

Focus

Il settore orafa italiano nel primo semestre 2022

Nel primo semestre del 2022, in un contesto di estrema volatilità e incertezza, con una domanda mondiale di gioielli in oro sostanzialmente stabile (-2,2% rispetto al primo semestre 2021), il settore orafa italiano conferma l'elevata competitività sui mercati internazionali con una crescita rispetto al primo semestre 2021 del +39,7% in valori e del 16,3% in quantità e con un superamento dei livelli pre-crisi del 40%.

Materie prime: rischi di recessione

Negli ultimi mesi del 2022 potrebbero persistere pressioni al ribasso su gran parte delle materie prime, alimentate da rallentamento economico, inflazione, politiche monetarie restrittive e dollaro forte. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, dati i rischi geopolitici e la scarsità sui mercati fisici. Nel corso del prossimo anno, il quadro macroeconomico potrebbe diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Infatti, quando si affievoliranno le preoccupazioni per i rischi di recessione, gli operatori di mercato potrebbero rapidamente spostare la loro attenzione su mercati fisici sempre più tesi, soprattutto per i metalli non ferrosi.

Metalli preziosi: le politiche monetarie spingono l'oro

Il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale e una persistente inflazione potrebbe giustificare ulteriori significativi aumenti dei tassi di interesse.

Ottobre 2022

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

Stefania Trenti

Economista – Industry

Sara Giusti

Economista - Industry

Daniela Corsini, CFA

Economista - Materie Prime

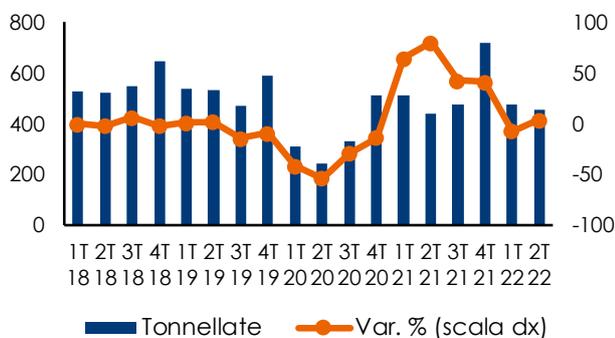
Il settore orafa italiano nel primo semestre 2022

La domanda mondiale di gioielli in oro, dopo il calo del primo trimestre (-7,3%) segna un'inversione di tendenza (+3,7%) che riduce la variazione complessiva al -2,2% e si attesta a oltre 900 tonnellate. Il settore orafa italiano, pur in presenza di una domanda mondiale sostanzialmente stabile, continua a mostrare una buona dinamica negli scambi internazionali: le esportazioni hanno registrato, rispetto al primo semestre 2021, una crescita pari a circa il 40% in valore e il 17% in quantità. Il primo mercato di destinazione è quello americano con 550 milioni di euro, in crescita del +26% rispetto al periodo gennaio-giugno 2021.

Stefania Trenti
Sara Giusti

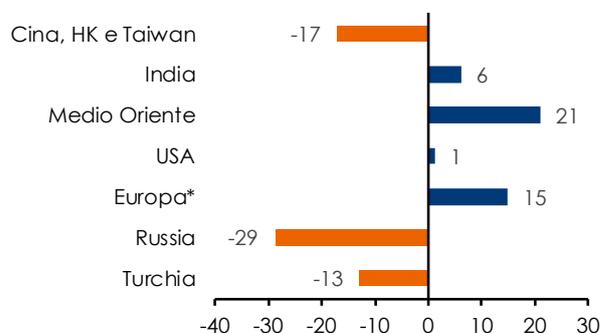
La domanda mondiale di gioielli in oro, dopo aver registrato un calo tendenziale nel primo trimestre 2022 (-7,3%), ha mostrato un'inversione di tendenza con una crescita nel secondo trimestre del +3,7% che ha ridotto il divario con l'anno precedente complessivamente al -2,2% (Fig. 1). Il valore del periodo non ha ancora recuperato il livello medio che si registrava negli anni precedenti la pandemia (nel triennio 2017-19 il valore medio è stato pari a 550 tonnellate a trimestre) influenzato ancora dalle restrizioni in Cina e dalle spinte inflazionistiche. Il mercato cinese è stato condizionato dalle limitazioni imposte per il contenimento della pandemia che insieme alla decelerazione della crescita del reddito hanno determinato riduzioni nei consumi con una domanda di gioielli in oro che si è ridotta del -17,5% rispetto all'anno precedente. Segnali positivi invece si sono registrati in India con una crescita del 6,2% rispetto al primo semestre 2021, sostenuta dalle vendite per matrimoni e per il festival di primavera di Akshaya Tritiya che quest'anno si è tenuto a inizio maggio e che ha beneficiato di una correzione nel prezzo dell'oro dai massimi di aprile. Particolarmente positive anche le variazioni in Medio Oriente (+21%) che hanno determinato un pieno recupero dei livelli pre-Covid (+3,5% rispetto al primo semestre 2019) e in Europa (+15%) grazie agli allentamenti delle misure restrittive legate alla pandemia, ma con un raffreddamento nel secondo trimestre per gli effetti del conflitto russo-ucraino e degli impatti dell'elevata inflazione sui redditi e sulla propensione al consumo (Fig. 2).

Fig. 1 – Domanda mondiale di gioielli in oro (livelli in tonnellate e variazione % tendenziale)



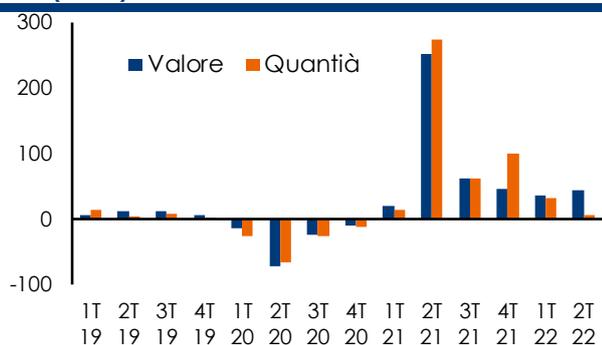
Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

Fig. 2 – Domanda di gioielli in oro: andamento primo semestre 2022 verso 2021 (variazione % su dati in tonnellate)

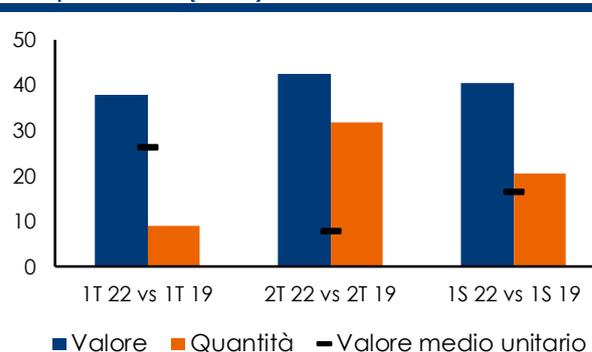


Nota: (*) Al netto della Russia. I paesi sono esposti in ordine decrescente per valore della domanda nel 2021. Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

Pur in un contesto di estrema volatilità e incertezza, il settore orafa italiano ha continuato a mostrare una buona dinamica sui mercati internazionali, nel primo semestre 2022 ha realizzato 4 miliardi di esportazioni con un incremento del 39,7% in valore e del 16,3% in quantità. Anche nel confronto con il 2019 il settore mostra il pieno recupero dei livelli con una crescita in valore del 40,3% e del 20,4% in quantità (Fig. 4).

