

Mensile Materie Prime

I timori di recessione si aggravano e frenano le commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, petrolio alla prova di OPEC ed embargo

Non cambia il nostro quadro previsivo di fondo: il mercato energetico resterà probabilmente ancora sotto pressione, in questo finale di 2022, complici anche la stagionalità invernale e i due appuntamenti chiave di dicembre: la riunione OPEC+ (il 4 dicembre) e l'avvio dell'embargo al petrolio russo via mare (il 5 dicembre). I prezzi del petrolio si manterranno probabilmente all'interno dell'intervallo 85-100 dollari al barile per entrambi i contratti.

Metalli preziosi: outlook Neutrale, consolidano in scia alla frenata del dollaro

L'approccio restrittivo della Fed appare smussato e questo ha finito per incidere su dollaro e Treasury, in frenata: un aspetto che ha alimentato ulteriormente la correlazione inversa con l'oro, consentendo alle quotazioni di quest'ultimo di recuperare ed estendendo il consolidamento dei prezzi della maggior parte dei Metalli preziosi. Anche la richiesta di investimenti difensivi, scaturita dalle nuove tensioni geopolitiche, ha contribuito ad allentare la pressione ribassista sul comparto.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve termine, cauta fiducia nel lungo

Confermiamo la netta separazione fra l'outlook di breve e di lungo periodo: il peso dell'imminente recessione, per le economie più industrializzate, condanna lo scenario previsivo più prossimo a un'impostazione per lo meno Neutrale, con rischi di ulteriore ribasso delle quotazioni dei metalli. In un orizzonte più ampio, invece, ancora una volta esprimiamo un giudizio cautamente ottimista, grazie alla domanda che scaturirà dalla transizione green.

Prodotti agricoli: outlook Mod. Positivo, si attenua la pressione sulle quotazioni

Le nostre previsioni non cambiano e restano improntate a un moderato rialzo dei prezzi nel breve, nonostante lo spettro della recessione economica e malgrado il prolungamento dell'accordo sui cereali che transitano dal Mar Nero. Permane il rischio che le soft commodity (proprio per la loro natura di consumo "voluttuario") in caso di ulteriore perdita di potere d'acquisto da parte dei consumatori rischiano maggiormente una contrazione dei prezzi.

Soft Commodity:

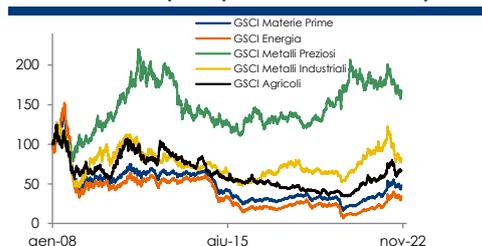
- Cotone:** pesa la forte produzione in India, in uno scenario recessivo.
- Zucchero:** volatilità in aumento a causa delle incertezze dall'Asia e del calo del petrolio.
- Caffè:** le stime di crescita per la produzione di arabica in Brasile freneranno le quotazioni.
- Cacao:** il report dell'ICCO di ottobre tratteggia un quadro di grande incertezza.

Performance degli indici commodity

	Valore 21.11.22	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.522,3	26,9	94,7	42,3
GSCI Energia	630,6	46,9	167,2	42,9
GSCI Met. Preziosi	1.969,0	-5,6	-9,0	26,0
GSCI Met. Industriali	1.585,4	-12,6	16,1	15,0
GSCI Prod. Agricoli	548,0	9,9	49,2	42,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 21.11.2022

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

22 novembre 2022 – 16:03 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

22 novembre 2022 – 16:10 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Nov.	Ott.
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.

Performance commodity

(%)	2022	2021
WTI	6,0	55,0
Brent	12,4	50,2
Gas naturale	81,7	46,9
Gasolio	37,4	58,5
Oro	-4,9	-3,5
Argento	-10,6	-11,6
Rame	-18,9	25,2
Alluminio	-15,3	41,8
Zinco	-19,5	31,5
Nickel	20,4	24,9
Mais	11,2	22,6
Frumento	3,7	20,3
Soia	8,1	1,0
Cotone	-27,9	44,1
Caffè Arabica	-30,3	76,3

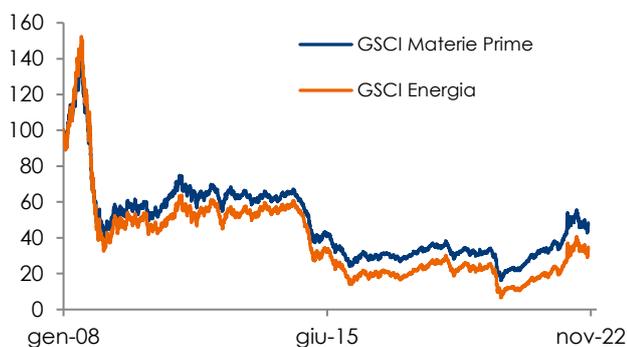
Fonte: Bloomberg; Dati al 21.11.2022

Energia: fine d'anno fondamentale per petrolio e metano

Commodity: il rallentamento economico alimenta i timori sulla futura domanda di materie prime frenando il rialzo dei prezzi.

La futura domanda di commodity, che risentirà dei riflessi negativi dello scenario recessivo che grava sulle principali economie, è il fattore che influenzerà l'andamento di tutti i comparti delle materie prime in questo finale d'anno. Le attuali pressioni al ribasso sulla maggior parte delle risorse di base appaiono infatti già come il segnale inequivocabile del rallentamento dell'economia globale. Un quadro che dovrebbe favorire anche la riduzione dell'inflazione, che rappresenta l'obiettivo principe delle politiche monetarie restrittive poste in atto dalla quasi totalità delle banche centrali mondiali. Nonostante il livello di arrivo dei tassi americani inizi ad essere un tema di discussione in seno alla Fed, con la conseguenza di aver rallentato la corsa rialzista del dollaro (valuta in cui è espressa la quasi totalità dei derivati finanziari sulle commodity), questo non ha favorito l'investimento in risorse di base, ma anzi ha accentuato la frenata dei prezzi. Resta valida la previsione per l'anno prossimo: l'ipotesi, non imminente, di un ritorno a politiche monetarie meno rigide consentirà di lasciare spazio a un recupero economico maggiore che finisca per tornare a stimolare la domanda di materie prime e, quindi, un recupero delle quotazioni.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.11.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.522,3	26,9	94,7	42,3
GSCI Energia	630,6	46,9	167,2	42,9
WTI (\$)	79,7	6,0	89,2	37,4
Brent (\$)	87,5	12,4	94,5	38,1
Gas Naturale (\$)	6,8	81,7	155,7	128,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: il rallentamento dell'economia mondiale resta il fattore negativo che incide sulla stima della futura domanda di energia.

Non cambiano i contorni dello scenario futuro tratteggiato dai report mensili di OPEC, EIA (Energy Information Administration) e IEA (International Energy Agency). Tutti e tre confermano che la fase recessiva che sta vivendo l'economia globale ha portato a una revisione ribassista (più o meno intensa) delle previsioni sulla futura domanda di energia (petrolio, gas naturale ed elettricità) sia per questo finale di 2022 che per l'intero 2023. Sembra ormai acclarato però che sarà l'anno prossimo il momento temporale in cui emergerà a pieno il rallentamento economico e, con esso, la riduzione della domanda di energia che dovrebbe portare a uno storno e successivamente a un consolidamento dei costi energetici. Petrolio e gas naturale, entrambi in calo nelle ultime settimane (nonostante la stagionalità invernale), potrebbero recuperare a dicembre: l'avvio dell'embargo al petrolio russo via mare, la riunione dell'OPEC e l'entrata nella parte più rigida dell'inverno, nell'emisfero settentrionale del mondo, sono tre fattori chiave. 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 in estate, quando il rialzo straordinario dei prezzi fu originato dalla riduzione dell'offerta russa e dalla pressante necessità di riempimento delle scorte europee, in vista dei consumi invernali.

