hanno segnalato che gli effetti negativi sulla crescita economica consigliano un rallentamento sia del ritmo che della dimensione dei rialzi: sarà tuttavia ben distinta la strategia monetaria realmente declinata in Europa rispetto agli Stati Uniti. La Fed appare molto vicina ad interrompere il suo approccio restrittivo, visti anche i risultati ottenuti in termini di contrasto all'inflazione e limitazione del rialzo dei salari: è di conseguenza probabile che il biglietto verde possa ridurre ulteriormente la propria forza. Al contrario, le recenti dichiarazioni giunte dalla BCE consolidano la convinzione che l'istituto centrale intenda proseguire nel rincaro del costo del denaro e contrastare il surriscaldamento dei prezzi. Una divergenza che potrebbe accentuare il movimento di rialzo del cambio euro/dollaro, togliendo ulteriore pressione alla valuta USA e favorendo lo spostamento dei flussi di liquidità dal dollaro all'oro e, più in generale, verso i Preziosi. Sullo sfondo, ricordiamo sempre che un maggior deprezzamento del dollaro favorisce, in generale, tutte le materie prime i cui derivati finanziari sono espressi nella valuta statunitense. A completamento del quadro, sul fronte dei Metalli preziosi con natura maggiormente industriale aumentano le prospettive di ulteriore recupero delle quotazioni. I timori di recessione negli Stati Uniti ed in Europa si sono infatti affievoliti: la crescita rallenterà ma in misura inferiore a quanto previsto. Inoltre, il cambio di strategia sanitaria in Cina darà maggior impulso alla domanda di questi metalli, un fattore che probabilmente amplierà la pressione rialzista sui prezzi.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.01.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.563,3	1,9	73,2	33,4
GSCI Met. preziosi	2.184,6	5,1	1,6	33,8
Oro (\$)	1.923,9	5,6	3,7	42,1
Argento (\$)	23,3	-2,0	-8,7	33,5
Platino (\$)	1.048,7	-2,4	-4,9	3,6
Palladio (\$)	1.708,3	-4,7	-27,6	53,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Recuperano le quotazioni dei Preziosi, con lo scenario 2023 che vede ampliarsi la probabilità di rialzo delle quotazioni. Migliorano le prospettive dello scenario 2023 per i Preziosi. Il cambiamento di attese riguardo a inflazione e politiche monetarie potrebbe rivelarsi ancor più favorevole di quanto previsto in precedenza, in particolare per oro e argento, entrambi caratterizzati da una decisa correlazione negativa con il dollaro americano.

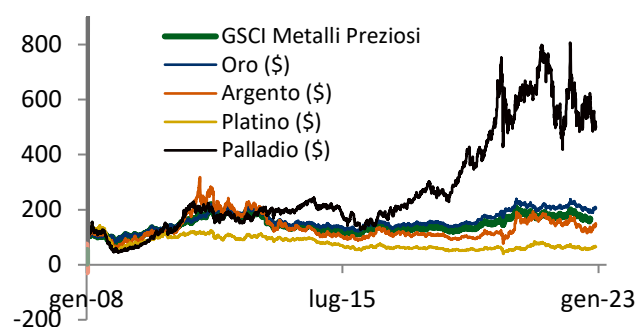
La quotazione dell'oro consolida ormai stabilmente sopra ai 1.900 dollari l'oncia, rafforzando il trend di recupero in atto ormai dalla fine del 2022, di pari passo con lo storno del dollaro. Gli ultimi dati del World Gold Council (WGC) hanno confermato che, dopo un 2° trimestre 2022 di

debolezza, nel 3° trimestre la domanda mondiale di oro è cresciuta del 28% a/a, grazie all'effetto combinato della richiesta proveniente dal settore della gioielleria e degli acquisti delle banche centrali, specie nei paesi emergenti. L'aggregato della domanda dei primi 3 trimestri del 2022 esprime già una crescita del 18% rispetto al 2021, per un ammontare di 1.181 tonnellate, e appare tornato ai livelli pre-pandemia. In particolare, gli acquisti netti delle banche centrali sono cresciuti del 341% a/a (e del 115% t/t), attestandosi a 399 tonnellate nel 3° trimestre 2022: un livello di flussi mai registrato prima ma che non sembra destinato ad esaurirsi, restando un fattore chiave per l'ulteriore recupero delle quotazioni dell'oro. Un altro elemento si candida ad essere un driver per il 2023: nel 2022 i flussi di liquidità su strumenti finanziari in oro sono stati molto bassi, una anomalia se si considera il recupero delle quotazioni nell'ultima parte dell'anno. Ci aspettiamo un possibile aumento dell'esposizione finanziaria: viene infatti meno il costo opportunità di detenere un asset fisico come l'oro, viste le attese di interruzione del rialzo dei tassi di interesse e di ulteriore frenata del dollaro americano. Infine, come ultimo elemento, ribadiamo la sensazione che, in una realtà geopolitica ancora piena di tensioni, in cui viene messo in discussione anche il concetto stesso di "globalizzazione" (in termini di interconnessione e scambio di merci, servizi e flussi finanziari), ha riguadagnato consenso l'idea di proteggersi con l'accumulo di oro e ridurre, anche come conseguenza di un nuovo assetto politico mondiale, la propria esposizione verso il dollaro. La divisa USA potrebbe aver esaurito il proprio ruolo storico di riserva internazionale, per cui la tendenza alla "de-dollarizzazione" delle riserve delle banche centrali, specie nei paesi emergenti, può diventare un elemento da monitorare, che potrebbe sostenere il rialzo dell'oro.