Fig. 3 – Evoluzione trimestrale delle esportazioni italiane di gioielli in oro* (var. %)

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

Fig. 4 – Andamento delle esportazioni italiane di gioielli in oro* nel 2022 rispetto al 2019 (var. %)

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

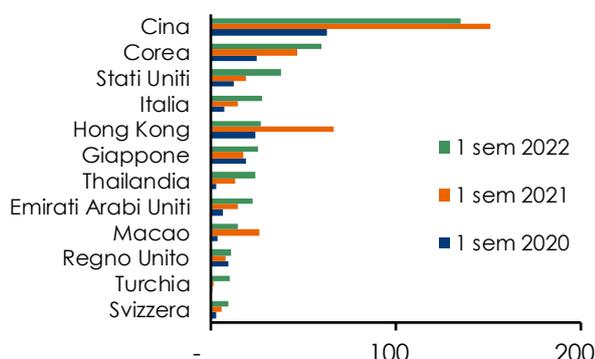
Dal punto di vista dei mercati, per effetto anche del rafforzamento del dollaro e di un cambio favorevole alle esportazioni, con 550 milioni di euro gli Stati Uniti si confermano il primo mercato di sbocco, in crescita del 26,2% in valore, ma in contrazione del -9,3% in quantità, con un incremento del valore medio unitario del 39,2%. In crescita anche le esportazioni verso gli Emirati Arabi Uniti (+25% in valore e +90% in quantità) e verso la Svizzera (+39,0% in valore e +28,4% in quantità). Da rilevare, inoltre, il forte incremento delle vendite in Francia, mercato di riferimento delle grandi maison del lusso, che sono più che raddoppiate in valore (+133,1%) e che portano il peso di questo mercato nel primo semestre all'11%, rispetto all'8,9% del 2021. (Tab. 1)

Tab. 1 - Evoluzione delle esportazioni italiane di gioielli in oro* nei principali mercati di sbocco (milioni di euro; variazioni %; tonnellate)

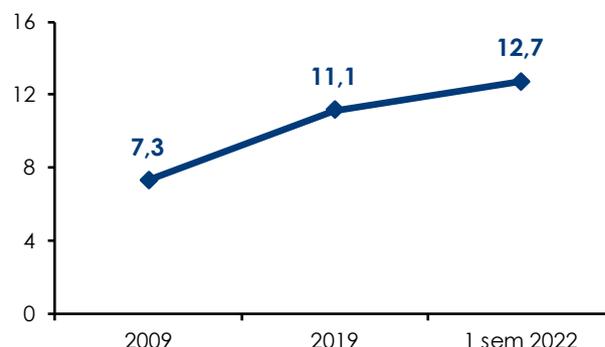
	Valori				Quantità				Valore Medio Unitario
	2021 (milioni)	Peso %	1 sem 2022	Var. % vs 2021	2021 (tonn.)	Peso %	1 sem 2022	Var. % vs 2021	Var. % vs 2021
Totale	6.647	100,0	4.062	39,7	252,1	100,0	118,8	16,3	20,1
Stati Uniti	1.005	15,1	550	26,2	66,7	26,5	16,8	-9,3	39,2
Emirati Arabi Uniti	901	13,6	544	25,0	21,7	8,6	11,7	9,0	14,7
Svizzera	759	11,4	462	39,0	10,3	4,1	6,6	28,4	8,3
Francia	590	8,9	450	133,1	13,6	5,4	8,6	58,1	47,4
Irlanda	476	7,2	262	7,3	10,4	4,1	3,5	4,7	2,5
Hong Kong	407	6,1	209	0,2	11,3	4,5	5,0	-14,7	17,5
Turchia	344	5,2	215	40,8	10,2	4,0	5,6	26,7	11,1
Sud Africa	309	4,7	188	20,3	11,0	4,4	5,7	2,6	17,3
Repubblica dominicana	140	2,1	78	37,0	5,2	2,1	2,6	16,4	17,7
Germania	134	2,0	90	96,4	24,7	9,8	15,9	18,7	65,5
Regno Unito	127	1,9	69	73,8	6,8	2,7	2,6	23,0	41,3
Messico	104	1,6	74	67,9	4,2	1,7	2,6	51,6	10,8

Nota: (*) Codice 711319. I paesi sono in ordine decrescente per valori di esportazioni nel 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

In considerazione della recente evoluzione, merita un approfondimento il mercato irlandese e l'evoluzione del posizionamento italiano nel mercato americano. È interessante analizzare come si siano sviluppate le esportazioni dal mercato irlandese che ha assunto il ruolo di hub logistico: nel primo semestre 2019 erano pari a 13,8 milioni di euro e sono passate a 236 milioni di euro nel 2020 e a oltre 500 milioni nel primo semestre dell'anno in corso. I principali mercati di sbocco sono i paesi asiatici, primo fra tutti la Cina che rappresenta il 27% delle esportazioni (+70 milioni rispetto al 2020) e la Corea con il 12% che ha più che raddoppiato il valore del 2020 (Fig. 5). Per contestualizzare i risultati delle vendite nel mercato americano, è stata ricostruita l'andamento della quota di mercato dell'Italia sulle importazioni di gioielleria in oro degli Stati Uniti: è significativo osservare come l'incremento di vendite si sia tradotto anche in un rafforzamento in relazione agli altri paesi concorrenti; in particolare, l'inserimento italiano è passato dal 7,3% del 2019 al 12,7% del primo semestre 2022, a dimostrazione dell'elevata competitività del settore (Fig. 6).

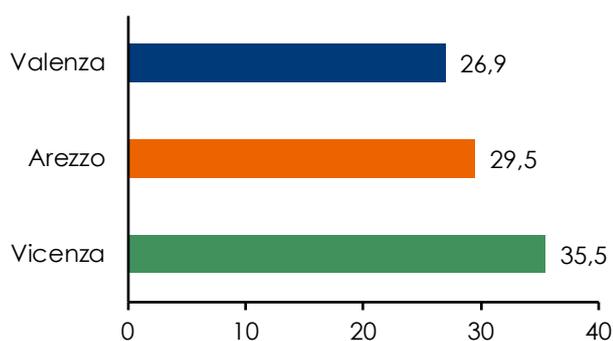
Fig. 5 – Irlanda: evoluzione delle esportazioni di gioielleria e bigiotteria* (milioni di euro)

Nota: (*) Codice HS 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

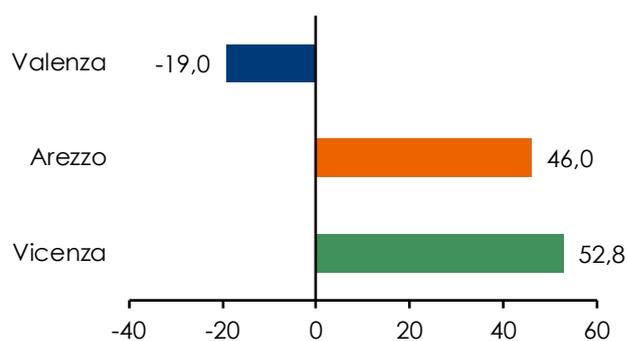
Fig. 6 – Evoluzione della quota di mercato italiana sulle importazioni di gioielleria in oro* negli Stati Uniti (%)

Nota: (*) Codice HS 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati US Census