Gas naturale: la UE propone un limite al prezzo del gas ma solo in casi eccezionali.

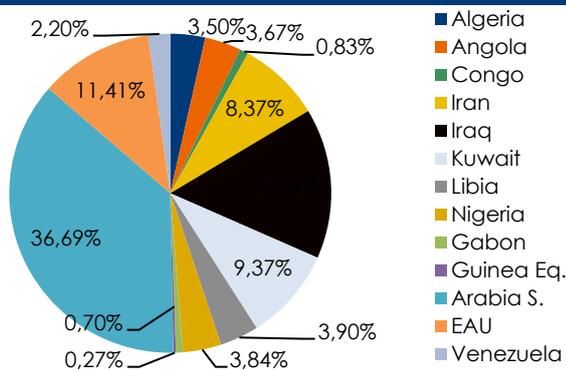
La Commissione Europea ha proposto un "meccanismo di prezzo fisso, con elementi dinamici" per il gas, attivabile solo in caso di aumenti eccezionali. Questa proposta verrà discussa al Consiglio Europeo dell'Energia del 24 novembre. Il price cap si attiverà a due condizioni: (1) se il prezzo del

TTF raggiungesse un livello alto per un periodo predefinito e (2) qualora non si verificasse un analogo aumento del prezzo del gas liquefatto sui mercati internazionali. Il limite di prezzo verrà disattivato se la revisione mensile (dinamica) mostrerà che queste due condizioni non sono più presenti. Nel documento non viene esplicitato il prezzo di riferimento a cui scatterà la procedura descritta (ma viene data solo un'indicazione relativa ai massimi del TTF raggiunti quest'estate), non sono esplicitati i tempi di applicazione legale e la proposta è ancora oggetto di discussione. Prima di presentare un vero e proprio documento legislativo, la Presidenza della UE vorrebbe un preventivo accordo tra gli stati in modo da poter formalizzare definitivamente il sistema e sottoporlo al giudizio dei Ministri dell'Energia. Il testo finale dovrebbe contenere salvaguardie sufficienti a scongiurare che il meccanismo possa, in qualsiasi modo, portare a gravi perturbazioni del mercato che minino la sicurezza dell'approvvigionamento dei flussi intra-UE. Una precisazione che appare volta a rassicurare i paesi più scettici nei confronti del price cap, ritenendo che quest'ultimo possa spingere i fornitori di gas a vendere altrove il loro prodotto a un prezzo più conveniente. Le mutevoli forme che ha assunto questo ipotetico meccanismo testimoniano la difficoltà nel riuscire a rispondere alla principale esigenza dell'Europa: contrastare il caro energia e frenare la corsa dell'inflazione.

Dicembre è un mese chiave: parte l'embargo del petrolio russo via mare e torna a riunirsi l'OPEC+.

Dal 5 dicembre agli operatori europei sarà vietato assicurare e finanziare il trasporto di petrolio verso paesi terzi (a febbraio anche ai prodotti petroliferi raffinati), rendendo difficile per la Russia esportare grandi quantità di greggio, visto che le assicurazioni europee e britanniche sono i più importanti fornitori globali di questa tipologia di servizi. Il rischio è che ci sia un aumento dei trasferimenti di greggio da una nave all'altra direttamente in mare, un'operazione che normalmente è attuata per trasferire piccoli carichi su petroliere più grandi destinate a viaggi a lungo raggio, ma ovviamente può essere utilizzata anche per aggirare le sanzioni. A pochi giorni dall'entrata in vigore dell'embargo resta difficile prevedere come la Russia, il 3° produttore mondiale di petrolio, possa continuare a esportare in quei paesi che vogliono continuare a rifornirsi (Cina e India in particolare), con il rischio di causare uno choc globale all'offerta di petrolio e, di conseguenza, sui prezzi. Questa preoccupazione è al centro dell'azione degli Stati Uniti che, nell'ambito del G7, stanno cercando un meccanismo per fissare un price cap al petrolio russo (anche con l'Unione Europea) ed evitare distorsioni di prezzo e quantità sui mercati globali. Al momento in cui scriviamo, ufficialmente si è concordato che il limite di prezzo venga rivisto regolarmente, al fine di aumentare la stabilità del mercato e semplificare la conformità dell'imposizione riducendo al minimo l'onere per i partecipanti all'accordo. Una spiegazione articolata e nebulosa che sostanzialmente intende rendere "flessibile" il prezzo "fisso", con l'obiettivo di ampliare al massimo la platea dei consumatori di petrolio russo disposti ad accettare questa limitazione. Il prezzo iniziale in sé non è ancora stato fissato, ma dovrebbe esserlo nelle prossime settimane, anche se ancora non si conoscono i dettagli. Anche la riunione OPEC+ del 4 dicembre arriva in un momento fondamentale: 1) appare più chiaro quanto il rallentamento economico abbia impattato sulla domanda di greggio; 2) alla vigilia del formale embargo al petrolio russo. Difficilmente verrà meno l'allineamento dell'Arabia Saudita con la Russia, che è ovviamente funzionale ad interessi reciproci, col rischio che la decisione che verrà presa sulla produzione possa mantenere le quotazioni del petrolio su livelli comunque alti, contribuendo a tenere surriscaldati i prezzi e gravando negativamente sull'economia globale. 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 infatti un precedente determinante per il mercato petrolifero. I produttori hanno totalmente ignorato gli appelli dei consumatori a una scelta meno speculativa e hanno invece salvaguardato solo i propri interessi, irritando l'amministrazione Biden. E' probabile che possano mantenere questa linea ma senza inasprire ulteriormente i toni e varando un taglio contenuto dell'offerta, giustificandolo con le stime in calo sulla domanda.

Produzione membri OPEC (%)



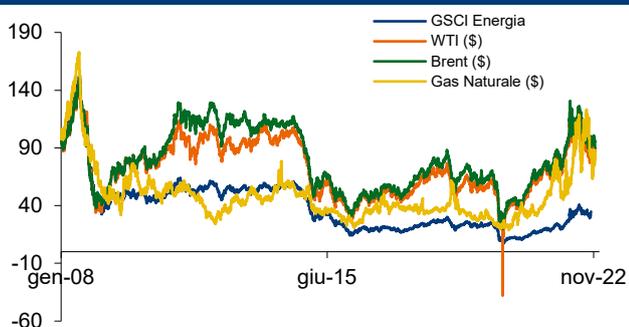
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.10.2022

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

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.11.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	630,6	-7,9	-11,3	24,9	46,9
WTI (\$)	79,7	-11,6	-29,6	3,9	6,0
Brent (\$)	87,5	-9,4	-22,3	9,7	12,4
Gas Naturale (\$)	6,8	-30,0	-16,2	41,5	81,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, confermiamo un consolidamento su livelli medio-alti per petrolio e gas.