Il recupero dell'**argento**, come sempre marginalmente inferiore rispetto all'oro, resta legato agli stessi fattori che guidano il rialzo del metallo giallo. In virtù della correlazione finanziaria fra i due metalli, il rialzo dell'oro dovrebbe estendere i propri effetti sull'argento favorendo l'aumento delle quotazioni, anche considerando che entrambi beneficerebbero della frenata del dollaro USA. Ribadiamo lo scenario previsivo di lungo termine: la domanda fisica di argento sarà subordinata alle attese di aumento della richiesta di materiale per usi industriali, a sua volta spinta dalle attese sulla transizione verde. Dal lato dell'offerta invece, come per la maggior parte dei metalli, i bassi prezzi hanno scoraggiato gli investimenti minerari e hanno intaccato oltre misura le scorte: un quadro che potrebbe premere al rialzo sui prezzi proprio in virtù della scarsità di fornitura nel breve. Questa dinamica fra domanda e offerta può diventare il fattore chiave di quest'anno.

Prospettive in marginale miglioramento su **platino** e **palladio** per il 2023. Si rafforzano le attese di una moderata ripresa della domanda di entrambi i metalli, sostanzialmente dovuta alla riduzione dei timori di recessione sia negli Stati Uniti che in Europa, a cui si sommano le aspettative di crescita della richiesta da parte della Cina dopo l'allentamento delle misure sanitarie. Il rialzo delle quotazioni pensiamo possa risultare maggiore nella seconda parte del 2023, quando dovrà trovare conferma la tesi che il rallentamento economico possa essere meno profondo di quanto previsto. Più a lungo termine, il platino dovrebbe registrare una performance superiore al palladio, in virtù della maggior crescita della domanda derivante dalle applicazioni nell'ambito della transizione verde, nel settore dell'automobile e anche nelle nuove tecnologie di sfruttamento dell'idrogeno. Di contro, la richiesta di palladio è destinata a ridursi a causa dell'inevitabile processo di elettrificazione, in particolare nel comparto dei veicoli leggeri. I motori ibridi sono quasi totalmente a benzina; i filtri per i fumi di questi propulsori utilizzano il platino e non il palladio, impiegato invece nelle motorizzazioni diesel, destinate a scomparire (nel lungo termine) in particolare per il trasporto privato delle persone.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Performance di medio termine

	23.01.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.184,6	17,5	13,0	3,8	5,1
Oro (\$)	1.923,9	16,6	11,4	4,6	5,6
Argento (\$)	23,3	20,8	25,1	-2,0	-2,0
Platino (\$)	1.048,7	13,2	18,7	2,6	-2,4
Palladio (\$)	1.708,3	-13,5	-15,1	-20,6	-4,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale in scia alla frenata del dollaro e alle mutate prospettive sui tassi di interesse reali nel 2023.

Aumenta l'ottimismo dello scenario previsivo sui Preziosi: i segnali di allentamento delle pressioni inflazionistiche hanno modificato le aspettative del mercato soprattutto negli Stati Uniti. L'approccio restrittivo della Fed sulla carta resta immutato ma il mercato ha decisamente ampliato le aspettative circa un imminente cambio di strategia. Un quadro che ha finito per incidere su dollaro e Treasury, entrambi in frenata: questo aspetto ha amplificato la correlazione inversa con oro e argento, consentendo alle quotazioni di entrambi i metalli di recuperare. Una dinamica che sembrerebbe destinata a proseguire almeno per tutta la prima parte del 2023. Inoltre, nonostante le attese di recessione globale appaiano smussate e il cambio di strategia sanitaria in Cina rappresenti un fattore di sostegno alla crescita economica, le tensioni geopolitiche restano intense, mantenendo alta la richiesta di asset rifugio. La somma di questi fattori consente di migliorare il nostro outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale per tutto il comparto dei Preziosi. Per quanto riguarda i Preziosi con natura più industriale, ci attendiamo una moderata ripresa della domanda di platino e palladio nel 2023, viste le mutate previsioni sullo scenario economico, che ora vedono una recessione meno intensa dell'atteso, sia negli Stati Uniti che in Europa, mentre il ciclo economico dovrebbe registrare un'accelerazione in Cina (dopo il rallentamento evidenziato dal PIL nel 2022), in scia alla rimozione di tutte le misure "zero Covid" e al sostegno fornito all'economia dalle politiche monetarie e fiscali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Metalli Preziosi

	Valore 23.01.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.923,9	1.775,0	1.782,5	1.820,0	1.830,0	1.800,0
Argento (\$)	23,3	21,6	21,5	22,8	22,2	21,5
Platino (\$)	1.048,7	980,0	1.005,0	1.012,5	1.003,0	1.100,0
Palladio (\$)	1.708,3	1.945,0	1.990,0	1.985,0	1.985,5	1.936,3

Fonte: consenso Bloomberg

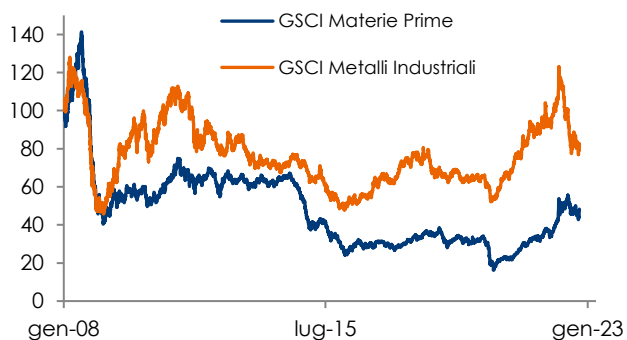
Nota: in questa edizione del Mensile Materie prime non sono presenti le previsioni di Intesa Sanpaolo, ancora sottoposte a revisione

Metalli industriali: attesi in rialzo nella seconda metà del 2023

L'incertezza caratterizzerà la prima parte del 2023, mentre aumentano gli elementi a sostegno di un possibile quadro rialzista nel medio-lungo periodo.