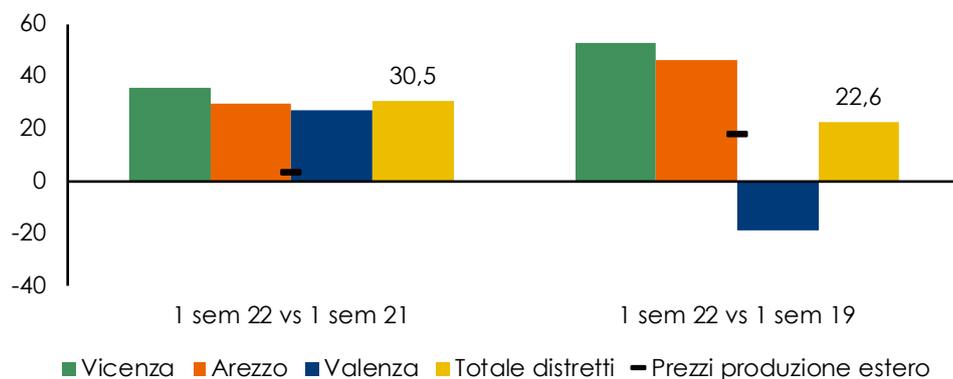
Dal punto di vista delle specializzazioni distrettuali, il primo semestre 2022 ha mostrato una crescita delle esportazioni diffusa a tutti e tre i distretti monitorati con tassi intorno al 30% (Fig. 7), mentre nel confronto con il periodo pre-crisi il distretto di Arezzo e Vicenza conferma il pieno superamento dei valori del 2019 con una crescita rispettivamente del 46,0% e del 52,8% solo in parte giustificata dalla crescita dei prezzi alla produzione estera che è stata pari al 18%. Il distretto di Valenza, mostra invece, ancora un ritardo rispetto al primo semestre 2019 con un calo del -19,0%; questo risultato può essere condizionato più che per gli altri due distretti dal ruolo e dalle policy di prezzo attuate dalle multinazionali che non sono di facile interpretazione da una lettura dei risultati in valore e che possono quindi sottostimare l'effettiva ripresa (il dato a livello territoriale non è disponibile in quantità) (Fig. 8). Complessivamente i distretti hanno realizzato 3,5 miliardi di euro di esportazioni, con un incremento del 22,6% rispetto al primo semestre 2019 (Fig. 9)

Fig. 7 – Evoluzione delle esportazioni nel primo semestre 2022 di gioielleria e bigiotteria* (var. % con il corrispondente periodo dell'anno precedente a prezzi correnti)

Nota: (*) Codice Ateco 3.21. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 8 – Evoluzione delle esportazioni nel primo semestre 2022 di gioielleria e bigiotteria* a confronto con il periodo pre-Covid (var. % a prezzi correnti)

Nota: (*) Codice Ateco 3.21. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Fig. 9 – Esportazioni del distretto oro di Vicenza (milioni di euro; variazioni % tendenziali)

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto oro di Vicenza ha superato il miliardo di euro di esportazioni nel primo semestre 2022 con una crescita tendenziale del 35,5% grazie al buon andamento nel mercato americano (+22,6%) che si conferma il primo mercato di sbocco, ma anche grazie al rafforzamento della crescita negli Emirati Arabi Uniti che è passata dal +49,1% nel primo trimestre al +63,2% nel periodo aprile-giugno. Si segnala, inoltre, il rafforzamento delle vendite in Sudafrica che continuano a crescere a tassi vicini al 30% dopo il risultato significativo del 2021, quando avevano incrementato del 77,6% i valori del periodo pre-crisi. Nei principali mercati di sbocco non si segnalano nel semestre variazioni tendenziali negative (Tab. 2).

Tab. 2 – Esportazioni del distretto oro di Vicenza (milioni di euro; variazioni % tendenziali)

	2021				1° semestre 2022		2022: andamento trimestrale	
	2021 (milioni)	Peso %	Var. % vs 2020	Var. % vs 2019	Milioni di euro	Var. % vs 1° sem. 2021	Var. % 1° trim 2022	Var. % 2° trim 2022
Totale	1.712,8	100,0	57,1	23,5	1.041,9	35,5	38,4	32,9
Stati Uniti	469,8	27,4	74,1	81,0	250,1	22,6	28,9	17,3
Emirati Arabi Uniti	207,6	12,1	101,3	9,6	152,6	56,9	49,1	63,2
Sudafrica	118,5	6,9	50,9	77,6	76,3	29,2	29,6	28,9
Hong Kong	84,0	4,9	32,3	-46,5	50,3	26,6	35,4	17,9
Romania	74,5	4,4	40,0	13,4	43,9	7,4	4,2	10,7
Regno Unito	57,7	3,4	48,2	39,2	29,1	43,2	68,8	25,3
Malaysia	57,5	3,4	75,9	242,0	42,8	12,6	11,9	13,4
Francia	52,3	3,1	14,4	12,9	31,4	33,4	37,8	28,8
Turchia	46,4	2,7	61,2	20,5	34,5	83,2	58,7	106,2
Messico	45,6	2,7	176,6	47,5	32,1	61,3	95,3	37,6
Germania	45,0	2,6	9,3	11,9	31,3	99,6	86,8	110,8
Svizzera	43,8	2,6	-3,3	-8,9	22,7	8,0	15,1	3,2
Canada	28,1	1,6	56,2	11,2	16,7	65,2	58,6	70,2
Australia	27,9	1,6	11,8	38,2	16,8	26,3	36,0	20,1
Polonia	25,2	1,5	19,7	19,2	13,1	6,5	-10,1	24,9
Israele	22,8	1,3	16,1	6,3	10,4	0,2	54,4	-28,9
Thailandia	22,2	1,3	46,1	16,5	12,3	18,0	41,6	-2,2

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Si conferma il trend positivo per il distretto oro di Arezzo con una variazione tendenziale nel trimestre intorno al 30%. Nel primo semestre 2022 le esportazioni sono state superiori a 1,5 miliardi di euro, con una crescita complessiva del 29,5%. Si rileva in particolare l'inversione di tendenza nelle esportazioni verso gli Emirati Arabi Uniti che, dopo un leggero calo nel primo trimestre (-2,0%) segnano un incremento del 32,3% che confermano il ruolo di primo mercato di riferimento

per l'export del distretto toscano. Si segnalano, inoltre, i buoni risultati negli Stati Uniti (+16,8%), in Turchia (+38,4%) e in Francia (+60,9%) che nel primo semestre supera Hong Kong per valore di esportazioni e si posiziona come quarto mercato di sbocco. Da sottolineare anche il rilevante flusso di export verso l'Algeria che si attesta a 53 milioni di euro (era pari a circa 2 milioni nel primo semestre 2021), per effetto dei provvedimenti legislativi adottati dal mercato nordafricano che a fine 2021 ha semplificato le modalità di regolamento e ha quindi riaperto un'operatività che era stata precedentemente penalizzata (Tab. 3)

Tab. 3 – Esportazioni del distretto oro di Arezzo (milioni di euro; variazioni % tendenziali)

	2021				1° semestre 2022		2022: andamento trimestrale	
	2021	Peso	Var. %	Var. %	Milioni	Var. % vs	Var. %	Var. %
	(milioni)	%	vs 2020	vs 2019	di euro	1° sem. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022
Totale	2.635,6	100,0	73,5	23,5	1.552,6	29,5	31,1	28,1
Emirati Arabi Uniti	653,5	24,8	117,3	16,4	375,4	15,3	-2,0	32,3
Stati Uniti	375,0	14,2	80,8	83,2	188,6	16,8	26,6	8,9
Turchia	270,1	10,2	103,6	35,9	167,9	38,4	47,2	29,9
Hong Kong	201,6	7,6	30,0	-32,4	104,0	2,7	12,6	-5,5
Francia	169,8	6,4	22,2	21,8	117,2	60,9	44,6	80,1
Sudafrica	125,0	4,7	97,8	590,2	73,6	22,3	49,5	2,9
Repubblica Dominicana	114,5	4,3	75,6	28,6	57,5	4,7	37,6	-18,1
Panama	63,5	2,4	200,3	1,0	48,6	69,8	67,6	72,1
Spagna	62,3	2,4	70,9	15,1	43,0	55,1	69,7	43,0
Germania	48,9	1,9	3,4	8,3	31,8	70,2	89,6	52,5
Canada	46,1	1,8	34,9	5,7	21,5	26,2	8,3	41,1
Regno Unito	43,8	1,7	25,3	20,3	21,3	42,8	58,8	31,9
Giordania	39,5	1,5	295,7	60,0	27,0	38,2	79,8	12,6
Algeria	26,9	1,0	NS	NS	53,4	NS	NS	NS