Non cambia il nostro quadro previsivo di fondo: il mercato energetico resterà probabilmente ancora sotto pressione, in questo finale di 2022, complici anche la stagionalità invernale e i due appuntamenti chiave di dicembre: la riunione OPEC+ (il 4 dicembre) e l'avvio dell'embargo al petrolio russo via mare (il 5 dicembre). I prezzi del petrolio si manterranno probabilmente all'interno dell'intervallo 85-100 dollari al barile per entrambi i contratti, anche nel caso in cui si verificasse un ulteriore taglio delle forniture. Il greggio risente dei timori di recessione che rischiano di minare la domanda di energia; a questo scenario i produttori hanno già risposto contraendo l'offerta a ottobre con lo scopo di riequilibrare a proprio favore il mercato, e tale situazione potrebbe ripetersi anche a dicembre. Ancora incerto il contesto per il gas, che resta sotto pressione ma che consolida la tendenza al ribasso iniziata un mese fa. Appare sempre più fondamentale che ci sia un accordo nel Consiglio Europeo circa la proposta della Commissione UE sul gas. Uno scenario che dovrebbe favorire il mantenimento di un trend rialzista rispetto ai valori attuali ma senza toccare i livelli massimi visti quest'estate. Il momento chiave è comunque vicino, ovvero l'entrata nel periodo più freddo dell'inverno nell'emisfero settentrionale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	79,7	90,0	90,0	90,0	93,0	85,0
Brent (\$)	87,5	94,5	95,0	95,0	96,3	88,0
Gas Naturale (\$)	6,8	7,0	7,3	6,0	6,0	5,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	79,7	90,0	88,0	86,0	85,8	82,0
Brent (\$)	87,5	98,0	96,0	94,0	93,0	87,0
Gas Naturale (\$)	6,8	7,0	6,5	5,0	5,6	4,5
TTF (€/MWh)	113,0	200,0	180,0	160,0	115,0	110,0

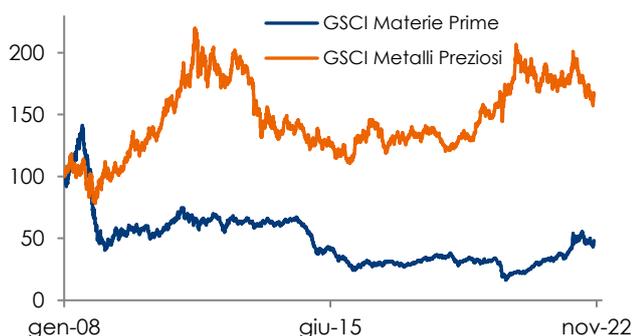
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: marginale recupero grazie a Fed e dollaro

Prosegue il marginale recupero dei Preziosi: una Fed meno restrittiva, il rallentamento del dollaro e un maggior appeal come asset rifugio favoriscono il comparto.

Ancora un marginale recupero per i Preziosi, grazie all'apporto di un mix di fattori: una Fed meno restrittiva, la conseguente frenata del dollaro e un maggior appeal come asset rifugio, dopo le tensioni crescenti fra Russia e Ucraina. La riunione della Fed del 2 novembre (prossimo meeting il 14 dicembre) ha visto lo scontato rialzo dei tassi di 75pb. La valutazione del quadro macro è rimasta la stessa di settembre, mentre è stata annunciata una nuova fase nella strategia relativa alle decisioni future, che non vedranno più aumenti incondizionati dei tassi ma mosse calibrate. Powell ha confermato che, alla prossima riunione, il ritmo di aumento dei tassi potrebbe essere ridotto (+50pb) ma nel 2023 il punto di arrivo potrebbe essere più elevato di quanto previsto a settembre. Lo scenario di politica monetaria tratteggiato da Powell si è poi sommato al dato di ottobre sull'inflazione statunitense (CPI e PPI), che ha mostrato un rallentamento dei prezzi, confermando il segnale Fed di una possibile rimodulazione dei futuri rialzi dei tassi. Come conseguenza si è registrata una decisa frenata del dollaro contro tutte le principali valute, aspetto che favorisce tutte le materie prime i cui derivati finanziari sono espressi nella divisa statunitense ma, in particolare, l'oro e i Preziosi. Infine, sul fronte dei Metalli preziosi con un taglio maggiormente industriale, si affievolisce (ma solo marginalmente) la crisi del settore Auto e della componentistica: il quadro resta comunque negativo per la domanda di metalli destinati a quel settore e seguita a mantenere su alti livelli le riserve globali, non consentendo ulteriori rialzi delle quotazioni, ma solo un consolidamento.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.11.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.522,3	26,9	94,7	42,3
GSCI Met. preziosi	1.969,0	-5,6	-9,0	26,0
Oro (\$)	1.736,7	-4,9	-7,2	34,5
Argento (\$)	20,8	-10,6	-13,8	21,7
Platino (\$)	982,2	1,4	3,3	4,5
Palladio (\$)	1.859,0	-2,4	-20,2	84,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Consolidano le quotazioni dei Preziosi anche se lo scenario futuro, nel concreto, resta il medesimo e non vede grossi spunti rialzisti. L'insieme dei fattori che frenavano le quotazioni di oro e argento sfuma leggermente e consente a tutto il comparto di recuperare qualche posizione e consolidare sui livelli medi degli ultimi due mesi.

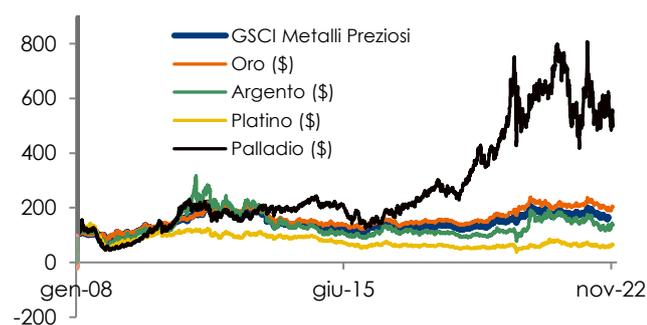
La quotazione dell'**oro** ha sfiorato, nel mese di novembre, i 1.800 dollari l'oncia, ritracciando poi leggermente ma recuperando comunque alcune posizioni rispetto al mese scorso, grazie allo storno del dollaro legato alle attese meno restrittive sui tassi Fed e alle tensioni geopolitiche. Migliora leggermente il quadro dei fondamentali di medio termine: gli acquisti netti di oro delle banche centrali, nel 3° trimestre, sono stati superiori a quelli dell'intero 2021; anche la forte domanda fisica proveniente da India e Cina, grazie ai prezzi più bassi, ha influito sulle quotazioni del metallo giallo. A questo quadro si è sommato poi il ritrovato appeal dell'oro come asset difensivo, dopo la volatilità dei mercati e la conseguente avversione al rischio generate dalle tensioni geopolitiche. Il prosieguo delle restrizioni monetarie e un dollaro americano su livelli di apprezzamento comunque alti (benché in frenata), sono ancora i principali ostacoli per l'oro.

Il recupero, solo parziale, dell'**argento** è connesso a quello dell'oro. L'avvicinarsi del punto di arrivo per i fed funds ed una maggiore moderazione nel rialzo dei tassi in quasi tutte le economie

avanzate (scosse dalle conseguenze della restrizione sul ciclo economico) sono gli elementi che hanno sostenuto tutti i Metalli preziosi e, quindi, anche l'argento. Immutato invece lo scenario previsivo di lungo termine: da un lato, la domanda fisica futura resta condizionata alle attese di aumento della richiesta di argento dovuta agli usi industriali, stimolata dalla transizione verde; sul fronte dell'offerta, invece, i bassi prezzi degli ultimi anni hanno ridotto al minimo gli investimenti minerari. Questa possibile dinamica fra domanda e offerta, nel medio-lungo periodo, potrebbe alimentare il recupero delle quotazioni.