Il 2022 dei Metalli industriali si è chiuso basandosi su alcuni elementi: una domanda minacciata dai rischi recessivi, la temporanea diminuzione del prezzo dell'energia e dei costi produttivi, aspettative di politica monetaria meno restrittiva negli Stati Uniti e il definitivo accantonamento dell'ipotesi di divieto di stoccaggio dei metalli russi nei depositi del London Metal Exchange (LME). Fattori che hanno consentito di tratteggiare un quadro di consolidamento nella prima parte del 2023, lasciando aperto lo scenario a un possibile recupero delle quotazioni nella seconda frazione dell'anno. L'elemento nuovo e di maggior influenza, in queste prime settimane del 2023, è però la repentina decisione della Cina di abbandonare quasi totalmente le rigide misure sanitarie adottate in precedenza per contrastare la diffusione del Covid. Questo cambio di strategia, unito alle politiche monetarie e fiscali, dovrebbe contribuire alla ripresa della crescita economica del paese asiatico dopo il dato sul PIL complessivo del 2022 in rialzo solo del 3%, riuscendo auspicabilmente a contenere la crisi del mercato immobiliare. L'insieme di queste azioni e i loro riflessi (in particolare sul comparto delle costruzioni) potrebbero essere in grado di spingere la domanda cinese di Metalli industriali, ridando slancio al comparto. In conclusione - se il 1° trimestre riserva qualche dubbio ed incertezza a causa delle reazioni che avranno l'economia USA e cinese al nuovo contesto macroeconomico (tassi, crescita, misure sanitarie) - successivamente la scarsità di petrolio e gas naturale alimenterà il rincaro energetico e, di conseguenza, i costi produttivi dei Metalli, premendo al rialzo sulle quotazioni. Nonostante l'incremento di prezzo registrato da Energia e Metalli nel corso dell'ultimo anno, il quadro di incertezza e tensione sui mercati ha depresso in maniera consistente gli investimenti. La mancanza di esplorazione di nuovi giacimenti petroliferi e gli scarssissimi investimenti sul fronte minerario hanno portato a una decisa diminuzione delle scorte, creando i presupposti per una possibile nuova ondata rialzista sui prezzi, a partire dalla seconda parte dell'anno.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.01.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.563,3	1,9	73,2	33,4
GSCI Industriali	1.816,5	8,4	26,8	24,8
Rame (\$)	9.356,0	11,8	17,0	30,9
Alluminio (\$)	2.636,5	10,9	32,2	17,2
Zinco (\$)	3.439,8	14,5	27,7	0,2
Nickel (\$)	28.110,0	-6,4	53,9	107,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

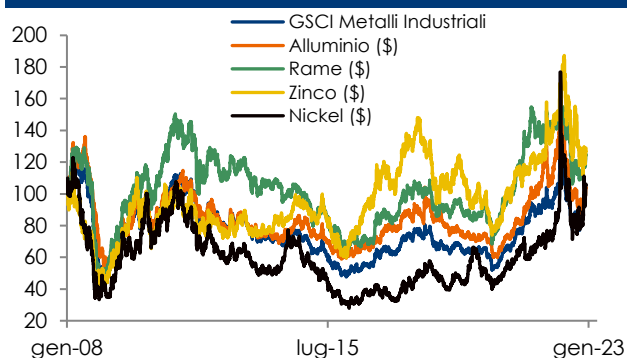
Rame: certezza delle forniture e recupero della domanda restano i driver del 2023. Dopo la chiusura negativa del 2022 (-15% a/a), le quotazioni del rame sono cresciute molto in queste prime settimane di gennaio, compensando in gran parte le perdite accusate lo scorso anno. Il ritorno della pressione rialzista sul rame si basa su alcuni fattori: le prospettive di una maggiore domanda proveniente dalla Cina, dopo la fine delle stringenti misure sanitarie; il deciso calo del dollaro e, in generale, una minor attesa di inasprimento del costo del denaro a livello globale; il rafforzamento delle aspettative di domanda legate a decarbonizzazione e transizione energetica. La Cina è il più grande consumatore di rame a livello mondiale, con una quota vicina al 50% lo scorso anno ma in diminuzione, proprio a causa delle limitazioni auto-imposte per contrastare il Covid. E' chiaro che la fine delle restrizioni non può immediatamente tradursi in un aumento di richiesta e consumi cinesi, ma è altrettanto probabile che questa abbia diffuso un maggior ottimismo sulla futura domanda di rame. Un quadro che rafforza la nostra idea di

debolezza nel breve termine ma di auspicabile recupero nel lungo termine, in virtù della probabile pressione a cui sarà sottoposto il mercato fisico del rame, col forte ritorno della domanda cinese.

Alluminio: cauto miglioramento dello scenario, grazie alle riaperture cinesi. Sulla scia delle riaperture cinesi e delle revisioni, in senso meno pessimistico, sulla dimensione e durata della recessione globale, i prezzi dell'alluminio hanno visto un generale miglioramento delle previsioni per il 2023, dopo la debolezza e volatilità del 2022. I prezzi del metallo avevano già iniziato il recupero nel mese di dicembre, toccando i massimi a circa 6 mesi, complici proprio le attese che il Governo cinese potesse presto rimuovere tutte le restrizioni anti-Covid, evento poi puntualmente (e improvvisamente) verificatosi a inizio 2023. La domanda in crescita in Europa e in Cina potrebbe portare ad una carenza di offerta che premerà al rialzo sulle quotazioni. Ancora una volta è l'area Asia-Pacifico ad essere identificata come il fulcro delle attese di maggior consumo e lavorazione dell'alluminio per i prossimi 10 anni anche se, nel breve, gli alti costi energetici restano un fattore che frena l'aumento delle produzioni. Complessivamente, il quadro rimane dunque gravato da incertezza, che ci fa propendere per un consolidamento su livelli alti dei prezzi dell'alluminio nel breve periodo. Collochiamo il vero e proprio rialzo dei prezzi in un orizzonte più lungo, quando il peso dei mancati investimenti minerari renderà tangibile la scarsità di offerta, a fronte di un probabile aumento dei consumi.