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto oro di Valenza Po registra un rimbalzo importante nel secondo trimestre 2022 (+44,5%) che porta le esportazioni complessive nel periodo gennaio-giugno a circa 890 milioni di euro, in crescita del 26,9%, anche se non è sufficiente a recuperare i livelli pre-crisi che nel 2019 si attestavano a più di un miliardo di euro (-19,0%). Tra i principali mercati di riferimento si può cogliere il legame del distretto con importanti operatori del lusso, visibile nel ruolo acquisito dall'Irlanda, primo mercato con circa 260 milioni di euro (nel 2019 rappresentavano poco più del 4%) e dal rafforzamento delle vendite in Francia, che sono raddoppiate rispetto al 2021, ma ancora lontane dai valori del 2019 (322 milioni di euro; -43,1%); se considerassimo la somma di questi due mercati potremmo rilevare una crescita del 37% rispetto al primo semestre 2019. In calo le esportazioni verso Hong Kong (-24,6%), anche se nel secondo trimestre si è registrata un'inversione di tendenza con una variazione tendenziale che è passata dal -62,3% nel primo trimestre al +51,0% nel periodo aprile-giugno (Tab. 4).

Tab. 4 – Esportazioni del distretto oro di Valenza Po (milioni di euro; variazioni % tendenziali)

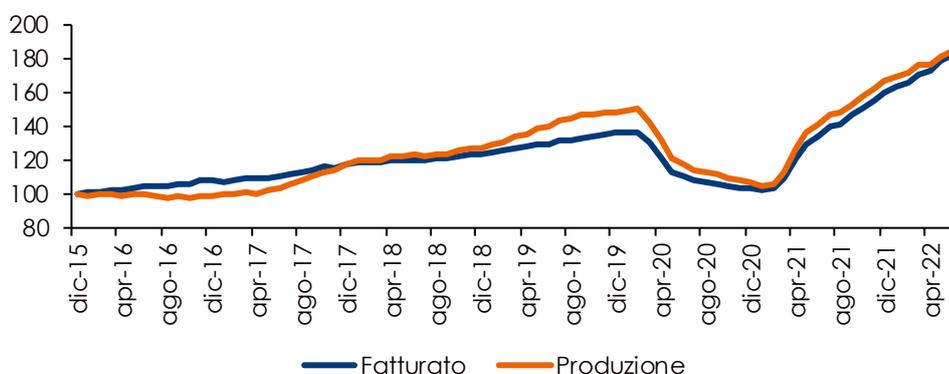
	2021				1° semestre 2022		2022: andamento trimestrale	
	2021 (milioni)	Peso %	Var. % vs 2020	Var. % vs 2019	Milioni di euro vs 1° sem 2021	Var. %	Var. % 1° trim 2022	Var. % 2° trim 2022
Totale	1.445,5	100,0	24,0	-30,6	888,6	26,9	8,5	44,5
Irlanda	481,7	33,3	61,2	434,4	258,3	3,4	9,6	-2,1
Hong Kong	183,6	12,7	54,2	9,1	75,0	-24,6	-62,3	51,0
Stati Uniti	154,7	10,7	50,0	-33,1	83,0	13,5	-9,8	29,0
Francia	154,1	10,7	-32,4	-69,1	183,5	147,7	63,1	217,1
Svizzera	137,0	9,5	-21,3	-80,7	83,8	19,8	17,3	22,2
Cina	39,3	2,7	384,9	ns	6,4	-52,1	-60,5	-40,4
Giappone	29,0	2,0	-12,9	4,8	13,5	46,2	65,1	32,2
Emirati Arabi Uniti	23,3	1,6	67,7	3,2	11,6	27,0	57,5	2,6
Germania	22,8	1,6	17,0	-30,7	20,5	92,1	215,7	60,5
Regno Unito	20,5	1,4	-58,0	-75,6	19,2	249,9	477,4	146,1
Repubblica di Corea	20,3	1,4	129,2	98,5	21,7	87,1	57,9	129,5
Federazione russa	19,4	1,3	63,4	-8,7	3,6	-57,0	-19,0	-100,0
Spagna	16,4	1,1	27,6	-56,3	13,2	105,1	198,8	60,7
Israele	16,3	1,1	76,8	176,3	2,6	-70,7	-58,1	-82,7
Taiwan	14,8	1,0	204,7	124,1	12,4	199,1	367,2	157,7

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Gli indici di fatturato e produzione confermano la buona tenuta del settore: nella media del primo semestre 2022 il fatturato ha mostrato incrementi del 32% rispetto all'anno precedente e del 41,5% rispetto al periodo pre-crisi, confermata anche dalla crescita della produzione che si attesta al +22,7% nel confronto con il 2021 e al superamento dei valori pre-crisi del 29,0% (Fig. 10).

Fig. 10 – Evoluzione di produzione e fatturato del settore gioielleria e bigiotteria (medie mobili a 12 mesi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

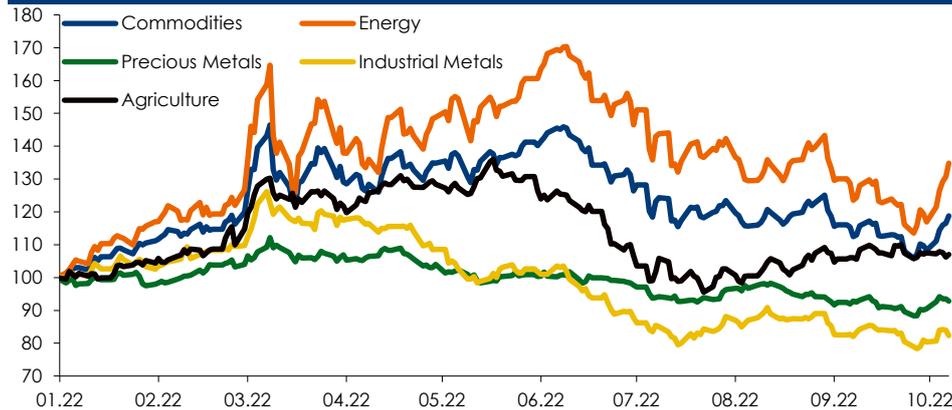
Dopo un primo trimestre che ha mostrato una ripresa robusta, anche superiore alle attese, le prospettive per l'evoluzione del contesto competitivo sono fortemente condizionate dalle tensioni geopolitiche, dal surriscaldamento dei prezzi e dai timori per le forniture energetiche oltre al rallentamento della domanda globale. Sarà necessario tutelare e preservare la solidità economica e l'elevata competitività del settore accelerando gli interventi volti all'efficiamento dei processi produttivi e distributivi.

Materie prime: rischi di recessione

Negli ultimi mesi del 2022 potrebbero persistere pressioni al ribasso su gran parte delle materie prime, alimentate da rallentamento economico, inflazione, politiche monetarie restrittive e dollaro forte. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, dati i rischi geopolitici e la scarsità sui mercati fisici. Nel corso del prossimo anno, il quadro macroeconomico potrebbe diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Infatti, quando si affievoliranno le preoccupazioni per i rischi di recessione, gli operatori di mercato potrebbero rapidamente spostare la loro attenzione su mercati fisici sempre più tesi, soprattutto per i metalli non ferrosi.

Daniela Corsini

Rendimenti da inizio anno dei principali comparti di materie prime (Dic. 2021 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nell'estate del 2022, le quotazioni della maggior parte delle materie prime sono diminuite a causa di un significativo deterioramento del ciclo macroeconomico. Infatti, i prezzi di greggio, metalli industriali, preziosi e merci agricole sono scesi dai picchi registrati dopo l'invasione russa dell'Ucraina perché le preoccupazioni degli operatori di mercato si sono spostate dalla scarsità di offerta ai rischi di recessione.