Dopo alcuni mesi di difficoltà, torna marginalmente positiva la performance del **platino** da inizio anno. Di fondo, però, le prospettive restano deboli: a pesare è la fragilità del settore manifatturiero che, depresso dalle attese di recessione, ha visto contrarsi le attese di domanda per il 2023. Permane la difficoltà dell'industria automobilistica, almeno nel breve: un altro fattore che non lascia molte possibilità di rialzo nel breve periodo. Le prospettive di lungo termine, invece, restano improntate a un cauto ottimismo, grazie alla contrazione dell'offerta (calo degli investimenti minerari) e alla crescente domanda legata alla sostituzione delle motorizzazioni diesel (che utilizzano **palladio** nei loro filtri anti-particolato) con propulsori a benzina (che nei medesimi filtri usano invece il platino). Non cambiano le nostre conclusioni: lo spettro della recessione e il probabile azzeramento del surplus di offerta registrato nel 2022 alimenteranno un generale consolidamento delle quotazioni di entrambi i metalli, con una probabile modesta spinta rialzista per il palladio.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale confermato: la frenata del dollaro e una blanda avversione al rischio favoriscono il consolidamento dei Preziosi. L'approccio restrittivo della Fed appare smussato e questo ha finito per incidere su dollaro e Treasury, in frenata: un aspetto che ha alimentato la correlazione inversa con l'oro, consentendo alle quotazioni di quest'ultimo di recuperare ancora ed estendendo il consolidamento dei prezzi alla maggior parte dei Metalli preziosi. Anche la richiesta di investimenti difensivi che non vengano erosi dall'inflazione e che proteggano dalla volatilità del mercato scaturita dalle tensioni geopolitiche ha contribuito ad allentare la pressione ribassista nelle ultime settimane, consentendo ai prezzi di consolidare. La minore tensione al ribasso registrata negli ultimi due mesi su oro e argento non è però ancora sufficiente per modificare il nostro approccio prudente su questo comparto. Le attese di recessione restano centrali e gravano su tutte le commodity, in particolare sui Preziosi con usi industriali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.736,7	1.700,0	1.736,7	1.750,0	1.800,0	1.776,0
Argento (\$)	20,8	20,0	20,0	20,6	20,7	21,4
Platino (\$)	982,2	877,5	880,0	910,0	953,8	1.150,0
Palladio (\$)	1.859,0	2.035,0	2.100,0	2.080,0	2.102,5	2.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

Performance di medio termine

	21.11.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	1.969,0	1,3	-5,4	-5,1	-5,6
Oro (\$)	1.736,7	0,1	-5,9	-4,0	-4,9
Argento (\$)	20,8	9,6	-4,3	-14,3	-10,6
Platino (\$)	982,2	11,6	2,1	-3,4	1,4
Palladio (\$)	1.859,0	-6,7	-6,5	-5,1	-2,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

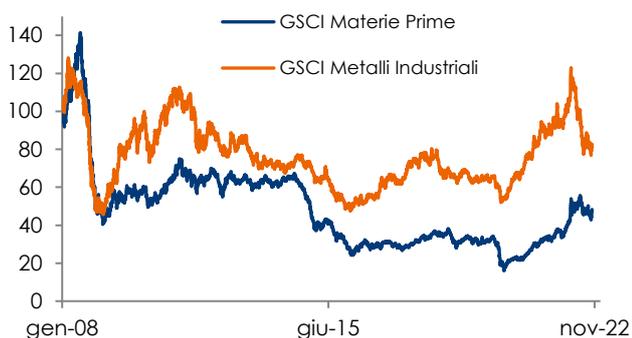
	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.736,7	1.675	1.700	1.750	1.750	1.800
Argento (\$)	20,8	19,0	20,0	21,1	21,3	23,0
Platino (\$)	982,2	880	930	960	970	1.100
Palladio (\$)	1.859,0	2.050	2.100	2.125	2.125	2.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: la recessione pesa sui prezzi, almeno nel breve

Volatilità in aumento sui Metalli industriali nonostante le rassicurazioni dell'LME che controbilanciano i timori recessivi. Registriamo un deciso aumento della volatilità sulle quotazioni dei Metalli industriali: l'accantonamento dell'ipotesi, da parte dell'LME (la borsa dei metalli di Londra), di escludere le forniture russe dai futuri contratti finanziari non è riuscita a rassicurare fino in fondo gli investitori. I timori di recessione incombono sul comparto e incidono sulle previsioni di domanda, mentre le banche centrali proseguono il rialzo dei tassi di interesse, con l'obiettivo di contrastare l'inflazione ma con l'inevitabile conseguenza di alimentare anche il rallentamento economico. Anche la frenata del dollaro – che ha interrotto la sua corsa rialzista a seguito dell'avvio del dibattito interno alla Fed su quale sia il livello massimo di rialzo dei tassi e su modalità e tempi dello “stop” alla politica monetaria restrittiva – non ha portato eccessivi benefici. Il settore resta, senza dubbio, quello che maggiormente sta scontando il rallentamento economico globale; aver archiviato un altro fattore di tensione come quello rappresentato dalle scelte del London Metal Exchange non sembra sufficiente a invertire la performance negativa che probabilmente verrà registrata in questo 2022. Anche la domanda in arrivo dalla Cina, supportata dalle nuove linee guida economiche annunciate durante il 20° Congresso del Partito comunista e dalla pubblicazione dei dati sul PIL del 3° trimestre, non sembra aver rasserenato il quadro. Lo scenario di breve resta quindi deteriorato ma, superata la probabile correzione dei prossimi mesi, i Metalli industriali restano candidati a un recupero delle perdite su un orizzonte temporale più ampio, una volta che sarà finita la recessione e la domanda derivante dalla transizione energetica green tornerà ad essere il fattore dominante per il comparto.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.11.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.522,3	26,9	94,7	42,3
GSCI Industriali	1.585,4	-12,6	16,1	15,0
Rame (\$)	7.880,5	-18,9	8,3	13,3
Alluminio (\$)	2.379,0	-15,3	19,4	12,9
Zinco (\$)	2.890,3	-19,5	3,7	-10,3
Nickel (\$)	24.983,0	20,4	54,7	110,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: la borsa di Londra non bandirà i metalli russi dagli scambi finanziari. La Borsa dei metalli di Londra (LME) non escluderà le forniture di metalli russi dagli scambi finanziari. Lo scorso 6 ottobre, a seguito delle nuove sanzioni alla Russia varate dal Governo inglese, il London Metal Exchange aveva fatto circolare una bozza di proposta per eliminare i metalli russi come sottostante per i contratti future. 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% di origine russa per tutti i contratti e con punte, come nel caso del rame, che superano il 60%. La decisione di non attuare questa ipotesi, comunicata venerdì 11 novembre, origina da alcune considerazioni: l'LME ha verificato la disponibilità dei consumatori a continuare ad acquistare prodotti russi anche nel 2023; il divieto avrebbe effetti negativi più sui clienti e sul sistema che sulla Russia e le restrizioni sarebbero troppo difficili da attuare, oltre che facilmente aggirabili.

Rame: archiviata la questione LME, il tema delle forniture resta il fattore da monitorare. Dall'inizio del 2022 il prezzo del rame è sceso di circa il 19%. L'economia sta rallentando e la correlazione diretta di questo scenario coi prezzi del metallo rosso è fra le più alte: il rame, infatti, è il metallo che più direttamente e velocemente risente della congiuntura negativa, specie ora che la pressione rialzista legata all'esclusione delle forniture russe dall'LME è una questione

sostanzialmente archiviata. Inoltre, il comparto cinese delle costruzioni è il maggior settore per assorbimento di materie prime, e in particolare di rame, e la sua crisi non sembra arrestarsi, nonostante le manovre del governo per sostenerlo, con la conseguenza che la domanda di metalli è in costante discesa. Eppure, le scorte di rame si stanno assottigliando in modo preoccupante, e i contratti di fornitura (futura) stanno subendo un allungamento medio che ormai supera i 3 anni (rispetto ai normali contratti, abitualmente di durata annuale). La motivazione va ricercata nelle attese che le grandi compagnie di trasformazione siderurgica hanno per i prossimi anni. Il consumo di rame che si originerà dalla transizione energetica, dalle auto elettriche e dall'utilizzo delle fonti rinnovabili è di dimensioni enormi, decisamente superiori alle attuali stime della possibile offerta mineraria mondiale. I prezzi bassi degli ultimi trimestri hanno generato scarsi investimenti minerari così, come per qualsiasi metallo o idrocarburo, se mancano i nuovi investimenti e si amplia lo sfruttamento dei siti estrattivi esistenti, diventerà più difficile e costoso estrarlo altrove. I giacimenti più profittevoli e facili da sfruttare sono i primi che vengono utilizzati e inevitabilmente subiscono una forte riduzione della propria vita attiva. Un quadro che conferma la nostra idea di debolezza nel breve termine e di probabile recupero, nel lungo termine, una volta che la pressione della domanda si scaricherà sul mercato fisico del rame.