Zinco: Cina e transizione energetica i fattori chiave del 2023. Lo zinco è la commodity che, più di altre, può rappresentare un indicatore del cambio di scenario su tutto il comparto dei Metalli. Sul finire del 2022, lo zinco era gravato da una dinamica negativa, registrando un calo sia della domanda che dell'offerta. La domanda è stata depressa soprattutto dalla Cina, dove il settore immobiliare, in forte difficoltà, ha visto ridursi la richiesta di acciaio, in particolare di acciaio zincato galvanizzato. Di contro, come più volte segnalato, sul fronte dell'offerta le fonderie hanno continuato a faticare a causa del rincaro dell'elettricità: un elemento determinante in questo particolare processo siderurgico che, più di altri, assorbe energia. Non a caso, la maggior parte gli stabilimenti siderurgici nel sud della Cina aveva programmato di ridurre la produzione e chiudere anticipatamente già dalla metà di dicembre, ampliando l'abituale periodo di ferie dovuto ai festeggiamenti per il Capodanno lunare (21 gennaio 2023). Sullo sfondo, però, la svolta nella strategia cinese di contrasto al Covid e gli sforzi globali per la decarbonizzazione stanno mettendo a dura prova l'offerta mondiale di tutti metalli coinvolti nel processo di elettrificazione dei trasporti, fra cui anche lo zinco. I motivi di cauto ottimismo sono quindi legati a una ripresa della domanda globale, stimolata dall'eliminazione delle misure sanitarie, e a un'erosione più rapida dell'accumulo di scorte nel 2023.

Nickel: la transizione "green" resta al centro dello scenario ma l'offerta sembra in grado di adeguarsi alla futura domanda. Dopo un 2022 da protagonista, dovuto all'estrema volatilità dei prezzi e ai cambiamenti strutturali che ha subito il comparto a seguito del conflitto in Ucraina, si apre per il nickel un 2023 carico di incertezze. La produzione si è ormai spostata in Indonesia, che fornisce circa il doppio delle Filippine, secondo produttore al mondo, mentre Russia (in particolare), Nuova Caledonia e Australia seguono con volumi ben inferiori. I problemi di approvvigionamento causati dalla Russia - che fornisce quasi il 33% del minerale di solfuro di nickel, utilizzato per produrre il solfato impiegato nelle batterie dei veicoli elettrici - hanno portato ad una forte rimodulazione del comparto siderurgico ed estrattivo a livello globale. Nonostante la domanda globale di nickel sia prevista in aumento del 44% entro il 2030, a causa della forte richiesta di utilizzo nelle batterie che alimentano i veicoli elettrici, gli alti prezzi degli ultimi anni hanno favorito gli investimenti e l'efficientamento del comparto: una situazione unica e totalmente anomala rispetto agli altri Metalli industriali. In quest'ottica, i fondamentali di lungo termine restano favorevoli (transizione "green"), ma i prezzi rischiano di essere comunque caratterizzati da volatilità e da una possibile pressione ribassista, dovuta a un aumento dell'offerta e al venire meno del premio al rischio generato dalle attuali tensioni geopolitiche.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.01.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.816,5	21,8	18,3	-3,6	8,4
Rame (\$)	9.356,0	23,8	25,5	-3,8	11,8
Alluminio (\$)	2.636,5	21,2	6,5	-12,9	10,9
Zinco (\$)	3.439,8	15,4	12,1	-6,4	14,5
Nickel (\$)	28.110,0	26,3	27,1	25,5	-6,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo termine. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina può rappresentare il principale volano per il recupero della domanda di Metalli e, di conseguenza, per il rialzo delle quotazioni. Il principale ostacolo a questo scenario di cauto ottimismo resta il corretto concretizzarsi delle aspettative sulle politiche monetarie delle principali economie. I tassi di interesse statunitensi dovrebbero raggiungere il loro massimo entro la fine nel 1° semestre 2023 e poi stabilizzarsi: il mercato sconta fortemente questo scenario, come dimostrato dal calo del dollaro che, più di altre asset class, sta incorporando queste aspettative. Se però l'inflazione dovesse risultare più elevata del previsto e i dati macroeconomici dovessero mantenersi, paradossalmente, più solidi delle attese, i tassi potrebbero crescere più di quanto stimato attualmente dal mercato o rimanere su livelli alti per molto più tempo, frenando la discesa della valuta USA e complicando il quadro. In virtù del mix di elementi di questo scenario, restiamo scettici sul contesto macroeconomico mondiale e sui suoi riflessi positivi per i Metalli industriali, almeno per questa prima parte dell'anno. Di contro, ribadiamo un cauto ottimismo già a partire dal 2° trimestre via via su un orizzonte di più lungo periodo. Dopo la probabile blanda recessione in Europa e in Nord America, la domanda di Metalli industriali potrebbe tornare a crescere, trainata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'attenzione degli investitori si sposterà sulla scarsità di offerta e sui livelli di scorte estremamente bassi: entrambe le situazioni derivano dal livello contenuto degli investimenti degli ultimi 2-3 anni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 23.01.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	9.356,0	8.200	8.302	8.371	8.271	9.050
Alluminio (\$)	2.636,5	2.263	2.300	2.400	2.399	2.700
Zinco (\$)	3.439,8	3.000	3.042	3.004	3.071	3.026
Nickel (\$)	28.110,0	25.000	23.500	23.250	24.000	24.144