Nella maggior parte dei Paesi sviluppati, le pressioni inflazionistiche causate dall'impennata dei prezzi dell'energia sono salite ai massimi da vari decenni, costringendo le principali banche centrali a intervenire ed attuare un aggressivo *tightening* di politica monetaria.

In tale contesto, prezzi dell'energia persistentemente alti, accompagnati da un consistente incremento dei tassi di interesse, aumentano il rischio di un forte rallentamento economico o di una recessione nella maggior parte dei Paesi consumatori di materie prime. Ovviamente, ciò porta a rivedere al ribasso le stime sulla domanda globale di materie prime ed esercita pressioni negative sulla maggior parte dei prezzi delle commodity.

In aggiunta, poiché la Federal Reserve sta guidando la stretta monetaria globale, il dollaro americano si è notevolmente apprezzato negli ultimi mesi e la correlazione tradizionalmente negativa tra valuta statunitense e prezzi delle materie prime ha innescato correzioni delle quotazioni di molte commodity, particolarmente rilevanti per i metalli preziosi.

Inoltre, negli ultimi mesi anche la domanda di materie prime da parte della Cina si è rivelata più debole del previsto a causa di tre fattori principali:

- la politica zero-Covid ha portato a nuovi lockdown, seppur più mirati, e a restrizioni di movimento in diverse aree;
- condizioni meteorologiche avverse, tra cui siccità e inondazioni senza precedenti, hanno rallentato la produzione manifatturiera in tutto il Paese;
- la crisi del settore immobiliare cinese si è aggravata, spingendo i cittadini a boicottare i pagamenti dei mutui e le Autorità ad intervenire per evitare insolvenze e riavviare i progetti sospesi.

Previsioni di base: cosa ci aspettiamo per il 4° trimestre 2022 e per il 2023?

Nei restanti mesi del 2022, la maggior parte delle materie prime cicliche dovrebbe subire pressioni al ribasso, alimentate dal rallentamento dell'economia globale, da un picco dell'inflazione, da una stretta monetaria aggressiva e da un forte dollaro statunitense. L'unica eccezione potrebbe essere il gas naturale, perché la scarsità sui mercati fisici e i rischi geopolitici rimarranno probabilmente così gravi che i prezzi potrebbero facilmente balzare a nuovi massimi storici in caso di avverse condizioni meteorologiche o di ulteriori interruzioni dell'offerta.

In seguito, il quadro macroeconomico potrebbe migliorare nel corso del prossimo anno e diventare più favorevole ai prezzi delle materie prime. Nel 2023, infatti, la maggior parte delle economie dovrebbe riprendere un percorso positivo di crescita economica, l'inflazione dovrebbe diminuire rispetto al picco del 2022, il dollaro americano potrebbe indebolirsi e nella prima metà dell'anno le principali banche centrali, tra cui la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea, potrebbero passare da un'aggressiva politica monetaria restrittiva alla stabilizzazione dei tassi di interesse, anche se questi ultimi rimarranno elevati. Un nuovo ciclo di allentamento delle politiche monetarie potrebbe iniziare ad essere incorporato nelle aspettative degli operatori di mercato nel 2° semestre 2023 e poi attuato nel 2024.

In Cina, gli sforzi delle Autorità volti a stimolare l'economia e a rilanciare il settore immobiliare potrebbero sostenere la produzione industriale e la domanda di materie prime. Si spera che l'affievolirsi delle preoccupazioni relative all'epidemia di coronavirus possa favorire ulteriormente i consumi grazie alla rimozione delle restrizioni ai viaggi.

Pertanto, da un lato dell'equazione domanda-offerta, il consumo globale di materie prime cicliche (metalli industriali, elettricità e combustibili fossili) potrebbe rivelarsi robusto. Dall'altro lato dell'equazione, la produzione mondiale di diverse materie prime è limitata nel breve termine dopo anni di bassi investimenti.

Secondo le nostre stime, quando le preoccupazioni per i rischi di recessione si affievoliranno, gli operatori di mercato potrebbero spostare rapidamente la loro attenzione sulla veloce diminuzione delle scorte, soprattutto per i metalli non ferrosi, la cui domanda dovrebbe crescere speditamente, trainata dalla transizione energetica. Pertanto, il prezzo dei **battery metals** (ovvero i metalli impiegati nella costruzione di batterie elettriche) e della maggior parte dei **metalli industriali** potrebbe aumentare velocemente nella seconda metà del 2023 e nel 2024, grazie all'attesa accelerazione di trend strutturali, quali elettrificazione e decarbonizzazione, e ai relativi investimenti per espandere la produzione di energia rinnovabile e l'industria dell'idrogeno, migliorare le interconnessioni tra i sistemi energetici e sviluppare le reti elettriche.

Come i metalli industriali, anche i **metalli preziosi** potrebbero perdere ulteriore terreno nei prossimi mesi a causa del rafforzamento del dollaro statunitense e dei deflussi dagli ETF aventi oro come sottostante, dovuti all'aumento del costo-opportunità di detenere attività non fruttifere durante una stretta monetaria aggressiva. Tuttavia, i rischi geopolitici, la domanda di coperture contro l'inflazione e gli sforzi delle banche centrali dei Paesi emergenti per dedollarizzare e diversificare le proprie riserve potrebbero fornire un sostegno ai prezzi dei metalli preziosi nel 2023.

I prezzi **del greggio e dei prodotti petroliferi** potrebbero rimanere ben sostenuti grazie alla posizione proattiva dell'OPEC+ e al progressivo declino delle forniture russe, soprattutto se sanzioni e divieti commerciali proposti dall'Occidente saranno efficacemente applicati. I premi per il rischio geopolitico potrebbero aumentare ulteriormente se l'elevata inflazione e la scarsa sicurezza delle forniture di derrate alimentari minacciassero la stabilità politica di importanti Paesi produttori di petrolio, soprattutto in Medio Oriente. Inoltre, la prevista transizione energetica e l'inasprimento degli standard ESG dovrebbero scoraggiare nuovi investimenti in capacità di estrazione di combustibili fossili. Ciò dovrebbe aumentare il rischio che si verifichino frequenti deficit di greggio nel prossimo decennio, ma anche accelerare gli investimenti nella transizione verde.

I prezzi di **gas naturale ed elettricità in Europa** sono meno influenzati dal quadro macroeconomico globale e per lo più guidati da un deficit significativo sui mercati fisici a fronte di rischi geopolitici senza precedenti. Ovviamente, l'andamento dei prezzi dipende strettamente dall'esito della guerra in Ucraina e dalle sanzioni e contro-sanzioni applicate dai Paesi occidentali e dalla Russia. Nel nostro scenario di base, ipotizziamo che lo status quo persisterà nei prossimi anni: i volumi estremamente bassi di esportazioni russe verso l'Europa si ridurranno ulteriormente e l'Europa continuerà a sostituire i flussi dei gasdotti russi con le forniture di GNL dagli Stati Uniti. Tuttavia, Commissione Europea e Stati membri stanno impegnandosi per limitare l'impatto negativo della crisi energetica, ridurre i consumi di gas e di energia e ripristinare il corretto funzionamento dei mercati energetici. Pertanto, prevediamo che, dopo nuovi possibili picchi in inverno, i prezzi potrebbero moderarsi nel 2023.

Nel 3° trimestre, i prezzi della maggior parte dei **prodotti agricoli** sono diminuiti grazie a un allentamento dei problemi di approvvigionamento. Purtroppo, nei prossimi mesi sono però destinate a persistere varie condizioni avverse, fra le quali sottolineiamo gli elevati prezzi di energia e fertilizzanti, l'estensione per il terzo anno consecutivo del fenomeno meteorologico de La Niña e le ormai strutturali minacce relative a cambiamento climatico e anomalie meteorologiche.

