



Materie prime e fonti energetiche: cosa aspettarci dal 2024?

Daniela Corsini, CFA

Rates, FX & Commodities Research

5 marzo 2024

Documento basato sulle informazioni disponibili al 01/03/2024.
Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

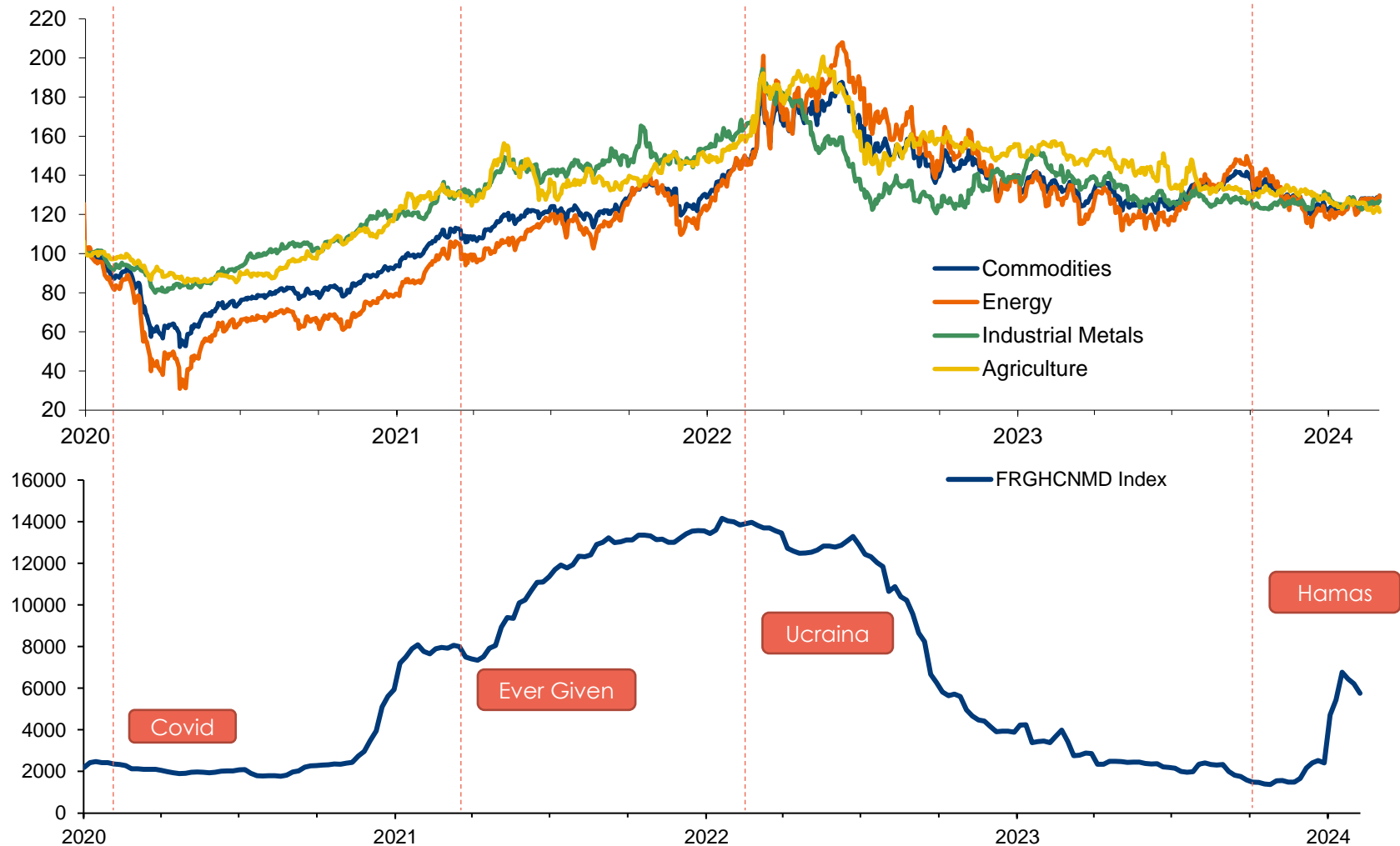
Agenda

- 1 Scenario macroeconomico e rischi geopolitici**
- 2 Materie prime energetiche verso un «new normal»**
- 3 Metalli industriali: ancora cautela nel breve termine**
- 4 Conclusioni**

Anni '20: gli anni delle crisi?

Materie prime e logistica nell'occhio del ciclone

Rendimenti di selezionati indici commodity (dic. 2019=100) e costo dei noli China-Med in USD



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le crisi sono un sintomo di un mondo in rapida (e costosa) transizione

■ Globalizzazione → Regionalizzazione

- Modifiche nelle catene del valore
- Just in time → Gestione delle scorte

■ Domanda di materie prime in espansione → Controllo delle filiere

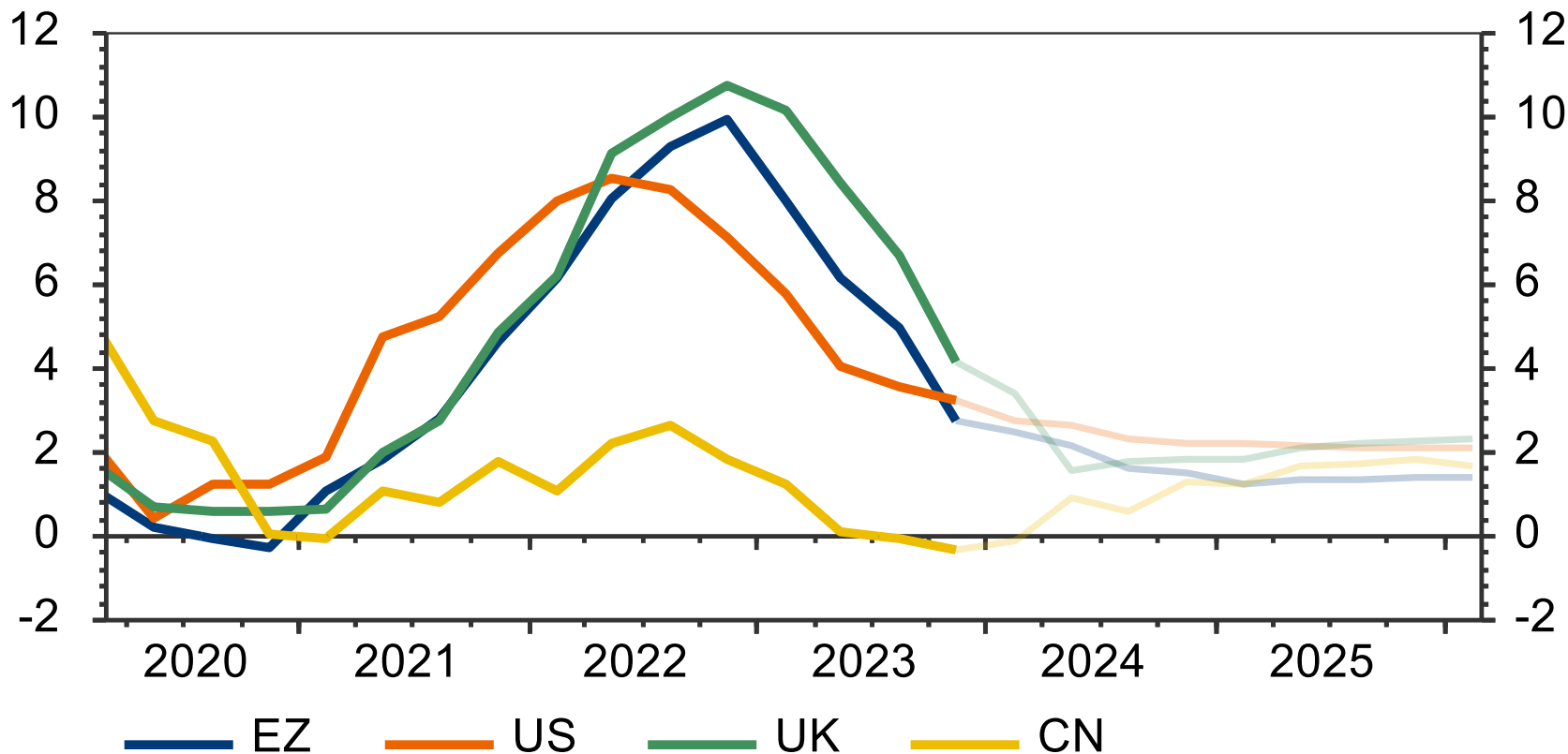
- → Competizione geopolitica per controllare risorse critiche e limitate (incluse filiere e rotte commerciali)
- → Innovazione, digitalizzazione, economia circolare

■ Cambiamento climatico → Adattamento e Mitigazione

- → Investimenti in rinnovabili e risparmio energetico

Come sta andando l'economia mondiale? Il processo di disinflazione fa grandi progressi...