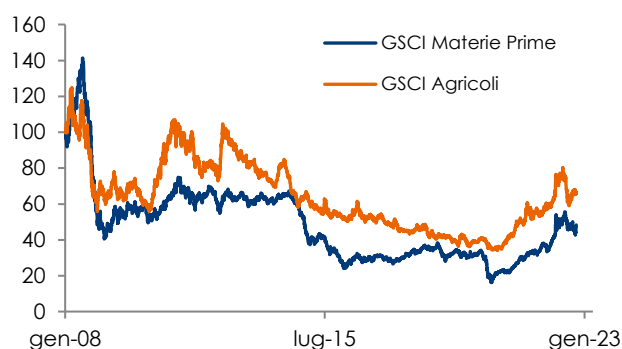
Fonte: consenso Bloomberg

Nota: in questa edizione del Mensile Materie prime non sono presenti le previsioni di Intesa Sanpaolo, ancora sottoposte a revisione

Prodotti agricoli: clima, geopolitica e costi produttivi restano cruciali

Le tensioni derivanti dal clima, dalla geopolitica e dal rincaro dei costi produttivi premeranno al rialzo sugli Agricoli. Il clima è stato un fattore determinante per le materie prime agricole nel 2022 e probabilmente lo sarà di nuovo nel 2023. **La Niña**, che tipicamente amplifica le condizioni di siccità in Sud America e in parte degli Stati Uniti e comporta precipitazioni sopra la media in Australia, India, Africa occidentale e altre zone del Sud Est asiatico, entra nel suo terzo anno consecutivo. Questo fenomeno rischia di incidere nuovamente sulle produzioni di mais, frumento, soia ed altre colture come zucchero e caffè, che già nel 2022 hanno registrato una minor resa proprio a causa di queste anomale condizioni climatiche. A questa situazione si aggiunge il fattore **geopolitico**: è probabile che le perdite di produzione agricola registrate nel 2022 si accentuino nel 2023, dato che il conflitto ucraino ha interrotto le attività degli agricoltori. Benché le esportazioni di cereali dall'Ucraina siano riprese, grazie al rinnovo del Black Sea Grain Initiative (l'accordo sul trasporto via mare dei cereali nel Mar Nero), si è ridotta la superficie coltivabile a mais e grano nel paese: un fattore che probabilmente limiterà la produzione di queste colture nel biennio 2023-2024. L'aspetto geopolitico ha inciso anche sul **rincaro di carburanti, fertilizzanti e pesticidi**. Russia e Bielorussia rappresentano circa il 40% del commercio globale di potassio; la Russia, da sola, produce ed esporta circa il 35% dell'ammoniaca e il 14% dell'urea a livello globale. La carenza nelle forniture di gas e il conseguente rincaro dei prezzi hanno frenato la capacità produttiva in Europa, rendendo ancora più sottile l'offerta di fertilizzanti e ampliando i costi della produzione agricola. Se i prezzi di fertilizzanti e pesticidi resteranno comunque su livelli elevati rispetto a quelli pre-pandemia, probabilmente il comparto agricolo metabolizzerà questa situazione, riducendo perlomeno la volatilità rispetto al 2022 e dimostrandosi più pronto a fronteggiare eventuali cali delle forniture. Ultimo aspetto che continuerà a premere sui prezzi degli agricoli è la competizione tra l'uso come derrata alimentare e la produzione di carburante. Per affrontare il cambiamento climatico e la crisi energetica globale, Governi e privati stanno promuovendo l'aumento della produzione di **combustibili ecosostenibili**: la crescente domanda di gasolio "green", dovuta all'inasprimento delle normative sull'utilizzo del diesel di origine fossile, soprattutto in Europa, rischia di esercitare una forte pressione su soia, mais e molti olii vegetali. Infine, appare meno incisivo sullo scenario il tema della **divergenza tra le granaglie e le soft commodity**: un fattore che abbiamo più volte evidenziato, ma che si candida ad essere tralasciato a seguito dei minori timori circa il rallentamento economico globale e i relativi riflessi sulla domanda di questi beni. Resta comunque valido il concetto che, in caso di minore disponibilità e contrazione dei consumi, i cereali siano un bene primario e quindi sostanzialmente irrinunciabile, mentre le soft commodity risulterebbero penalizzate.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)

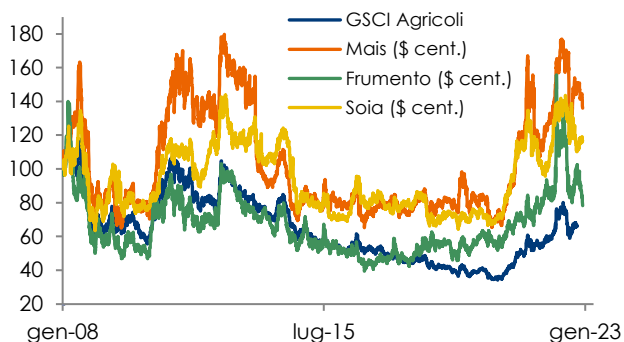


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.01.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.563,3	1,9	73,2	33,4
GSCI Agricoli	541,9	-3,1	33,8	42,3
Mais (\$ cent)	666,3	-1,8	33,1	86,9
Frumento (\$ cent.)	720,0	-9,1	13,5	66,3
Soia (\$ cent)	1.490,3	-1,9	13,6	50,2
Cotone (\$ cent)	87,4	4,8	7,1	6,2
Cacao	2.608,0	0,3	3,1	35,2
Zucchero	19,7	-1,7	24,1	49,7
Caffè (arabica)	158,6	-5,2	27,8	31,1
Caffè (robusta)	2.001,0	7,1	53,5	13,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.01.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	541,9	-1,7	-1,7	-1,7	-3,1
Mais (\$ cent.)	666,3	-2,2	18,1	7,3	-1,8
Frumento (\$ cent.)	720,0	-14,2	-5,1	-10,1	-9,1
Soia (\$ cent.)	1.490,3	8,6	3,9	6,2	-1,9