Prezzo dell'oro in dollari per oncia e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



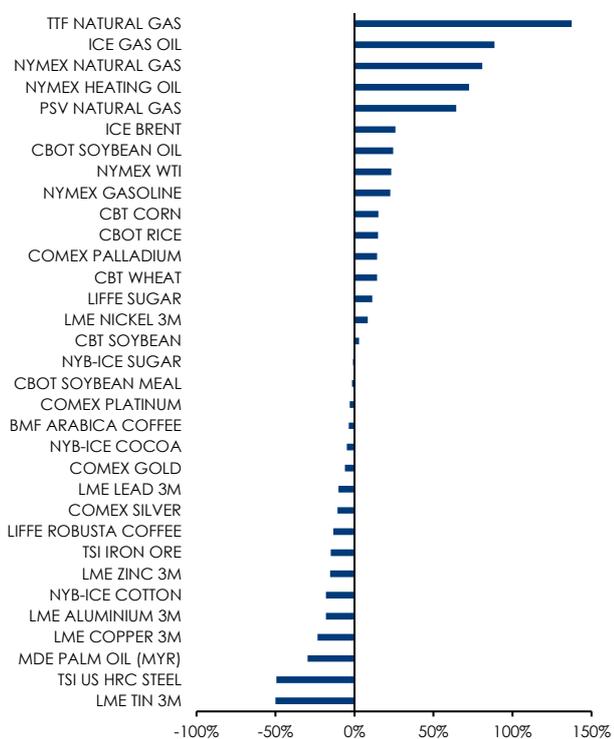
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



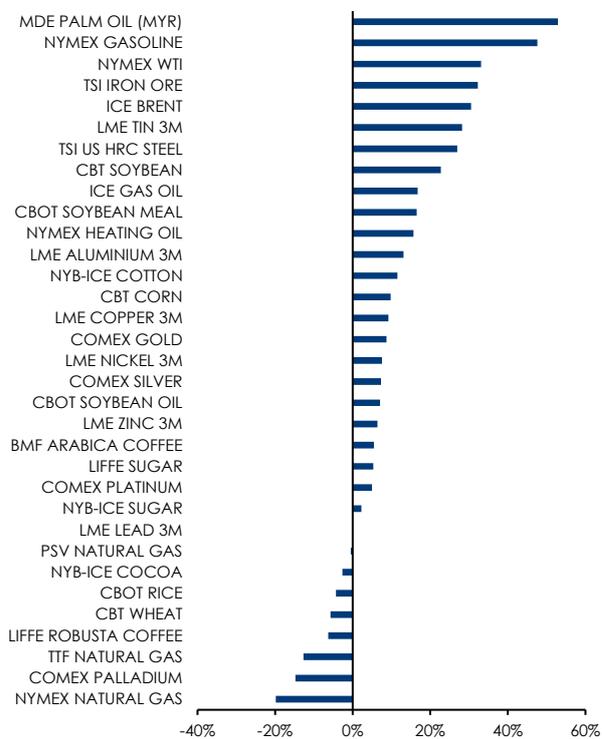
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti da inizio anno al 07.10.2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti nel 3° trimestre 2022 in valuta di quotazione



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

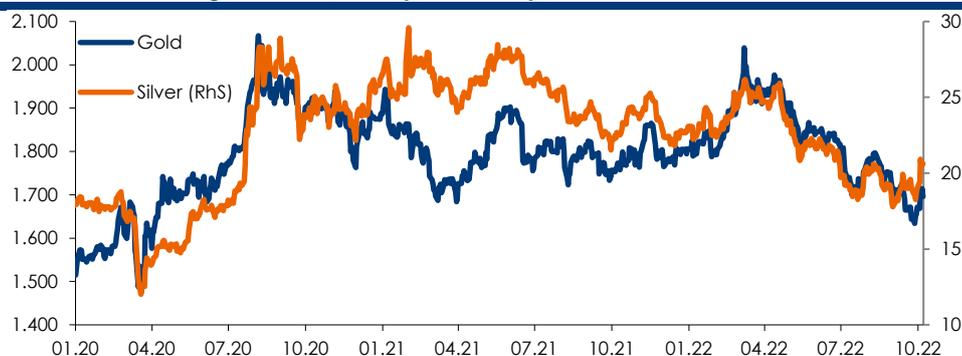
Al 23.09.2022	4Q22	1Q23	2Q23	2022	2023	2024	2025
ICE BRENT (USD/barrel)	98.0	96.0	94.0	101.5	93.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	90.0	88.0	86.0	96.3	85.8	82.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	10.0	9.5	6.5	7.5	6.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	70.0	66.5	45.5	43.8	48.5	31.5	28.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	280.0	270.0	180.0	171.2	195.0	120.0	80.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	290.0	275.0	185.0	175.9	200.0	125.0	85.0
PUN (EUR/MWh)	600.0	570.0	370.0	404.9	397.5	220.0	190.0
EEX Power (EUR/MWh)	550.0	520.0	320.0	351.2	347.5	180.0	160.0
EUA (EUR/ton)	84.0	85.0	85.0	80.7	85.0	88.0	92.0
LME GOLD (USD/oz)	1,675	1,700	1,750	1,789	1,750	1,800	1,775
LME SILVER (USD/oz)	19.0	20.0	21.1	21.2	21.3	23.0	22.7
LME PLATINUM (USD/oz)	880	930	960	960.0	970	1,100	1,200
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,125	2,110.0	2,125	2,200	2,300
LME COPPER 3M (USD/ton)	7,000	6,900	7,400	8,567	7,700	9,200	9,800
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,200	2,100	2,300	2,683	2,325	2,700	2,900
LME NICKEL 3M (USD/ton)	22,500	22,500	23,000	25,459	23,500	25,000	26,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,100	3,000	3,200	3,486	3,300	3,700	3,900
LME LEAD 3M (USD/ton)	1,820	1,790	1,890	2,084	1,900	2,100	2,180
LME TIN 3M (USD/ton)	21,500	21,000	22,000	31,190	22,500	25,000	26,000
SGX IRON ORE (USD/ton)	98	97	104	121	107	116	114
LME HRC North America (USD/ton)	760	750	800	1,034	825	900	880
CME HRC NWE (EUR/ton)	740	730	780	921	800	870	850
LME HRC FOB China (USD/ton)	550	545	585	683	590	640	630
LME REBAR (USD/ton)	620	615	655	723	675	735	720
LME SCRAP (USD/ton)	355	350	375	446	385	420	410
COMEX Cobalt (USD/lb)	27	27	27	31	28	30	32
COMEX LITHIUM (USD/kg)	80	77	77	72	77	92	98
CBOT CORN (USc/bu)	700	675	655	702	640	600	560
CBOT WHEAT (USc/bu)	900	880	870	923	865	850	800
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,425	1,375	1,360	1,552	1,350	1,300	1,230
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	95	94	93	116	92	87	82
ICE SUGAR (USD/ton)	540	530	520	539	520	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	18.0	17.8	17.5	18.5	17.4	16.2	15.3
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	220	210	200	226	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,100	2,000	1,900	2,145	1,850	1,730	1,630
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,250	2,200	2,250	2,413	2,250	2,280	2,260
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,800	1,800	1,800	1,757	1,800	1,790	1,780
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	440	430	420	446	415	380	360
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	64.0	62.0	61.0	69.7	60.0	56.0	54.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: le politiche monetarie spingono l'oro