CPI, media trimestrale, variazione % a/a



Fonte: Intesa Sanpaolo, Oxford Economics

...senza conseguenze disastrose per l'economia reale

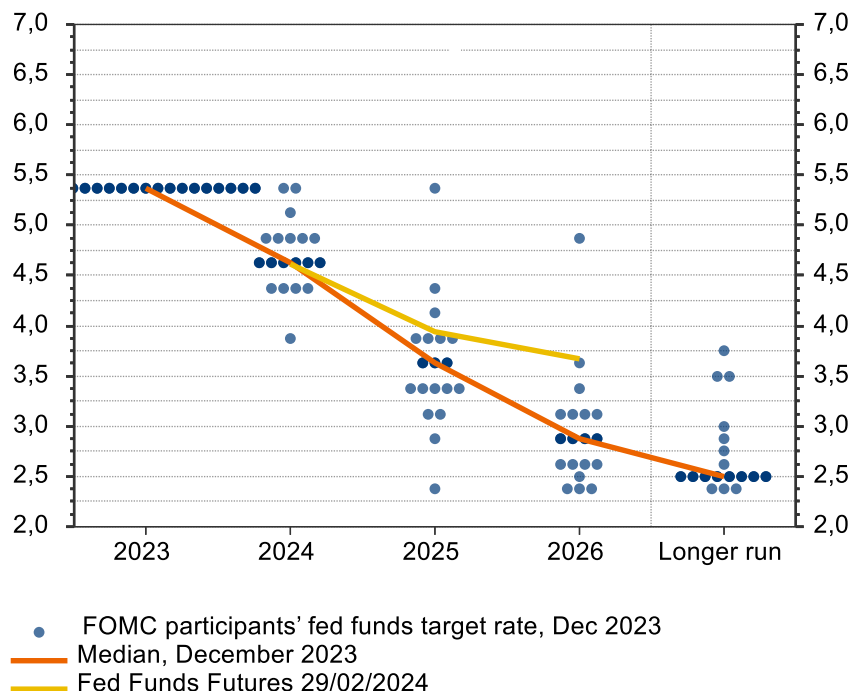
Crescita annua del PIL (prezzi costanti)

	2021	2022	2023	2024f	2025f
United States	5.8	1.9	2.5	2.3	1.8
Euro Area	5.9	3.4	0.5	0.4	1.3
Germany	3.1	1.9	-0.1	0.0	1.1
France	6.4	2.5	0.9	0.7	1.4
Italy	8.3	3.9	0.7	0.7	1.2
Spain	6.4	5.8	2.5	1.6	1.7
OPEC	4.2	5.6	1.8	3.0	3.2
Eastern Europe	5.4	0.0	2.6	2.7	2.9
Turkey	11.4	5.6	2.6	2.3	1.9
Russia	4.7	-2.1	2.2	2.5	1.7
Latin America	7.7	4.1	2.4	1.5	2.6
Brazil	5.3	3.0	3.1	1.4	1.7
Japan	2.7	0.9	2.0	0.9	1.3
China	8.5	3.0	5.3	4.7	5.0
India	8.9	6.7	6.9	5.8	6.8
World	6.3	3.1	2.7	2.2	3.0

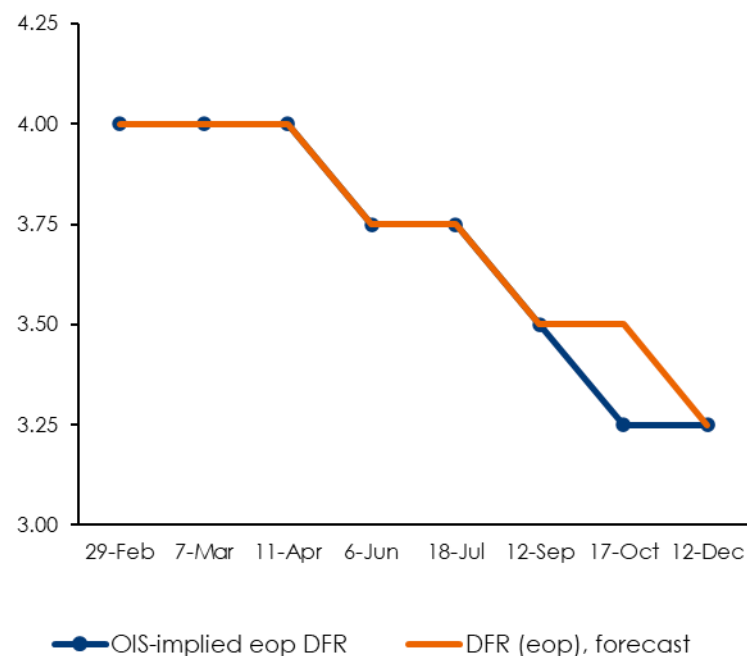
Nota: aggregato PPA in dollari costanti per OPEC, Europa dell'Est, America Latina, Mondo. Variazione del PIL a prezzi costanti in valuta locale negli altri casi. Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo - Analisi macroeconomica

Le banche centrali non hanno fretta di tagliare i tassi, complici problemi logistici, pressioni rialziste sulle materie prime e rischi politici

Federal Reserve: prevediamo un primo taglio a giugno e tagli cumulati per 75/100pb nel 2024



European Central Bank: prevediamo un taglio a giugno e tagli cumulati per 75/100pb