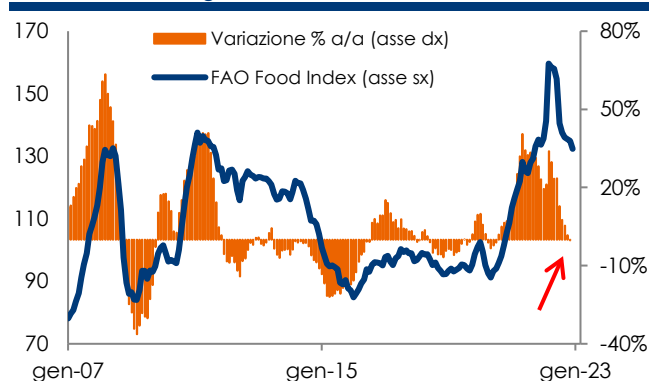
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: revisioni nelle stime sul mais, si amplia l'export di cereali dall'Ucraina. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e a livello globale, in particolare per il **mais**. A livello globale, l'USDA ha ridotto le scorte iniziali di mais per la stagione 2022-23 di 1,14 milioni di tonnellate metriche (MMT) a 305,95 MMT. La produzione totale è stata rivista al ribasso di 5,93 MMT, a 1.155,93 MMT. Le scorte finali per il 2022-23 sono state abbassate di 1,98 MMT a 296,42 MMT. La produzione del Brasile è stata ridotta di 1 MMT a 125 MMT per il 2022-23. Anche l'output dall'Argentina è stato ridotto di 3 MMT a 52 MMT. La produzione ucraina è rimasta stabile a 27 MMT, tuttavia l'USDA ha aumentato la stima sulle esportazioni ucraine di 3 MMT a 20,5 MMT. Per quanto riguarda il **frumento**, le scorte mondiali finali sono state riviste al rialzo di poco più di 1 MMT a 268,39 MMT. L'USDA non ha modificato le stime sulla produzione russa e australiana, ma ha aumentato la produzione di grano ucraino di 0,5 MMT a 21 MMT. Anche per il grano è stata rivista al rialzo la stima delle esportazioni dell'Ucraina di 0,5 MMT a 13 MMT. Infine, per la **soia**, a livello globale, le scorte finali del 2022-23 sono confermate a 103,52 milioni di tonnellate metriche, riflettendo scorte iniziali più elevate ma anche una produzione, una lavorazione e un commercio finale che hanno registrato variazioni percentuali negative. L'USDA ha aumentato la produzione brasiliana 2021-22 (raccolto precedente) di 2,5 MMT rispetto a 129,5 MMT, in aumento. Per la stagione 2022-23, il Dipartimento ha incrementato la produzione brasiliana di 1 MMT a 153 MMT, riducendo al contempo la produzione argentina a 45,5 MMT, dalla precedente stima complessiva di 49,5 MMT. L'USDA ha inoltre corretto al rialzo la stima per il raccolto di soia cinese di 1,9 MMT a 20,3 MMT.

FAO: prezzi in calo per i prodotti alimentari a dicembre. L'indice FAO dei prezzi alimentari è sceso di circa l'1,9% ed ha registrato una media di 132,4 punti a dicembre (135,7 a novembre). L'indice risulta in calo di circa l'1,0% rispetto al dicembre del 2021. Tuttavia, per l'intero 2022, l'indice (che tiene conto delle variazioni mensili dei prezzi internazionali delle materie prime alimentari) ha segnato una media di 143,7 punti, circa il 14,3% in più rispetto al valore medio registrato nell'intero 2021. L'indice FAO dei prezzi dei cereali è diminuito a dicembre dell'1,9% rispetto a novembre. I raccolti in corso nell'emisfero meridionale hanno aumentato le scorte esportabili di grano, mentre l'export a prezzi più bassi di mais dal Brasile ha depresso le quotazioni mondiali del granturco. Di contro, i prezzi internazionali del riso sono aumentati, sostenuti dagli acquisti asiatici e dall'apprezzamento delle valute di quasi tutti i paesi esportatori rispetto al dollaro statunitense. L'indice dei prezzi dell'olio vegetale è sceso del 6,7% rispetto a novembre, raggiungendo il livello più basso dal febbraio 2021. Le quotazioni internazionali degli olii di palma, soia, colza e girasole hanno tutte subito un deciso calo a dicembre a causa della riduzione della domanda globale, a cui si sono sommate le prospettive di un aumento stagionale della produzione di olio di soia in Sud America. Un quadro sfavorevole, quello degli olii utilizzati come combustibili naturali, accentuato dal calo dei prezzi del petrolio, che è tornato ad essere preferito nelle scelte di consumo. L'indice dei prezzi della carne a dicembre è sceso dell'1,2% rispetto a novembre: ha

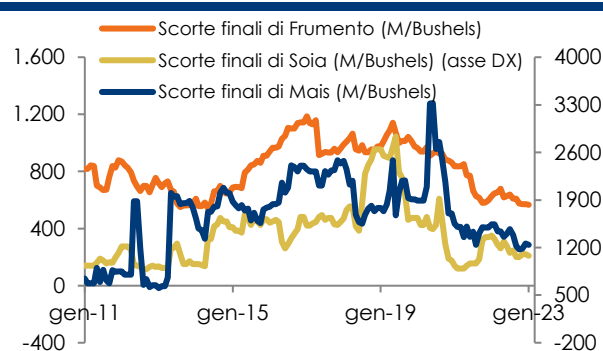
pesato la diminuzione dei prezzi mondiali delle carni bovine e del pollame, che ha controbilanciato l'aumento dei prezzi delle carni suine e ovine. Il calo del costo della carne bovina è dovuto alla scarsa domanda globale, relativa, in particolare, alle forniture a medio termine, che ha creato un eccesso di prodotto disponibile. Anche per il pollame, il prodotto già lavorato e pronto per l'esportazione in diversi paesi allevatori è apparso superiore alla domanda, favorendo la discesa dei prezzi. Le quotazioni delle carni suine sono invece aumentate in scia alla forte domanda domestica, legata alle festività natalizie, soprattutto in Europa. L'indice FAO dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è cresciuto dell'1,2% a dicembre, dopo cinque mesi di cali consecutivi. L'aumento mensile dell'indice è stato determinato dall'incremento dei prezzi internazionali del formaggio, mentre le quotazioni internazionali del burro e del latte in polvere sono diminuite. Infine, l'indice FAO dei prezzi dello zucchero è aumentato del 2,4% rispetto a novembre, a causa dei timori per l'impatto delle condizioni climatiche avverse sui raccolti in India e dei ritardi nella lavorazione della canna da zucchero in Thailandia e Australia.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2022)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (dicembre 2022)

Outlook Neutrale: clima, geopolitica e costi produttivi restano i driver principali del mercato agricolo anche nel 2023.