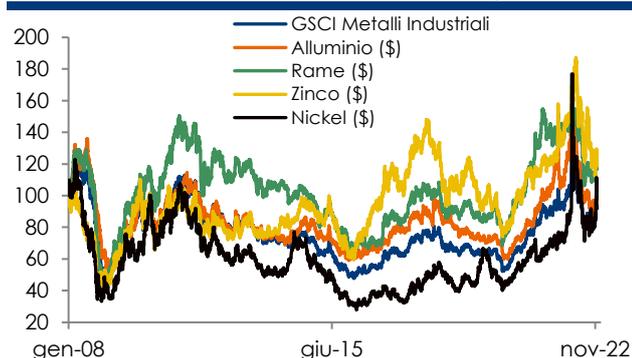
Alluminio: prezzi in consolidamento, frenati dalla recessione e dalle decisioni dell'LME. I prezzi dell'alluminio consolidano sui livelli raggiunti durante il recupero estivo, quando l'ipotesi di una totale esclusione delle forniture russe dagli scambi commerciali, che avrebbe reso difficile approvvigionarsi con certezza, premeva al rialzo sulle quotazioni. Prima della recessione e del rincaro dei costi energetici, il mercato dell'alluminio era in forte espansione. Da inizio anno la performance è tuttavia stabilmente negativa, nonostante i livelli massimi raggiunti a marzo subito dopo l'inizio della guerra in Ucraina. Nel frattempo, infatti, la domanda cinese ha cominciato a scendere e la frenata dell'economia a livello globale ha deteriorato le aspettative di futura domanda di alluminio. Inoltre, soprattutto in Europa, i costi dell'elettricità hanno di fatto completamente azzerato determinate produzioni diventate antieconomiche vista l'impossibilità di scaricare sul prezzo finale gli aggravii di costo produttivo. Infine, venuta meno la minaccia del divieto alle forniture russe all'LME, relative ad alluminio, nichel e rame, le vendite delle compagnie siderurgiche russe sono ripartite, rifornendo il mercato e tornando a stipulare contratti anche pluriannuali e togliendo pressione ai prezzi sia nel breve che nel medio periodo.

Zinco: non cambiano i fattori negativi che gravano sullo scenario. Non cambiano i fattori che stanno influenzando negativamente lo zinco: l'imminente recessione frena la domanda, mentre l'offerta è costretta a scontrarsi con costi energetici altissimi, banche centrali aggressive nell'inasprire il costo del denaro e scarsi investimenti minerari. L'altalenante gestione sanitaria in Cina amplifica la volatilità sulle quotazioni dello zinco che beneficerebbero di un ritorno più costante delle forniture cinesi, visto che prosegue il blocco delle produzioni in Europa, poiché i costi dell'elettricità sono troppo alti per poter rendere redditizi determinati manufatti. Le speranze sono quindi riposte in una ripresa della domanda globale, se la Fed risulterà veramente più accomodante ed eviterà un eccessivo rallentamento negli Stati Uniti, e in una Cina che allenti le misure zero-Covid.

Nichel: migliora ancora la performance 2022, pur restando distante dai massimi di inizio conflitto. Resta in controtendenza la dinamica del nichel, uno dei pochi metalli che registra un rialzo da inizio anno rispetto al generale ribasso del comparto dei Metalli Industriali, il più sensibile ai timori di recessione. Tuttavia, dopo il rally delle ultime settimane, alimentato dalle tensioni con la Russia e dall'ipotesi di bando delle forniture russe come sottostante dei contratti finanziari al London Metal Exchange, ora è la volatilità a caratterizzare il mercato del nichel. La sfiducia degli operatori verso l'LME, dopo la decisione sulle forniture russe, e la costante volatilità dei prezzi stanno allontanando una parte degli investitori da questo mercato. La conseguenza è una drastica riduzione della liquidità reale presente negli scambi, indice anche di una scarsa rappresentatività rispetto alla reale dinamica del mercato fisico del nichel, che genera forti

distorsioni di prezzo e amplifica in modo eccessivo qualsiasi movimento. Non cambia però lo scenario di medio-lungo termine, decisamente improntato a un aumento delle tensioni sui prezzi. Le previsioni di mercato sulla domanda di auto elettriche confermano l'obiettivo del 40% delle vendite sul totale dei veicoli commercializzati a livello mondiale entro il 2030. Una prospettiva che alimenta il costante aumento del prezzo del nickel, anche se su livelli inferiori rispetto ai massimi raggiunti nel mese di marzo, all'indomani dello scoppio del conflitto in Ucraina. I fondamentali di lungo termine restano favorevoli (transizione green), ma i prezzi rimangono volatili a causa di uno scenario globale che appare in veloce deterioramento e che ora coinvolge anche il mercato del nickel.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.11.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.585,4	-0,5	-15,4	-10,8	-12,6
Rame (\$)	7.880,5	-1,8	-16,4	-19,0	-18,9
Alluminio (\$)	2.379,0	-0,5	-19,2	-11,5	-15,3
Zinco (\$)	2.890,3	-18,5	-22,4	-11,9	-19,5
Nickel (\$)	24.983,0	12,2	-10,7	24,6	20,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook riconfermato Neutrale nel breve termine per la pressione negativa sui prezzi, ma ancora Moderatamente Positivo nel lungo termine. Confermiamo la netta separazione fra l'outlook di breve e quello di lungo periodo: il peso dell'imminente recessione, per le economie più industrializzate, condanna lo scenario previsivo più prossimo a un'impostazione per lo meno Neutrale, con rischi di ulteriore ribasso delle quotazioni dei metalli. In un orizzonte più ampio, invece, ancora una volta esprimiamo un giudizio cautamente ottimista. I Metalli industriali scontano le pressioni legate al rallentamento economico di breve, col deterioramento non solo della domanda fisica ma anche con la riduzione significativa di quella parte di acquisti legati agli investimenti finanziari, non produttivi, proprio a causa delle tensioni sulla borsa di Londra. Tuttavia, le prospettive a lungo termine restano favorevoli: 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 i fattori determinanti per la ripresa delle quotazioni nel medio/lungo periodo, una volta superata la fase recessiva nelle principali economie.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.11.22	2022	2023	2023	2023	2024
Rame (\$)	7.880,5	7.450	7.200	7.400	7.750	9.000
Alluminio (\$)	2.379,0	2.200	2.165	2.300	2.342	2.702
Zinco (\$)	2.890,3	3.100	3.000	3.000	3.000	3.023
Nickel (\$)	24.983,0	21.555	20.094	20.000	21.335	22.485

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.11.22	2022	2023	2023	2023	2024
Rame (\$)	7.880,5	7.000	6.900	7.400	7.700	9.200
Alluminio (\$)	2.379,0	2.200	2.100	2.300	2.325	2.700
Zinco (\$)	2.890,3	3.100	3.000	3.200	3.300	3.700
Nickel (\$)	24.983,0	22.500	22.500	23.000	23.500	25.000

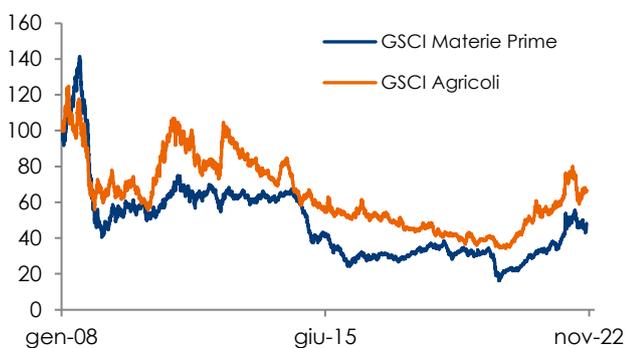
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: si attenua la pressione rialzista sulle quotazioni

I timori di recessione si ampliano; gli Agricoli metabolizzano il rinnovo dell'accordo sul grano che transita dal Mar Nero mentre le soft commodity proseguono la propria dinamica divergente.