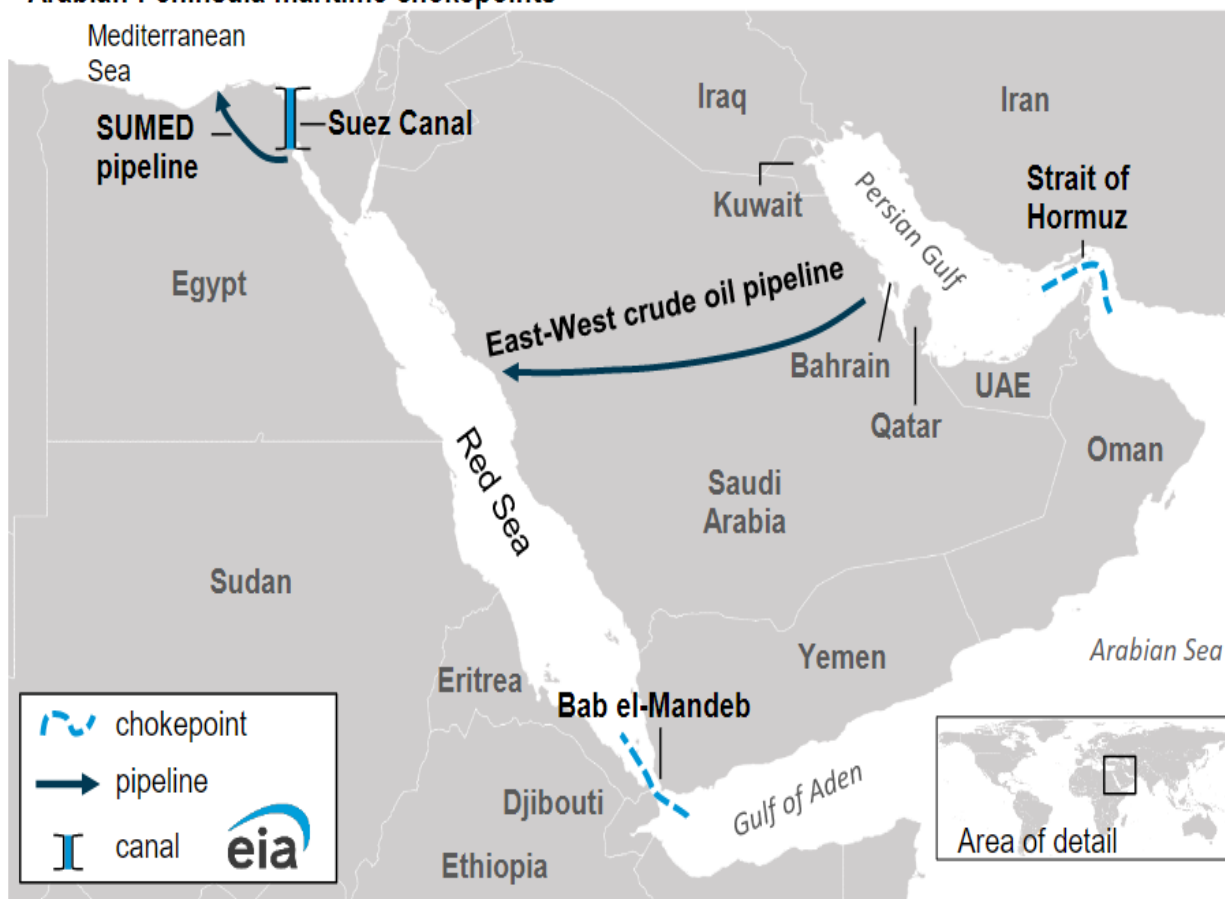


Fonte: Intesa Sanpaolo, Federal Reserve Board, Refinitiv-Datastream, LSEG

Le crisi evidenziano le fragilità della globalizzazione. La sicurezza delle forniture è una priorità strategica

Snodi chiave per il commercio: il canale di Suez, gli Stretti di Bab el-Mandeb e Hormuz

Arabian Peninsula maritime chokepoints



I flussi totali di petrolio attraverso il Canale di **Suez**, l'oleodotto **SUMED**, e lo Stretto **Bab el-Mandeb** hanno rappresentato circa il **12% dei flussi di petrolio via mare** nel primo semestre 2023.

Le spedizioni di gas naturale liquefatto (GNL) hanno rappresentato circa l'**8% del commercio mondiale di GNL**.

Problemi di transito attraverso lo Stretto di Hormuz sarebbero ancora più gravi

Snodi chiave per il commercio: lo Stretto di Hormuz



La sicurezza degli approvvigionamenti è una preoccupazione primaria.

Non si possono escludere atti di **sabotaggio contro infrastrutture dedicate ad oil & gas** in Medio Oriente e Nord Africa, nè **interruzioni volontarie dei flussi in transito** anche attraverso lo stretto di Hormuz.

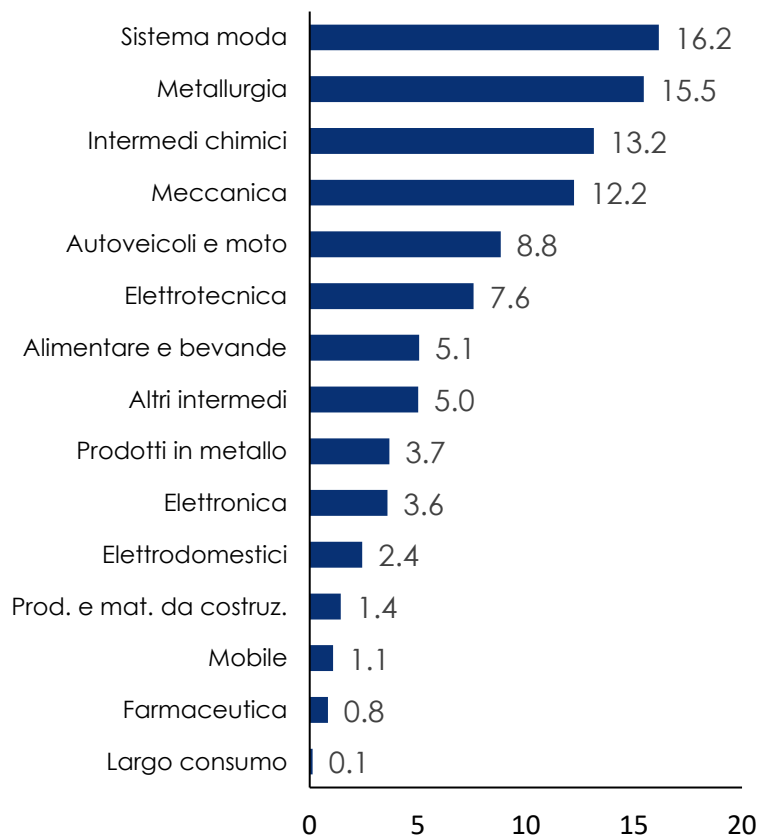
Lo Stretto di Hormuz è il più importante chokepoint energetico del mondo. Ogni giorno vi transitano circa **un quinto dell'offerta mondiale di petrolio** e **un quarto del commercio globale di GNL**.

Fonte: U.S. Energy Information Administration,

https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries_long/Iran/images/major_gas_fields.png

Le filiere italiane: quali effetti dalla crisi nel Mar Rosso?

Import italiano di manufatti in transito dal
Mar Rosso: quote % settoriali
(peso % su dati gen-set 2023, a valori correnti)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

La crisi nel Mar Rosso rappresenta un rischio al ribasso sulla crescita e un rischio al rialzo sull'inflazione.

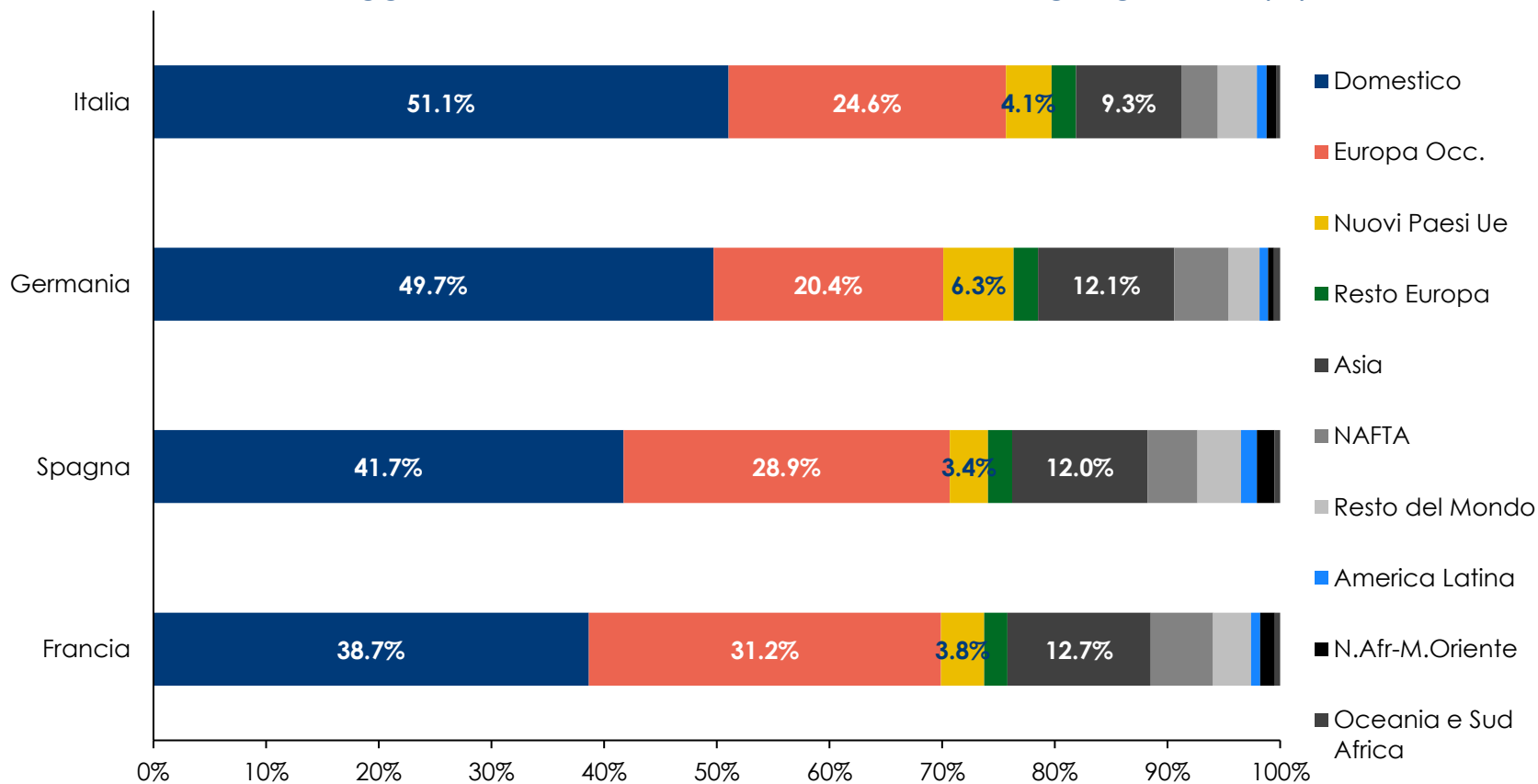
La quota italiana di merci in transito dal canale di Suez è pari al **32% dell'import extra-UE**, ma «appena» il **14% dell'import mondiale**. Per quanto riguarda i **beni manufatti**, le merci che transitano nell'area a rischio corrispondono al **13% dell'import**.