Clima, tensioni geopolitiche e costi dei fattori produttivi sono gli elementi che incideranno maggiormente sul quadro degli Agricoli nel 2023. Se non si allenteranno i timori legati all'offerta, sarà probabile che la pressione sulle quotazioni delle derrate alimentari resti alta, favorendo il consolidamento su prezzi elevati ma esponendo il comparto a possibili rischi di ulteriori rincari. E' proprio questa ipotesi ad esporre le nostre previsioni ad una possibile revisione rialzista dei livelli di prezzi, qualora il mercato non fosse in grado di assorbire le tensioni generate dai fattori precedentemente indicati. Sulla produzione agricola (e quindi sull'offerta commerciale) sarà fondamentale il ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica. L'assenza di precipitazioni in alcune parti dell'Argentina, del Brasile meridionale e degli Stati Uniti, lo scorso anno, ha avuto un impatto rilevante sulle colture di caffè, mais, cotone, soia, zucchero e frumento. Il protrarsi delle medesime condizioni climatiche anche nel 2023 amplia la probabilità che si ripropongano gli stessi impatti sulle colture. Maggiore sarà l'entità del cambiamento climatico, più rilevanti saranno le conseguenze sulla resa delle colture (indistintamente per cereali e soft commodity) e più ampia sarà la pressione rialzista sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 23.01.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	666,3	626,3	627,0	623,0	625,0	600,0
Frumento (\$ cent.)	720,0	735,7	740,0	746,7	730,0	725,0
Soia (\$ cent.)	1.490,3	1.375,0	1.380,0	1.360,0	1.370,0	1.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Nota: in questa edizione del Mensile Materie prime non sono presenti le previsioni di Intesa Sanpaolo, ancora sottoposte a revisione

Soft commodity

Si ampliano i rischi di tensione al rialzo sui prezzi delle materie prime coloniali, quest'anno: le pressioni verso l'alto arriverebbero dalla scarsità delle forniture (offerta) e non dal calo dei consumi (domanda) che potrebbe derivare dal rallentamento economico. Le aree di produzione di molte di queste commodity rischiano infatti di essere quelle maggiormente investite dagli anomali eventi climatici che sono al centro dello scenario 2023. Una prospettiva che ci spinge a confermare un quadro di consolidamento su livelli comunque alti dei prezzi di questi prodotti, con forti rischi di ulteriori rincari.

Cotone: inflazione, consumi e Cina saranno i tre fattori da monitorare nel 2023. Si è chiuso un 2022 molto negativo per il cotone, penalizzato dall'alta inflazione in tutti i paesi industrializzati che ha inciso sulla domanda di filati e capi in cotone, riducendola di oltre il 15% lo scorso anno e deprimendo il prezzo della fibra naturale. La propensione al consumo di una determinata fascia di soggetti e le stime sulla crescita economica, in particolare dai paesi più industrializzati, restano i fattori che influenzano maggiormente la domanda di cotone. Le attese di rallentamento globale si sono smussate e la sensazione è che l'inflazione, contrastata dalle banche centrali, sia prossima al picco e possa perlomeno restare sugli attuali livelli. Un quadro che per ora non spinge le quotazioni ma che può rappresentare una base di miglioramento per lo scenario del comparto. A questo si aggiunge l'effetto Cina: la fine della politica cinese "zero Covid", sommata allo stimolo fiscale di Pechino, costituisce un potenziale fattore di sostegno per il cotone, che si candida ad essere tra i principali beneficiari delle riaperture. L'allentamento delle misure sanitarie agevolerà il ritorno ad una maggiore efficienza di porti e reti logistiche cinesi, con l'auspicio che questo conduca al risultato di aumentare i consumi e la produzione tessile. E' possibile che i prezzi del cotone si mantengano, nel corso dell'anno, su livelli simili (o poco sotto) quelli attuali, anche se inizia ad emergere qualche elemento di maggior tensione rialzista.

Zucchero: l'eccesso produttivo rischia di deprimere i prezzi. Le stime di novembre dell'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) vedono nel 2022/23 un mercato mondiale dello zucchero in surplus di circa 6,2 milioni di tonnellate, in aumento rispetto alla precedente stima di 5,6 milioni di tonnellate, a causa della maggior produzione in molte aree. L'output globale dovrebbe aumentare del 5,5% a/a a 182,1 milioni di tonnellate, salendo al nuovo massimo storico, mentre i consumi globali dovrebbero crescere solo marginalmente, attestandosi a 176 milioni di tonnellate. I dati di fine anno sulla produzione di zucchero 2022/23 del Brasile (comunicati a dicembre) segnalano, per il più grande produttore di zucchero al mondo, un aumento del +4,4% a/a a 3,462 MMT (milioni di tonnellate metriche). Inoltre, l'India Sugar Mills Association (ISMA) ha riferito, nel suo ultimo report, che la produzione indiana di zucchero nell'intervallo 15 ottobre 2022 - 15 gennaio 2023 è aumentata del +4% rispetto al medesimo periodo del 2021-2022, salendo a 15,7 MMT. L'India è il secondo esportatore mondiale di zucchero: un incremento della sua produzione e commercio rischia di aggravare ulteriormente lo scenario di surplus a livello globale, confermando le previsioni di calo dei prezzi del dolcificante. Resta un solo fattore di possibile tensione rialzista: la produzione di etanolo in scia alla necessità di biocombustibili, un elemento ora meno pressante vista la normalizzazione del prezzo del petrolio ma che rimane fondamentale in una prospettiva "green". Le scorte mondiali di zucchero sono stimate in calo, poiché la crescita del consumo globale potrebbe essere superiore all'aumento della produzione prevista, proprio a causa di questo possibile elemento.