Permane la fase di consolidamento per il comparto degli Agricoli che conferma la performance da inizio anno, mentre resta in atto la divergenza tra le granaglie e le soft commodity, un tema che abbiamo sottolineato già da alcuni mesi. Ancora una volta emerge come i due sotto-comparti abbiano una reazione differente rispetto allo scenario macroeconomico globale, vero driver di mercato in questa stagione (l'inverno) in cui, naturalmente, il comparto agricolo è a riposo, almeno nella parte settentrionale del mondo. La probabile recessione economica che investirà l'economia nel suo complesso avrà effetti differenziati, perché differente è la tipologia di consumo che interessa cereali e altre derrate alimentari, rispetto alle cosiddette "commodity coloniali". Il rinnovo dell'accordo per lo sblocco dei cereali ucraini (e di cereali, fertilizzanti e concimi russi) ha parzialmente scongiurato l'ipotesi di crisi alimentare mondiale proprio nel periodo invernale, ma continua a creare tensione fra Russia e Ucraina. A livello globale, l'offerta è tornata abbondante ma i prezzi restano comunque elevati ed in consolidamento. Si confermano le stime secondo cui in Russia il raccolto 2022 segnerà un nuovo record storico: renderne più agevole la commercializzazione dovrebbe contribuire a togliere pressione alle quotazioni dei cereali. In conclusione, le granaglie, pur avendo ridotto la performance da inizio anno (ad esclusione della soia), dovrebbero consolidare intorno ai valori attuali per fine anno. Discorso diverso per le materie prime coloniali (caratterizzate da un consumo definito "voluttuario", ossia non indispensabile) che rischiano di vedere accentuati gli impatti negativi dell'imminente recessione, registrando un calo dei consumi maggiore ed originato dalle esigenze di riorganizzazione delle spese. Un aspetto che potrebbe ampliare i suoi effetti soprattutto l'anno prossimo.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

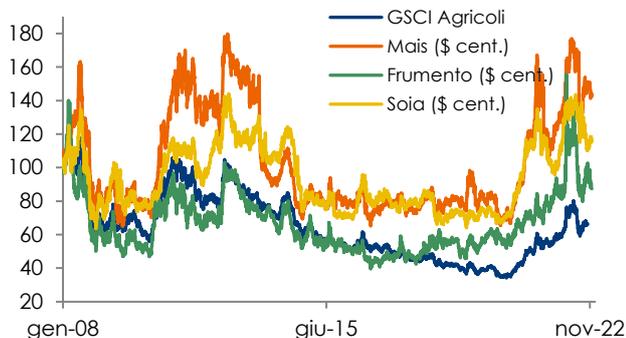
	Valore 21.11.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.522,3	26,9	94,7	42,3
GSCI Agricoli	548,0	9,9	49,2	42,2
Mais (\$ cent)	659,5	11,2	55,8	91,0
Frumento (\$ cent.)	799,3	3,7	34,7	89,1
Soia (\$ cent)	1.436,8	8,1	21,7	44,1
Cotone (\$ cent)	81,2	-27,9	14,5	14,7
Cacao	2.387,0	-5,3	-19,4	13,6
Zucchero	19,9	5,2	30,6	33,5
Caffè (arabica)	157,5	-30,3	36,4	27,2
Caffè (robusta)	1.838,0	-26,1	34,7	1,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si rinnova l'accordo sul grano, scaduto il 19 novembre. Viene prolungato il cosiddetto Black Sea Grain Initiative: Mosca ha infine accettato di rinnovare l'accordo con Ucraina, Turchia e Nazioni Unite che consentirà per altri 120 giorni (4 mesi a partire dal 19 novembre) l'esportazione del grano e di altri prodotti agricoli, oltre che di fertilizzanti e pesticidi ucraini, attraverso il Mar Nero. Lo sblocco della trattativa arriva dopo che ONU ed Unione Europea si sono impegnate a rimuovere i restanti ostacoli all'esportazione di beni agricoli e prodotti chimici (fertilizzanti, pesticidi ed ammoniaca) dalla Federazione Russa. Un compromesso inevitabile dopo gli episodi avvenuti a Sebastopoli che hanno inasprito i rapporti con la Russia (inizialmente ritiratasi dall'accordo) e la successiva trattativa di rientro. In quella occasione, Mosca ha dettato alcune condizioni per il prolungamento dell'intesa sul Mar Nero, fra le quali la rimozione delle difficoltà emerse nella commercializzazione dei suoi prodotti chimici: beni che non sono sottoposti a embargo o sanzione ma che venivano comunque penalizzati sui mercati internazionali. Il corridoio per i cereali era stato originariamente concepito per allontanare la prospettiva di una crisi alimentare su scala globale, alimentata da alcune distorsioni. Molti altri grandi produttori di

cereali non si sono resi disponibili a colmare l'assenza dei prodotti ucraini, per timore di rimanere senza risorse interne: è il caso dell'India, che aveva improvvisamente deciso di fermare le esportazioni della propria produzione agricola. Dall'avvio dell'iniziativa, ha reso noto l'ONU, sono stati esportati oltre 11 milioni di tonnellate di prodotti agricoli attraverso il corridoio marittimo e questo ha evitato tensioni alimentari, specie nei paesi in via di sviluppo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.11.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	548,0	0,6	0,6	0,6	9,9
Mais (\$ cent.)	659,5	4,1	-15,3	14,3	11,2
Frumento (\$ cent.)	799,3	3,7	-31,6	-5,5	3,7
Soia (\$ cent.)	1.436,8	-5,9	-15,7	12,8	8,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: variazioni minime sulle stime dei prodotti agricoli come conseguenza della stagione