Gli impatti reali dovrebbero però essere contenuti per l'attuale contesto macro e logistico, anche se impatti a cascata potrebbero riguardare l'intera filiera manifatturiera, fino ai settori utilizzatori posizionati più a valle.

Gli impatti inflazionistici potrebbero essere compensati da una compressione sui margini.

Una nota positiva: l'Italia beneficia di filiere più corte rispetto ad altri Paesi

Profondità delle filiere domestiche: output manifatturiero, contributo domestico e quote di valore aggiunto proveniente dalle principali aree geografiche (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ICIO-OECD 2021

Agenda

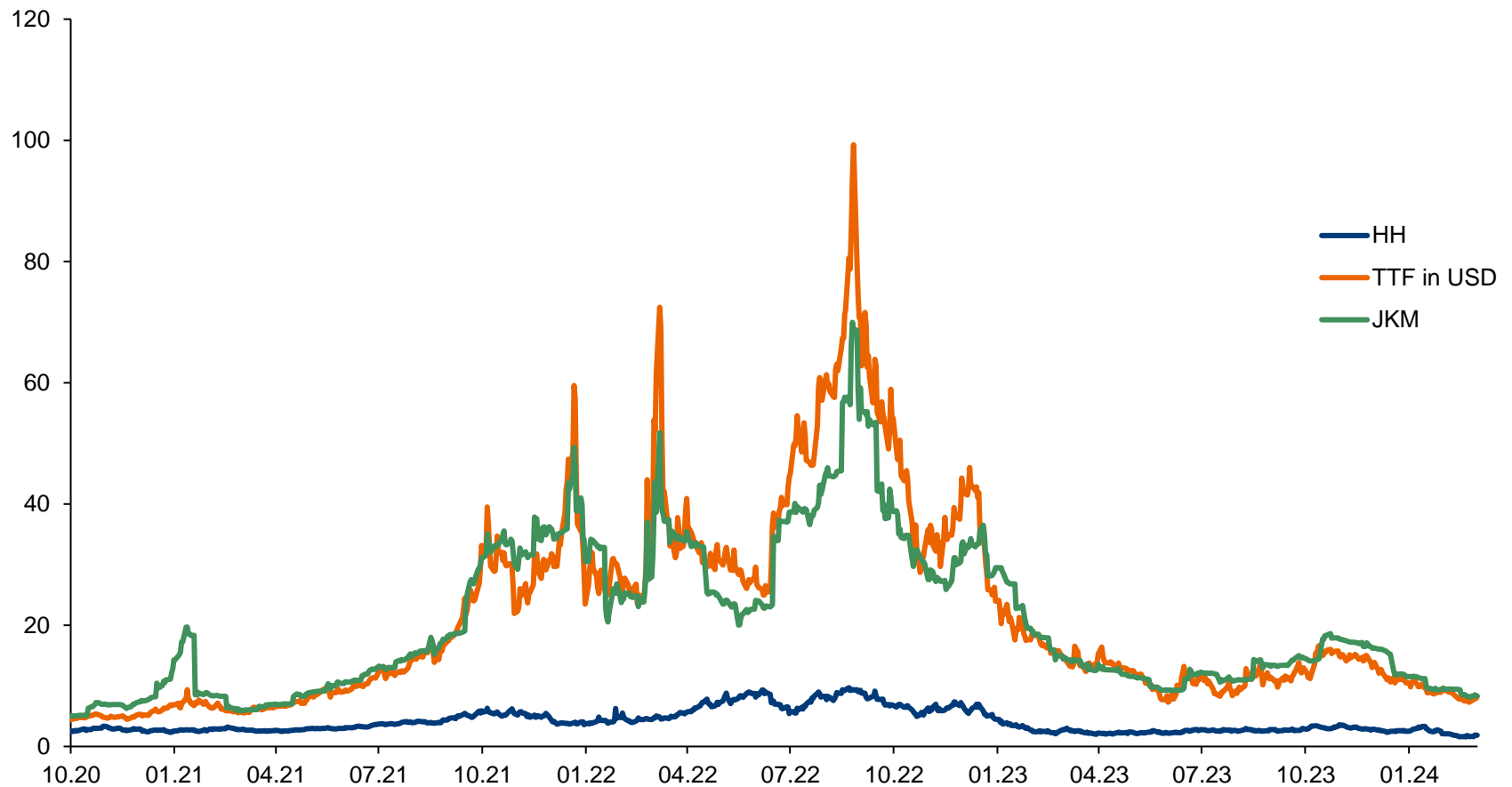
- 1 Scenario macroeconomico e rischi geopolitici
- 2 **Materie prime energetiche verso un «new normal»**
- 3 Metalli industriali: ancora cautela nel breve termine
- 4 Conclusioni

Gas & power: luce alla fine del tunnel?

- **Oggi, l'Europa sta beneficiando di prezzi di gas ed energia ben inferiori ai livelli medi registrati nel 2021, 2022 e 2023**, seppur ancora molto superiori alla media pre-Covid. Questo ampio calo è spiegato sia da **anomalie termiche** eccezionalmente favorevoli (il 2023 è stato l'anno più caldo da sempre) sia dalla riduzione dei consumi e dai processi di diversificazione delle forniture e del mix di generazione:
 - i **consumi** sono in continua e strutturale contrazione grazie ai processi di efficientamento, elettrificazione e risparmio di combustibile portati avanti da famiglie e imprese;
 - la **diversificazione** di fonti di **approvvigionamento di gas** e di fonti di **generazione elettrica** ha registrato una marcata accelerazione dopo lo scoppio della guerra in Ucraina e proseguirà anche nei prossimi anni, grazie a ulteriori incrementi nella percentuale di fabbisogno di gas soddisfatta da LNG e spedizioni via tubo ex-Russia, e nella quota di generazione da fonti rinnovabili.
- **In queste ultime settimane di inverno, un'offerta adeguata e consumi ben inferiori ai livelli pre-crisi** probabilmente contribuiranno a calmierare le pressioni al rialzo sui prezzi alimentate da preoccupazioni riguardo la sicurezza delle forniture. In particolare, permangono i rischi di ritardi o cancellazioni di carichi di LNG (per i problemi al transito attraverso il Mar Rosso e Panama) e di inattese diminuzioni nei volumi importati via tubo (per manutenzioni, ma anche per la vulnerabilità delle infrastrutture).
- **In primavera ed estate, la dinamica di prezzi e bilancio di mercato sarà determinata dal livello di scorte con cui potremo iniziare la stagione delle iniezioni.**
- **Dal 2025, l'atteso incremento dell'offerta mondiale di LNG** contribuirà a ripristinare una «nuova normalità» sui mercati energetici. Inoltre, continueranno i processi **risparmio energetico e diversificazione** (delle forniture e del mix di generazione), che restano **le migliori armi di cui l'Europa dispone per ridurre la propria dipendenza dalle importazioni energetiche.**