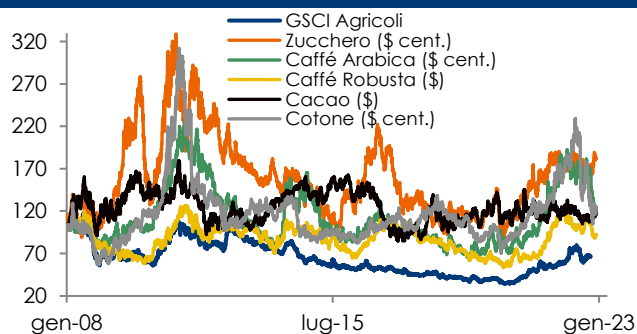
Caffè: i dati sulla produzione di caffè 2022 in Brasile confermano un aumento del raccolto. In un clima di dubbi e polemiche, aggravato dalle tensioni politiche in Brasile, sono stati diffusi i dati sulla produzione di caffè nel 2022. Secondo l'agenzia del Ministero dell'Agricoltura brasiliano CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), la produzione di caffè (2021/2022) è confermata in aumento per entrambe le qualità: la varietà Arabica vede 32,7 milioni di sacchi prodotti, in aumento del 4,1% rispetto al raccolto precedente, mentre la produzione di Robusta è di 18,1 milioni di sacchi, +11,7% rispetto alla scorsa stagione. Il totale del caffè lavorato (tutte la

varietà nazionali più le importazioni) ammonta a 50,92 milioni di sacchi, il 6,7% in più rispetto all'offerta del 2021. Negli ultimi tre anni il Brasile ha prodotto una media di 53,5 milioni di sacchi e la CONAB segnala di aspettarsi un livello simile, in media, anche nella stagione 2022/2023. Per quanto riguarda la superficie destinata alla coltivazione, si conferma un totale di 2,2 milioni di ettari nel 2022, di cui 1,8 milioni di ettari di colture effettivamente produttive: +1,8% rispetto ai terreni relativi al raccolto 2021. Del terreno effettivamente in produzione, si stima che 1,5 milioni di ettari siano stati destinati alla qualità Arabica e 389.000 ettari alla Robusta. Alla luce di questa situazione, confermiamo la nostra previsione di possibile tensione rialzista su tutto l'orizzonte temporale per l'Arabica e di debole consolidamento per la Robusta, in attesa delle prime proiezioni sulla produzione brasiliana per la nuova stagione.

Cacao: l'ICCO stima un deficit produttivo ma permane l'incertezza sullo scenario 2023.

Debolezza delle quotazioni ed incertezza sulla commercializzazione del prodotto rischiano di dominare lo scenario del cacao per il 2023. Le ultime stime pubblicate dall'International Cocoa Organization (ICCO) il 1° dicembre tratteggiano un mercato mondiale del cacao, nella stagione in corso, caratterizzato da un deficit di circa 300.000 tonnellate, rispetto al disavanzo di circa 230.000 tonnellate stimato in precedenza. Infatti, l'ICCO ha rivisto al ribasso le previsioni sulla produzione mondiale a 4,8 milioni di tonnellate (-420.000 tonnellate a/a), mentre ha mantenuto stabili le stime sul consumo mondiale di cacao, prevedendo però un aumento dell'attività di macinazione a 5,1 milioni di tonnellate complessive, rispetto ai 5 milioni di tonnellate della stagione precedente. Un quadro che dovrebbe portare sia le scorte finali che il rapporto scorte/consumi a diminuire più di quanto atteso in precedenza. Se l'ICCO delinea uno scenario di possibili tensioni rialziste sul prezzo, permane l'incertezza sull'accordo fra produttori e aziende alimentari. L'associazione di produttori di cacao, in rappresentanza di Ghana e Costa d'Avorio, lo scorso novembre ha rinviato la decisione finale sul regolamento dei pagamenti delle forniture alla fine di marzo di quest'anno e, nel frattempo, di far valutare a un gruppo di esperti le possibili soluzioni per un accordo, confermando l'incertezza. Sulla base di questo scenario, ribadiamo il probabile debole consolidamento dei prezzi del cacao per tutto l'orizzonte di previsione.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.01.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	541,9	-1,7	-1,7	-1,7	-3,1
Cotone	87,4	14,8	-12,1	-27,4	4,8
Cacao	2.608,0	13,1	13,5	1,2	0,3
Zucchero	19,7	8,7	10,1	4,7	-1,7
Caffè (arabica)	158,6	-16,9	-23,3	-33,4	-5,2
Caffè (robusta)	2.001,0	0,0	2,4	-14,3	7,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 23.01.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	87,4	82,4	80,0	78,5	80,0	90,0
Cacao	2.608,0	2.409	2.338	2.300	2.345	2.390
Zucchero	19,7	17,8	17,8	17,7	17,7	16,6
Caffè (arabica)	158,6	170,0	187,5	180,0	185,0	184,0
Caffè (robusta)	2.001,0	1.900	1.915	1.900	1.841	1.894

Fonte: consenso Bloomberg

Nota: in questa edizione del Mensile Materie prime non sono presenti le previsioni di Intesa Sanpaolo, ancora sottoposte a revisione

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 20.12.2022.

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