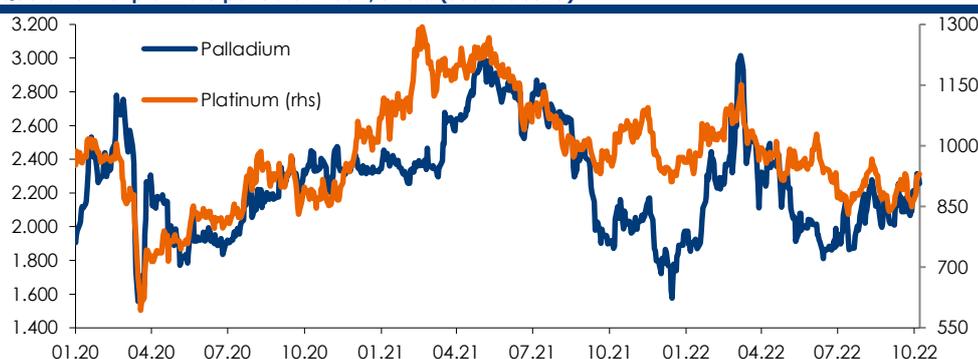
Il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale e una persistente inflazione potrebbe giustificare ulteriori significativi aumenti dei tassi di interesse.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel corso dell'estate, le quotazioni dei metalli preziosi sono ulteriormente diminuite, a fronte di politiche monetarie particolarmente aggressive: la Federal Reserve ha alzato i tassi di interesse a un ritmo che non si vedeva da 40 anni (+3% da inizio anno), seguita a stretto giro dalle altre principali banche centrali. I rendimenti dei Treasury hanno registrato un sensibile aumento, il dollaro americano si è rafforzato nei confronti delle altre principali valute, mentre l'euro è sceso ai minimi da quasi 20 anni.

Questo brusco cambio di rotta nelle politiche monetarie è stato determinato dal peggioramento del contesto macroeconomico, con l'inflazione che in diversi Paesi ha raggiunto i massimi dalla crisi degli anni Settanta, trainata da prezzi di energia e materie prime, elevati costi di trasporto, colli di bottiglia delle filiere logistiche e rischi geopolitici.

Purtroppo, difficilmente l'attuale scenario di inflazione persistentemente elevata e aggressive politiche monetarie restrittive potrà cambiare in tempi brevi, sinché continuerà la guerra in Ucraina e la Russia utilizzerà i flussi energetici come arma.

Per questo motivo riteniamo che il complesso dei metalli preziosi potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso negli ultimi mesi del 2022: i prezzi dell'energia resteranno probabilmente elevati durante la stagione invernale, la persistente inflazione potrebbe giustificare maggiori aumenti dei tassi di interesse, i rendimenti dei Treasury dovrebbero crescere ulteriormente e il dollaro americano dovrebbe rimanere forte.

A nostro avviso, il 4° trimestre 2022 rappresenterà il punto di minimo per tutti i metalli preziosi, poiché le pressioni al ribasso dovrebbero raggiungere livelli estremamente elevati.

Successivamente, nel 2023 potrebbe concretizzarsi uno scenario macroeconomico più favorevole. In effetti, la stretta monetaria globale potrebbe iniziare a raffreddare le economie, facendo aumentare i rischi di recessione e la domanda di beni rifugio. L'inflazione e i prezzi energetici potrebbero diminuire, a fronte di un faticoso riequilibrio dei mercati fisici. Nel 2° semestre 2023 la domanda mondiale di materie prime potrebbe registrare un aumento, sostenendo le quotazioni di argento, platino e palladio.

Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 2° trimestre 2022 la domanda mondiale di oro è diminuita dell'8% circa a/a attestandosi a 948 tonnellate, a causa dell'aumento dei tassi di interesse e del rafforzamento del dollaro americano.

Nel trimestre, i flussi degli ETF hanno fornito un contributo netto negativo al consumo di oro, rilasciando 39 tonnellate (pari al 4% circa della domanda annuale) in forte contrasto con il 1° trimestre 2022, quando l'invasione russa dell'Ucraina aveva innescato una forte domanda di beni rifugio e i flussi degli ETF avevano assorbito 269 tonnellate di oro (pari al 22% della domanda totale).

Nel 2° trimestre 2022, la domanda di oro per la realizzazione di gioielli, che tiene conto sia del consumo sia dell'accumulo di scorte nel settore, è aumentata. Nel settore gioielleria il consumo è cresciuto del 4% a/a a 453 tonnellate, a fronte di una crescente domanda in India e Medio Oriente, che ha compensato il calo registrato in Cina e Russia, mentre le scorte sono aumentate di 31 tonnellate, a seguito del processo di ricostituzione in atto in alcuni mercati. L'utilizzo di oro per lingotti e monete è rimasto stabile su base annua, attestandosi a 245 tonnellate, poiché i timori di inflazione hanno compensato le pressioni negative legate a stretta monetaria aggressiva, aumento dei rendimenti e rafforzamento del dollaro americano. Nel 2° trimestre 2022 gli acquisti ufficiali della banca centrale hanno segnato una contrazione del 14% a/a, attestandosi a 180 tonnellate; tuttavia, tenendo conto dell'intero 1° semestre dell'anno, gli acquisti netti risultano in linea con la media stagionale a cinque anni (270 tonnellate rispetto a una media di 266 tonnellate) poiché il metallo giallo viene ancora ricercato come efficace strumento di diversificazione e riserva di valore a lungo termine o copertura contro i rischi di inflazione. Anche il consumo nel settore tecnologia ha subito una diminuzione (-3% a/a) a 64 tonnellate, riflettendo l'impatto negativo delle misure di contenimento della pandemia adottate in Cina e il rallentamento del settore dell'elettronica per la crisi dei semiconduttori.

Stime del World Gold Council per il 2° trimestre 2021 e per il 2° trimestre 2022, in tonnellate

	2T21	% on the total	2T22	% on the total	y/y growth
Total gold demand, in tons	1,035		948		-8%
Jewellery consumption	437	48%	453	44%	4%
Jewellery inventory	22	2%	31	3%	41%
Bars and coin	246	27%	245	24%	0%
ETFs	41	4%	-39	-4%	---
Central banks	210	23%	180	17%	-14%
Technology	80	9%	78	8%	-2%
Total gold supply, in tons	1,137		1,193		5%
Mine production	876	79%	912	80%	4%
Net producer hedging	-17	-2%	-10	-1%	---
Recycled gold	279	25%	291	26%	5%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del World Gold Council

Quando saranno disponibili, i dati del 2° semestre 2022 evidenzieranno probabilmente un'ulteriore diminuzione della domanda mondiale, trainata da disinvestimenti dagli ETF, ma anche da un minor consumo nei settori tecnologia e gioielleria, dovuto al recente peggioramento delle prospettive macroeconomiche.

Di conseguenza, le quotazioni resteranno probabilmente deboli ancora per alcuni mesi. Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di 1.675 dollari per il 4° trimestre 2022. Segnaliamo che probabilmente i rischi al nostro scenario sono sbilanciati al ribasso. Infatti, le principali minacce per le nostre stime sono legate a un possibile rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese, a una stretta monetaria estremamente aggressiva da parte della Fed e a una domanda inferiore alle attese nel settore della gioielleria in Cina, qualora le Autorità non dovessero riuscire ad allentare la rigorosa politica zero-Covid.

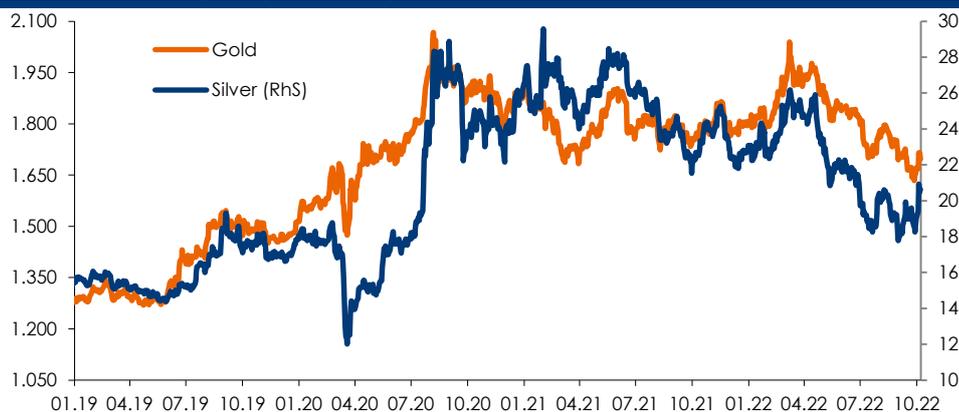
Nel 2023, le quotazioni dell'oro potrebbero recuperare terreno, e attualmente prevediamo un prezzo medio di circa 1.750 dollari per l'intero anno, trainato dalla domanda di oro come bene rifugio e dall'aumento dei consumi nei settori industriali e in gioielleria.