Gas naturale TTF: scorte ai massimi, domanda debole, e un 2023 di caldo record

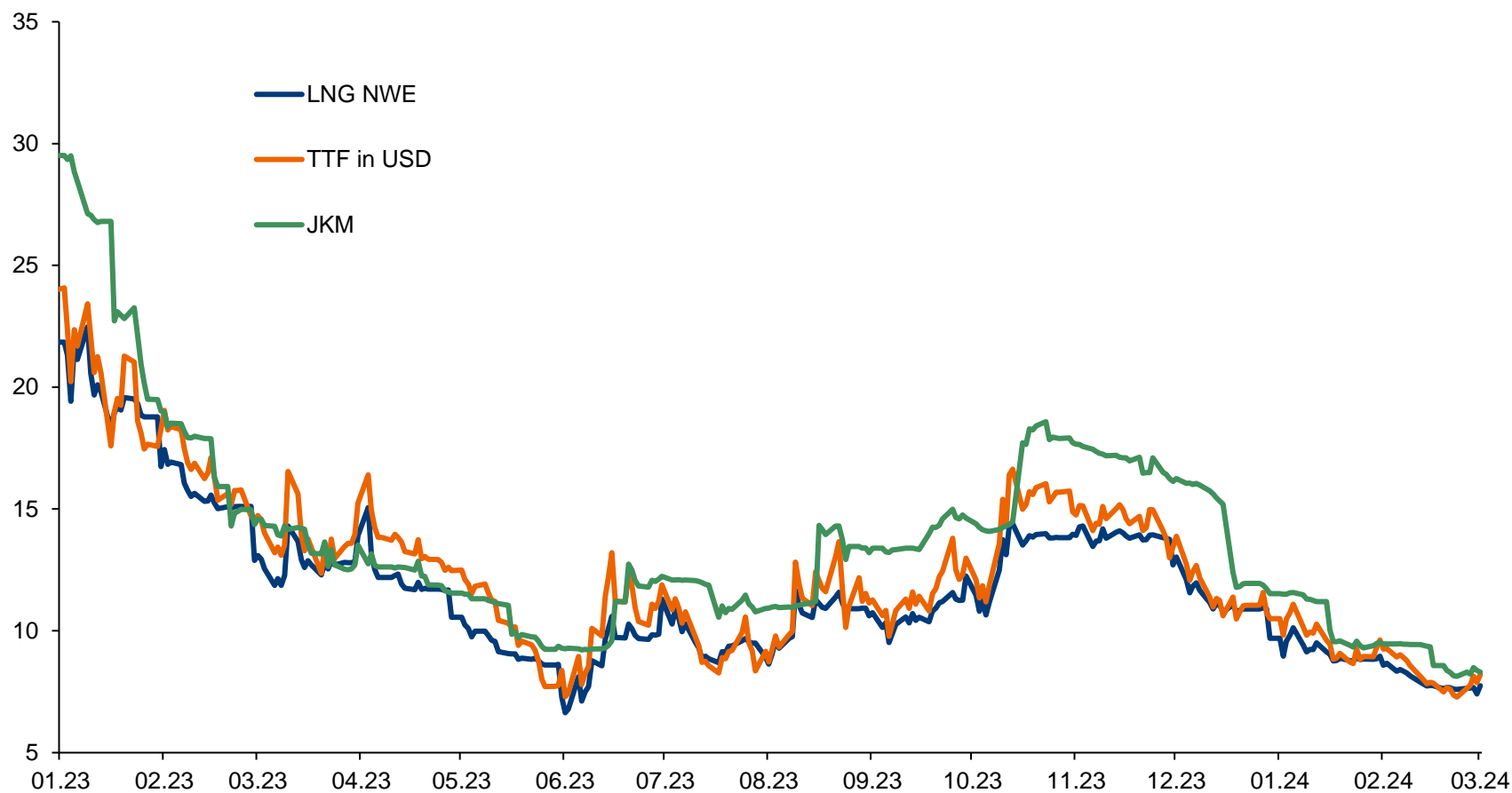
Prezzi del gas naturale in USD/MMBtu: TTF in Europa, JKM LNG in Asia e Henry Hub negli Stati Uniti



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Incertezze sull'offerta hanno guidato temporanei rialzi, ma non hanno invertito il trend

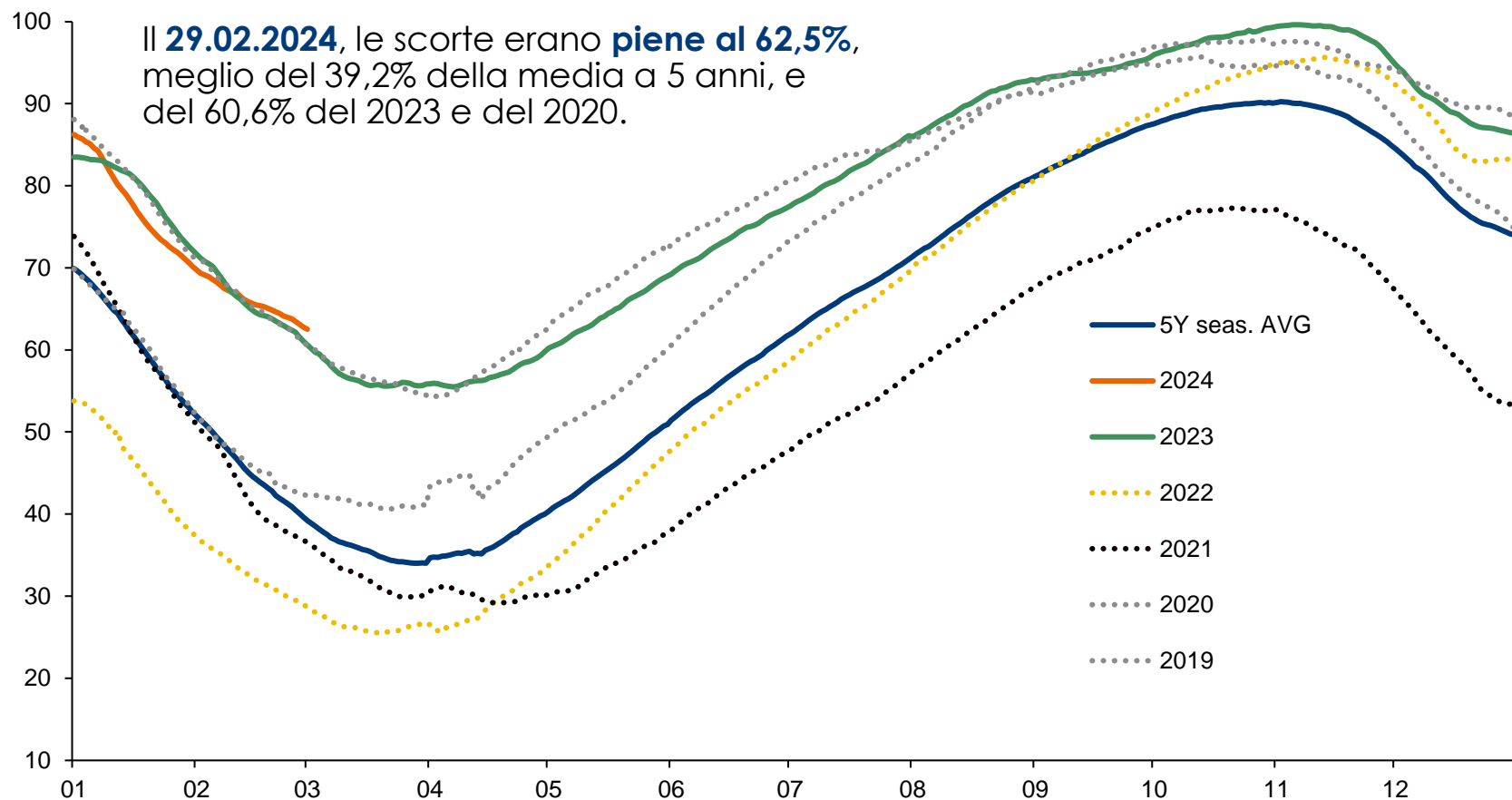
Futures 1° mese in USD/MMBtu: per l'Europa, TTF e LNG North Western Europe; per l'Asia, JKM LNG



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte europee di gas al record stagionale. Basteranno?