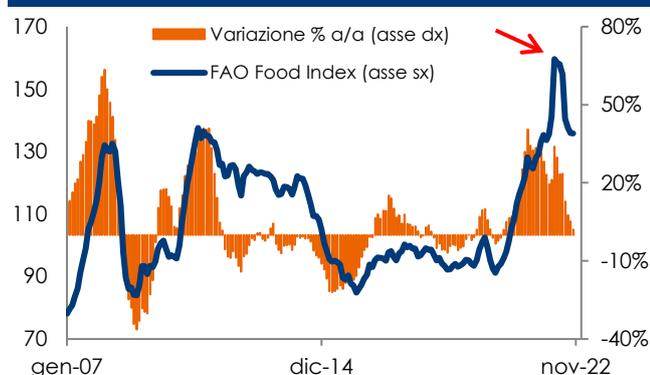
invernale. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha effettuato pochissime variazioni alle stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e a livello globale, in virtù della stagionalità invernale che vede il comparto agricolo a riposo nell'emisfero settentrionale. Variazioni limitate sui fondamentali significano piccoli cambiamenti nelle aspettative di prezzo: questo è il messaggio che emerge dall'ultimo report. L'USDA ha apportato solo lievi modifiche alle stime statunitensi relative al mais e alla soia per la stagione 2022/23: la resa per entrambe le colture è aumentata di 0,4 bushel per acro, dando seguito alla sequenza di revisioni dei rendimenti, di entità minima, iniziata con il rapporto di agosto. La maggiore produzione è stata in parte compensata dall'aumento dei consumi domestici stimati. I mangimi a base di mais e l'uso residuo (come farine miste) sono aumentati di 25 milioni di bushel mentre la trasformazione domestica di farina di soia è salita di 10 milioni di bushel. Il resto dell'aumento della produzione è stato destinato alle scorte finali. Il risultato netto di queste modeste variazioni è stato un leggero aumento del saldo complessivo tra domanda e offerta: +8,3% da +0,1% circa per il mais e +5,0% da +0,4% per la soia. I pochissimi cambiamenti rispetto al rapporto di ottobre hanno generato variazioni minime dei prezzi, che invece sono stati maggiormente influenzati dallo scenario macroeconomico. La probabile recessione economica globale e le politiche "zero Covid" adottate in Cina restano, a detta dell'USDA, i fattori maggiormente depressivi per le quotazioni delle derrate alimentari.

FAO: prezzi alimentari stabili a ottobre, salgono solo cereali.

L'indice FAO dei prezzi alimentari ha registrato una media di 135,9 punti nel mese di ottobre, leggermente al di sotto del livello di settembre (settimo calo consecutivo). Dopo il dato di ottobre, l'indice aggregato risulta in ribasso del 14,9% rispetto al massimo storico registrato a marzo 2022, mentre appare in rialzo di poco più del 2% rispetto al livello dell'ottobre 2021. Per quanto riguarda i sotto-indici, si registra un +3% per i prezzi dei cereali, con le quotazioni del grano che sono aumentate del 3,2%, a causa dell'incertezza sulla proroga dell'accordo sul Mar Nero (ora attuata) e per via della revisione al ribasso delle forniture dagli Stati Uniti. I prezzi dei cereali grezzi sono aumentati del 3,5%, con quelli del mais in ulteriore aumento a causa delle prospettive meno favorevoli sul raccolto negli Stati Uniti e nell'Unione Europea, unite alla siccità in Argentina e all'incertezza sulle esportazioni dall'Ucraina. I prezzi del riso sono infine aumentati dell'1%. Per quanto riguarda le quotazioni dell'olio vegetale, l'indice è sceso dell'1,6% a ottobre attestandosi di quasi il 20% al di sotto del livello dell'anno precedente. In calo dell'1,4% anche l'indice della carne e dello 0,6% quello dello zucchero.

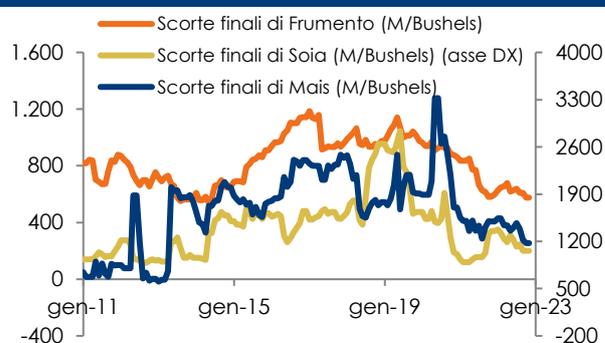
FAO: stime ancora riviste al ribasso per la produzione globale di cereali. Nell'ultimo report mensile di novembre della FAO sono state ancora riviste al ribasso le previsioni sulla produzione globale di cereali per il 2022: la stima indica ora 2.764 milioni di tonnellate, pari a -1,8% rispetto al risultato del 2021. La produzione mondiale di grano è ora attesa a 783,8 milioni di tonnellate nel 2022; si prevede che l'output mondiale di cereali grezzi scenderà del 2,8% a 1,467 miliardi di tonnellate. La produzione mondiale di riso è prevista a 512,6 milioni di tonnellate, in calo del 2,4% rispetto al massimo storico del 2021. Il consumo mondiale di cereali nel 2022/2023 dovrebbe ora scendere a 2,778 miliardi di tonnellate, lo 0,7% al di sotto del livello del 2021/22. Parimenti, si prevede che le scorte mondiali di cereali, alla fine della stagione nel 2023, si contrarranno del 2% scendendo a 841 milioni di tonnellate. Sulla base di queste previsioni, si stima che il rapporto tra stock di cereali e consumo scenderà al 29,4% nel 2022/23, dal 30,9% dell'anno precedente. Infine, il commercio mondiale di cereali nel 2022/23 registrerà una contrazione del 2,2%, pari a 469 milioni di tonnellate: i fattori che contribuiranno a questo scenario 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 agricole.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2022)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (ottobre 2022)

Outlook Moderatamente Positivo: la volatilità del mercato alimentare cala marginalmente dopo il rinnovo dell'accordo sul Mar Nero.

Il rinnovo dell'accordo per il trasporto dei cereali sul Mar Nero toglie un po' di pressione ai prezzi delle granaglie, consentendo alle quotazioni di consolidare. Sullo sfondo però non cambiano i fattori di base: conflitti, condizioni climatiche avverse, rincaro dei costi energetici, rafforzamento del dollaro statunitense (ora in marginale frenata) restano i temi chiave. La struttura dei mercati dei cereali rimane fortemente frammentata, con situazioni molto diversificate fra prodotti agricoli e aree geografiche di coltivazione e col peso delle tensioni geopolitiche che incombe, comunque, sullo scenario. Le scorte restano erose e, in molti casi, ci vorrà tempo per ricostituire: un aspetto che manterrà alta la pressione al rialzo sulle quotazioni. Alla luce di questo scenario, le nostre previsioni non cambiano e restano improntate a un moderato rialzo dei prezzi nel breve (ma non per la soia), nonostante lo spettro della recessione economica: confermiamo il nostro outlook Moderatamente Positivo. Permane il rischio che le soft commodity, proprio per la loro natura di consumo "voluttuario", in caso di ulteriore perdita di potere d'acquisto da parte dei consumatori rischino maggiormente una contrazione dei prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	659,5	685,0	675,0	685,0	650,0	600,0
Frumento (\$ cent.)	799,3	882,5	845,8	870,0	865,0	840,0
Soia (\$ cent.)	1.436,8	1.425,0	1.375,0	1.430,0	1.325,0	1.250,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 21.11.22	4° trim. 2022	1° trim. 2023	2° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	659,5	700	675	655	640	600
Frumento (\$ cent.)	799,3	900	880	870	865	850
Soia (\$ cent.)	1.436,8	1.425	1.375	1.360	1.350	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Confermiamo il quadro di fondo sulle materie prime coloniali già tratteggiato da alcuni mesi: le soft commodity restano le principali candidate a risentire maggiormente dello scenario di recessione che grava sull'economia globale, confermando la performance negativa da inizio anno (ad esclusione dello zucchero), a cui si aggiunge il deterioramento dello scenario futuro.