Argento

Nel nostro modello di base, l'argento dovrebbe scambiare mediamente intorno a 19,0 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2022, ma potrebbe crescere a un livello medio di 21,3 dollari nel 2023.

Rispetto all'oro, l'argento dovrebbe evidenziare una maggiore volatilità, ma i due metalli probabilmente manterranno una forte correlazione positiva, fintantoché la domanda di argento fisico non subirà un aumento. Nell'ultima parte del 2023 e nel 2024, ci attendiamo un maggior consumo di argento, dovuto a promettenti applicazioni nel settore della generazione elettrica da pannelli fotovoltaici e nell'emergente settore dell'idrogeno.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Platino e palladio

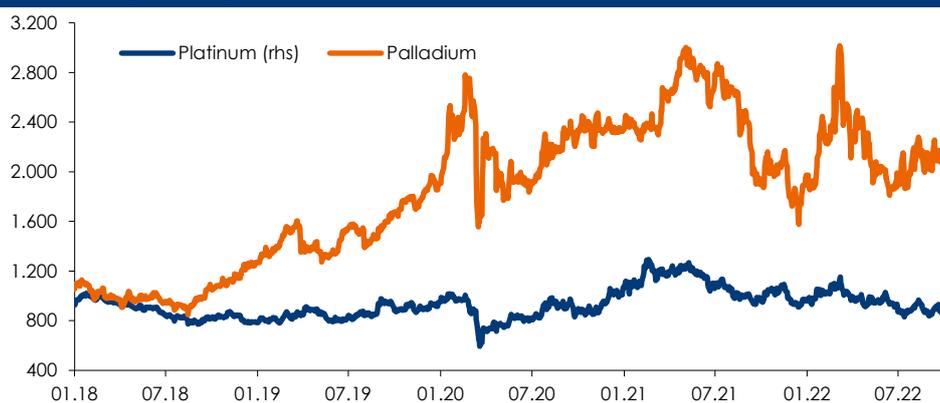
Il consumo mondiale di metalli del gruppo del platino (PGM) è strettamente legato alla domanda industriale, in particolare quella proveniente dal settore automobilistico e pertanto ci attendiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di platino e palladio negli ultimi mesi del 2022, a fronte dei rischi recessivi e inflattivi che si stanno ripercuotendo negativamente sulla fiducia di imprese e consumatori.

Nel nostro scenario di base, per il 4° trimestre del 2022 ipotizziamo attualmente un prezzo medio di 880 dollari l'oncia per il platino e di 2.050 dollari l'oncia per il palladio.

Secondo le nostre attuali previsioni, le prospettive potrebbero migliorare il prossimo anno in caso di allentamento della stretta monetaria e aumento della domanda industriale. In effetti, nel 2023 le quotazioni potrebbero crescere a un livello medio vicino a 970 dollari per il platino e 2.125 dollari per il palladio.

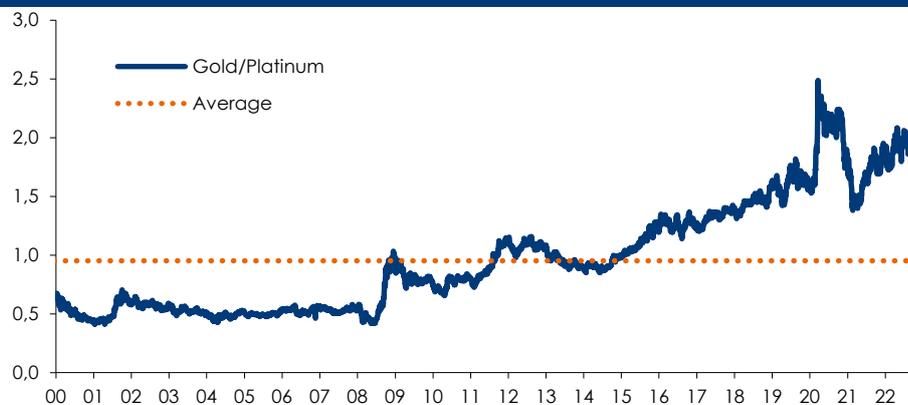
Più a lungo termine, il platino potrebbe sovraperformare il palladio, poiché la domanda potrebbe crescere più rapidamente grazie alle promettenti applicazioni nell'ambito della transizione verde in generale e nel settore dell'idrogeno in particolare. Per contro, la domanda di palladio sarà probabilmente limitata da sostituzione ed elettrificazione nel settore dei veicoli leggeri.

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia



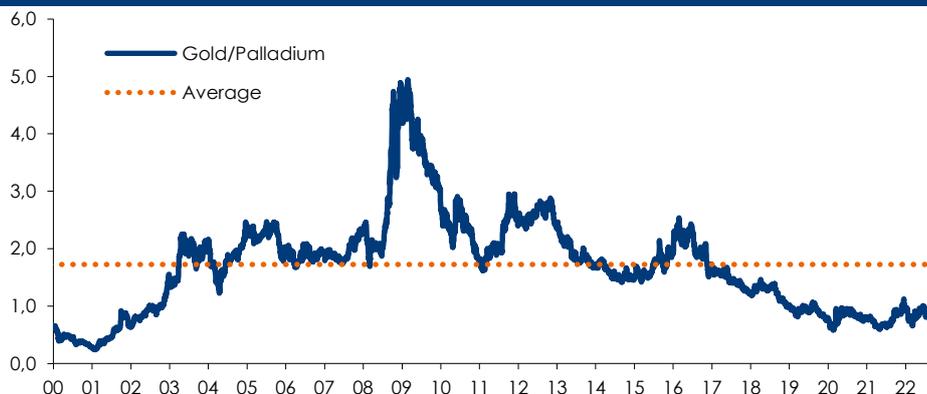
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/platino



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto platino/palladio



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i principali contratti future su metalli preziosi, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 23.09.2022	4T22	1T23	2T23	2022	2023	2024	2025
LME GOLD (USD/oz)	1,675	1,700	1,750	1,789	1,750	1,800	1,775
LME GOLD (EUR/gr)	58.5	57.0	55.7	56.0	55.5	53.3	50.9
LME SILVER (USD/oz)	19	20	21.1	21.2	21.3	23	22.7
LME SILVER (EUR/gr)	0.66	0.67	0.67	0.66	0.68	0.68	0.65
LME PLATINUM (USD/oz)	880	930	960	960	970	1,100	1,200
LME PLATINUM (EUR/gr)	30.8	31.2	30.6	30.1	30.7	32.6	34.4
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,125	2,110.00	2,125	2,200	2,300
LME PALLADIUM (EUR/gr)	71.6	70.5	67.6	66.1	67.3	65.1	65.9

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo.

Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di

prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Frekuensi e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Rates, FX & Commodities Research

Daniela Corsini – Economista Materie Prime

02 87962149

daniela.corsini@intesasanpaolo.com

Industry & Banking Research

Industry Research

Stefania Trenti – Economista Industry

02 87962067

stefania.trenti@intesasanpaolo.com

Sara Giusti – Economista Industry

055 2613508

sara.giusti@intesasanpaolo.com