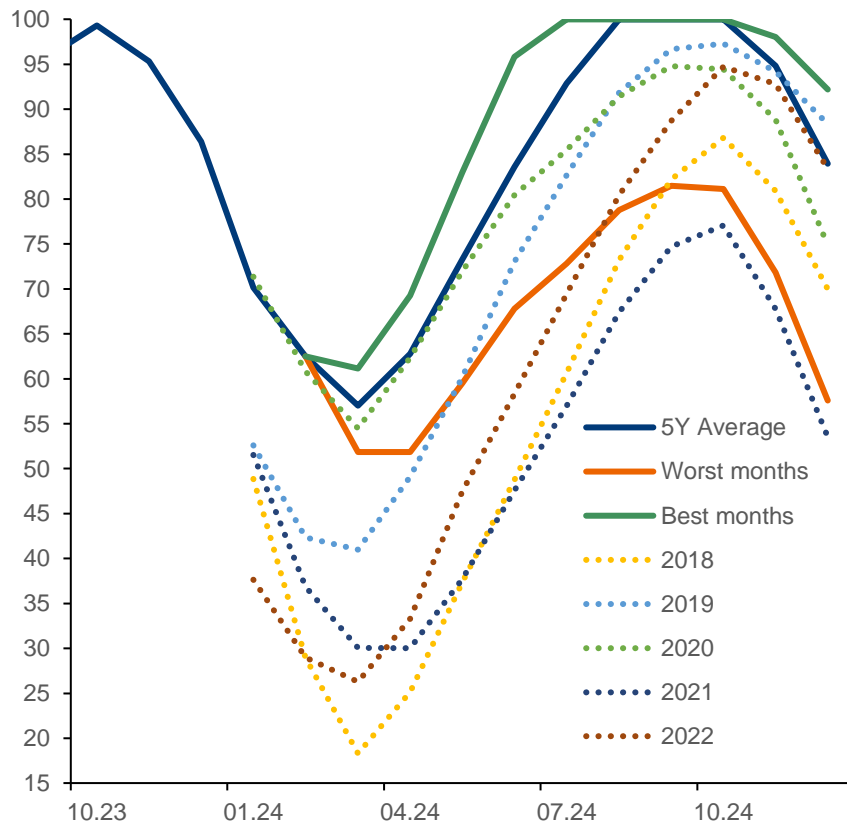
Gas Infrastructure Europe (GIE), inventari di gas dell'UE28, % di riempimento



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I nostri prelievi influenzeranno il resto del 2024, sia come volumi da iniettare che come prezzi attesi

Gas Infrastructure Europe (GIE), stoccaggi di gas dell'UE28, % di riempimento



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Baseline scenario:

- Stoccaggi al **55%** a fine marzo (range 50%-60%, **in linea con il 2023** e circa 2% peggio di una dinamica stagionale media di prelievi).

- Prezzo medio atteso: **29 Eur/MWh** nel 2024.

Best case scenario:

- Stoccaggi **record al 60%** a fine marzo.
- Prezzo atteso: **21 Eur/MWh** nel 2024.

Worst case scenario:

- Stoccaggi **inferiori al 50%** a fine marzo.
- Prezzo atteso: **65 Eur/MWh** nel 2024.

Rischi geopolitici: i flussi di greggio e GNL attraverso il Mar Rosso sono aumentati negli ultimi anni

Volumi di petrolio greggio, condensati e prodotti petroliferi in milioni di barili al giorno

	2018	2019	2020	2021	2022	1H23	
Total oil flows through Suez Canal and SUMED pipeline	6.4	6.2	5.3	5.1	7.2	9.2	+44% dal 2018; +80% dal 2021
crude oil and condensate	3.4	3.1	2.6	2.2	3.6	4.9	
petroleum products	3.0	3.1	2.6	2.9	3.6	4.3	
LNG flows through Suez Canal (billion cubic feet per day)	3.3	4.1	3.7	4.5	4.5	4.1	+24% dal 2018
Total oil flows through Bab el-Mandeb Strait	6.1	5.9	5.0	4.9	7.1	8.8	+44% dal 2018 +80% dal 2021
crude oil and condensate	3.0	2.7	2.2	1.9	3.3	4.5	
petroleum products	3.1	3.2	2.8	3.1	3.8	4.4	
LNG flows through Bab el-Mandeb Strait (billion cubic feet per day)	3.1	3.9	3.7	4.5	4.5	4.1	+32% dal 2018

Data source: U.S. Energy Information Administration analysis based on Vortexa tanker tracking

Note: LNG=liquefied natural gas. 1H23=first half of 2023.

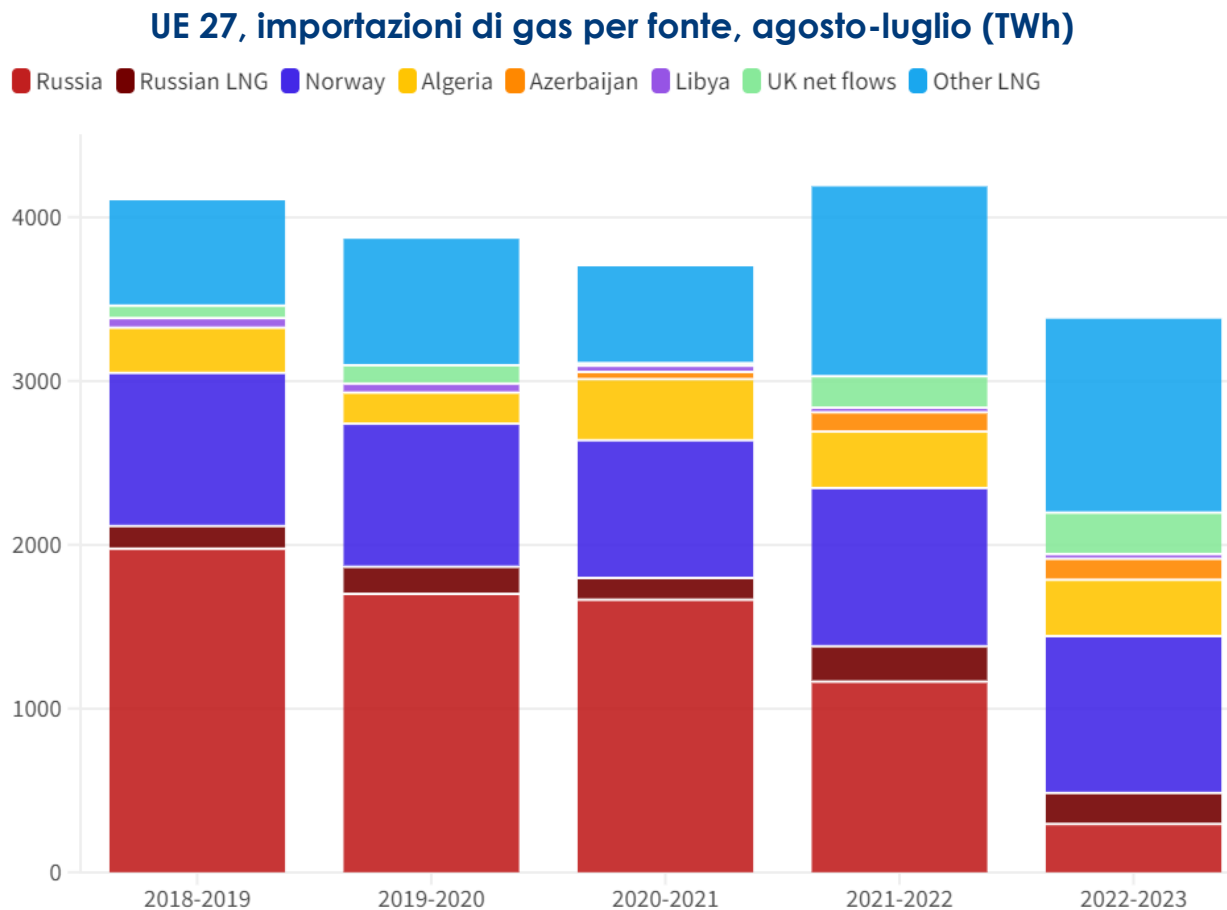
Fonte: U.S. Energy Information Administration, <https://www.eia.gov/todayinenergy/detail.php?id=61025>