Cotone: focus sulla produzione indiana, in uno scenario recessivo. Le stime sulla produzione di cotone in India sono di 340,4 milioni di balle nella stagione 2022/23, che è iniziata il 1° ottobre, con un aumento del 12% rispetto a un anno fa, dopo che gli agricoltori indiani hanno ampliato l'area coltivabile. La produzione indiana di cotone per la stagione terminata il 30 settembre 2022 è invece scesa a 307,5 milioni di balle (contro i 360,13 milioni stimati all'inizio della stagione, nell'ottobre dello scorso anno). Secondo il rapporto WASDE di novembre, il commercio mondiale avrebbe subito un calo mensile (ottobre su settembre 2022) di quasi 1 milione di balle, con una riduzione delle importazioni da parte di Cina, Pakistan, Messico, Turchia e Vietnam. L'USDA ha abbassato le sue previsioni di esportazione dagli Stati Uniti di 100.000 balle a 12,5 milioni di balle, tagliando anche le stime di esportazione per Australia, Brasile, India, Benin, Costa d'Avorio, Grecia e Messico, mentre le scorte finali mondiali sarebbero aumentate di 3,1 milioni di balle. E' probabile che i prezzi del cotone si mantengano su livelli superiori agli attuali, nei prossimi trimestri, nonostante questo insieme di fattori negativi che controbilancerà la possibile pressione rialzista dovuta al calo del commercio globale.

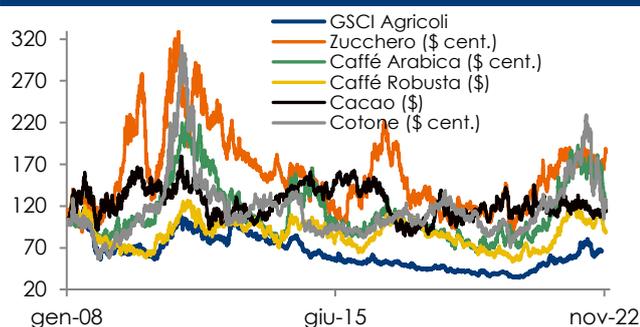
Zucchero: volatilità in aumento a causa delle incertezze sui mercati asiatici e del calo del petrolio. Le quotazioni dello zucchero sono apparse volatili nelle ultime settimane, a causa della continua preoccupazione per le forniture provenienti dall'Asia, dopo le recenti notizie secondo cui alcuni zuccherifici indiani non avrebbero rispettato i contratti di lavorazione, costringendo gli acquirenti a coprirsi comprando, a mercato, del prodotto già raffinato. Inoltre, l'Indian Sugar Mills Association ha affermato recentemente che la produzione di zucchero in India dal 1° ottobre al 15 novembre è diminuita del -4,3% a/a, paventando la possibilità di interruzioni nella produzione, mentre il Governo della Thailandia confermava il ritardo del raccolto di circa due settimane, aumentando l'incertezza sulle forniture alternative. A livello sistemico, le preoccupazioni sulla domanda globale di materie prime e il ribasso dei prezzi del greggio, inferiori addirittura a quelli dell'etanolo, potrebbero indurre gli zuccherifici brasiliani a dirottare la lavorazione della canna da zucchero più verso la produzione di dolcificante che di etanolo, aumentando così le forniture di zucchero raffinato. Per quanto concerne le stime sulla produzione brasiliana del prossimo anno, le attese sono per un aumento della lavorazione di canna da zucchero per un ammontare finale di 575 milioni di tonnellate, contro i 540 milioni di quest'anno. Prevista a 35 milioni di tonnellate la produzione di zucchero raffinato, a fronte dei 32,5 milioni di tonnellate di quest'anno. Recentemente l'International Sugar Organization (ISO) ha stimato che la produzione globale di zucchero nel 2022/23 salirà del +5,5% a/a fino a un massimo record di 182,1 milioni di tonnellate metriche (MMT). Inoltre, l'ISO ha previsto che il mercato globale dello zucchero 2022/23 rischia di essere in surplus di 6,2 MMT. Ancora una volta, in questa fase in cui i timori recessivi appaiono sempre più robusti, il rischio che i consumi di zucchero siano depressi si va ad aggiungere all'aumento della produzione stimata, rafforzando la nostra idea di una debole dinamica dei prezzi futuri.

Caffè: stime in crescita per la produzione di arabica in Brasile. Secondo una media delle stime di mercato, nel 2023 la produzione di caffè del Brasile potrebbe crescere dell'8%, raggiungendo i 68,5 milioni di sacchi, grazie al recupero della produttività delle piantagioni, dopo il raccolto contenuto di quest'anno. L'incremento della produzione riguarderà in particolare la varietà arabica, che rappresenta la maggior parte della coltivazione brasiliana, dopo il calo produttivo registrato e imputabile al clima avverso. Le esportazioni di caffè per l'anno prossimo dovrebbero attestarsi tra 42 e 43 milioni di sacchi, contro i circa 40 milioni del 2022, mentre il consumo interno nel 2023 potrebbe salire del 2%, ovvero circa 500.000 sacchi. Alla luce di questo possibile scenario

per il Brasile, confermiamo la nostra previsione di costante tensione rialzista su tutto l'orizzonte temporale per entrambe le qualità di caffè.

Cacao: il report dell'ICCO di ottobre tratteggia un quadro di grande incertezza. L'International Cocoa Organization (ICCO), nel suo report di ottobre, sottolinea una serie di incertezze sul mercato del cacao, sia dal lato dell'offerta che da quello della domanda. In Costa d'Avorio, le inondazioni avrebbero limitato il trasporto delle fave di cacao durante le prime settimane della stagione 2022/23 nei porti di esportazione del paese. I volumi cumulati degli arrivi di fave di cacao in Costa d'Avorio sono stati di 348.000 tonnellate, in calo del 23% a/a rispetto alle 452.000 tonnellate registrate durante il corrispondente periodo della stagione precedente. Se le piogge torrenziali dovessero persistere, sarebbe probabile una riduzione delle rese di cacao, poiché l'erosione dei terreni li impoverirà di nutrienti naturali, in una fase in cui l'aumento dei prezzi dei fertilizzanti ne limita l'utilizzo. In Ghana non sono ancora disponibili nuovi dati sul livello dei volumi di fave di cacao per la stagione 2022/23, ma è probabile che si registri un drastico taglio della produzione rispetto alla scorsa stagione, dovuto ai danni della diffusione del "virus del germoglio del cacao" (CSSVD) e al ridotto uso di fertilizzanti a causa dei costi elevati. Dal lato della domanda, l'ICCO segnala come da tutte e tre le grandi macroaree di consumo del cacao - Nord America, Europa e Sud Est Asiatico - arrivino segnali di rallentamento. La causa va ricercata nel negativo mix di fattori macroeconomici: inflazione elevata, tassi di interesse in crescita, timori di recessione e aumenti dei costi energetici. 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 un più pronunciato calo dei consumi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.11.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	548,0	0,6	0,6	0,6	9,9
Cotone	81,2	-31,2	-43,0	-31,1	-27,9
Cacao	2.387,0	1,1	-1,7	-4,3	-5,3
Zucchero	19,9	9,8	-0,5	-0,7	5,2
Caffè (arabica)	157,5	-27,1	-27,0	-32,5	-30,3
Caffè (robusta)	1.838,0	-17,4	-10,5	-19,0	-26,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.11.22	2022	2023	2023	2023	2024
Cotone	81,2	107,8	113,3	118,7	104,5	90,0
Cacao	2.387,0	2.340	2.250	2.250	2.300	2.280
Zucchero	19,9	18,3	17,9	18,0	17,5	16,5
Caffè (arabica)	157,5	215,0	210,0	210,0	190,0	180,0
Caffè (robusta)	1.838,0	2.025	1.988	1.913	1.850	1.770

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.11.22	2022	2023	2023	2023	2024
Cotone	81,2	95	94	93	92	87
Cacao	2.387,0	2.250	2.200	2.250	2.250	2.280
Zucchero	19,9	18,0	17,8	17,5	17,4	16,2
Caffè (arabica)	157,5	220	210	200	195	180
Caffè (robusta)	1.838,0	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 25.10.2022.

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 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.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