Il giacimento di gas South Pars/North Dome è il più grande al mondo. Il Qatar è fra i primi esportatori di GNL



Fonte: U.S. Energy Information Administration,
https://www.eia.gov/international/content/analysis/countries_long/Iran/images/major_gas_fields.png

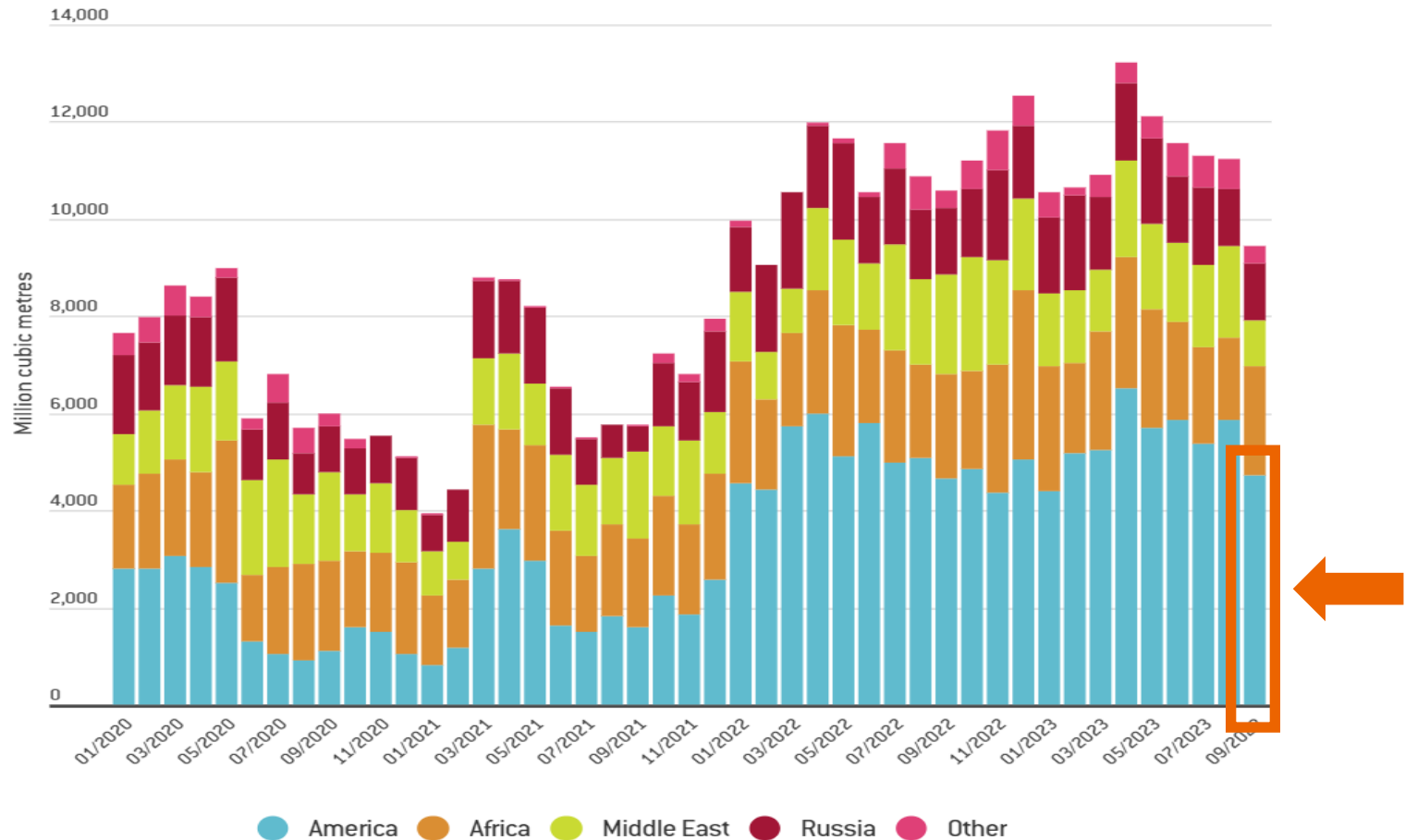
L'Europa è vulnerabile: le importazioni di LNG sono in aumento, nonostante il calo dei consumi



Fonte: Bruegel, <https://www.bruegel.org/analysis/european-union-ready-2023-24-winter-gas-season>

È vero che Stati Uniti sono il primo fornitore, ma la concorrenza con l'Asia è su scala mondiale

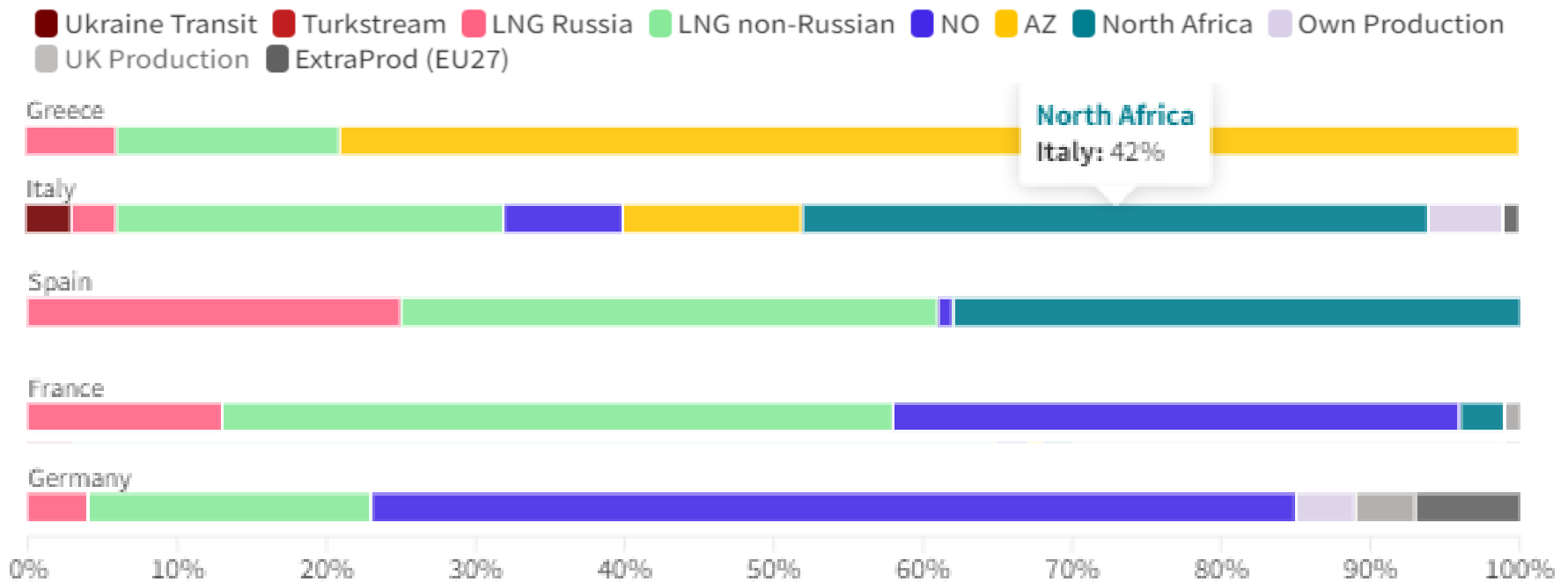
UE 27, importazioni mensili di GNL per regione di origine



Fonte: Bruegel, <https://www.bruegel.org/dataset/european-natural-gas-imports-at-11/10/2023>

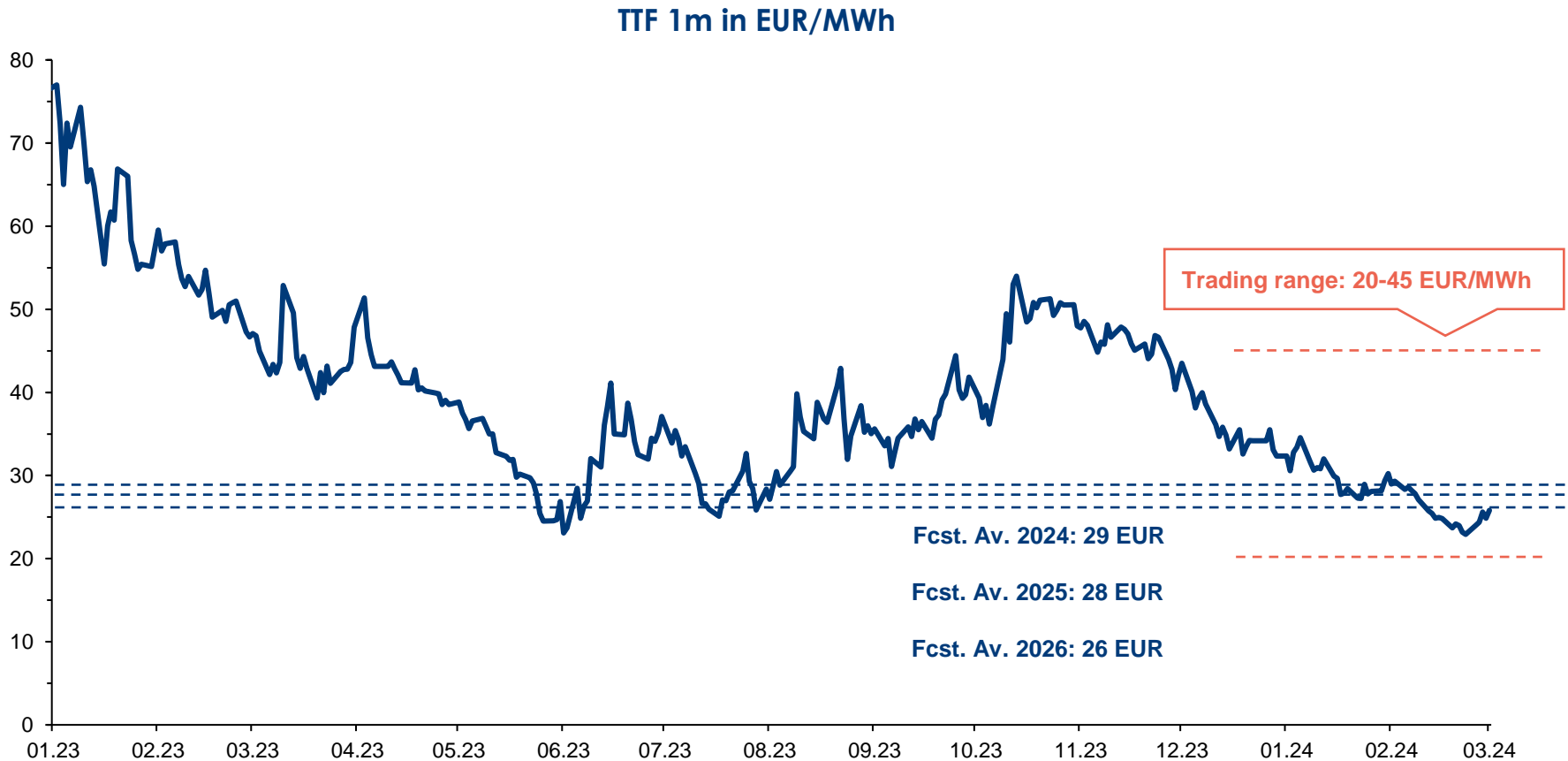
Per l'Italia, le importazioni via tubo dal Nord Africa restano cruciali

Forniture di gas dichiarate, gennaio-luglio 2023



Fonte: Bruegel, <https://www.bruegel.org/analysis/european-union-ready-2023-24-winter-gas-season>

Gas naturale: la «nuova normalità» prevede concorrenza su scala mondiale, flessibilità (per gestire rinnovabili e imprevisi) e quindi volatilità dei prezzi



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Pur escludendo i peggiori scenari geopolitici, i rischi sono sbilanciati al rialzo

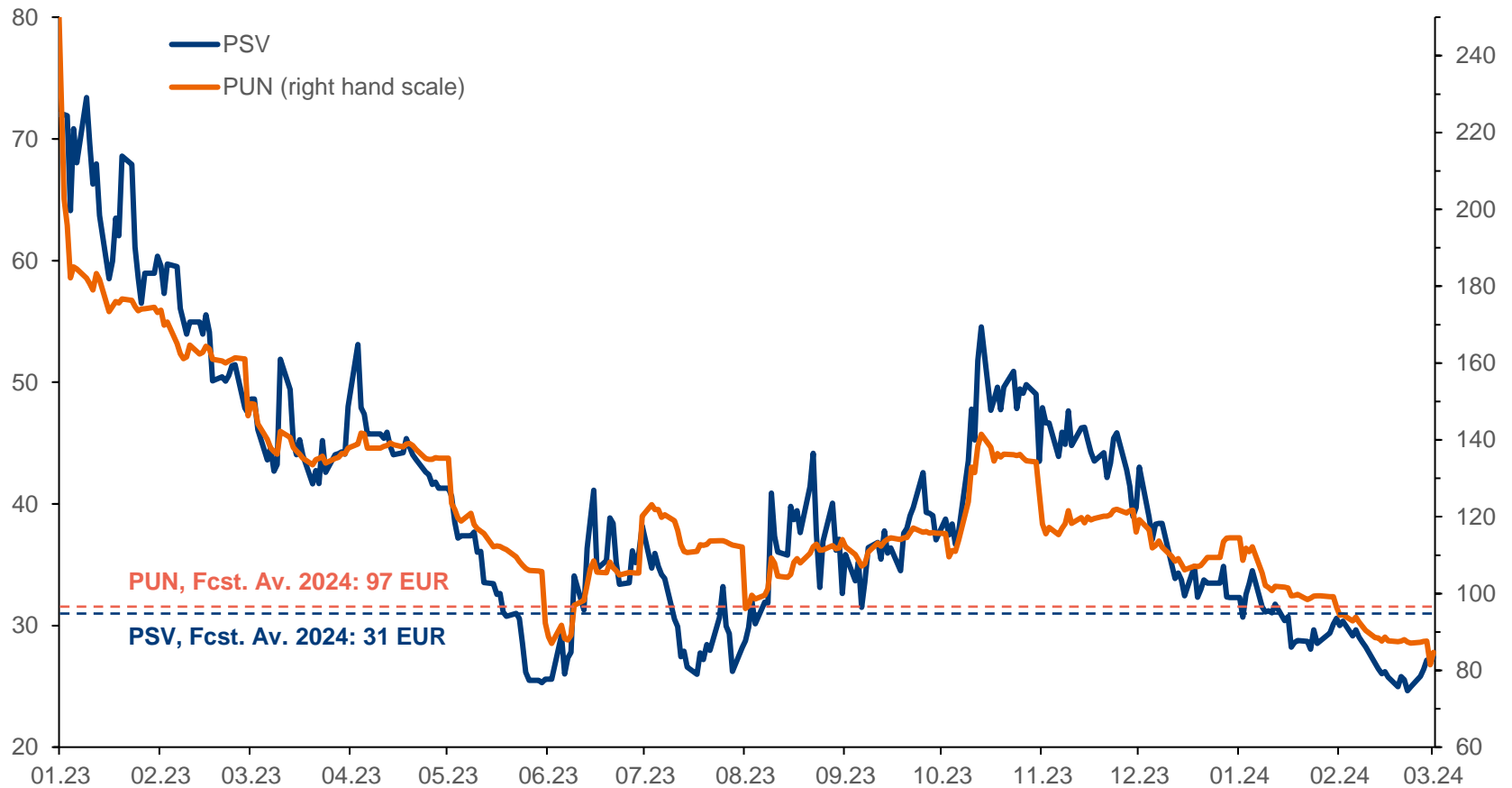
TTF GAS NATURALE 1m, EUR/MWh	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025	2026	2027
BASELINE scenario	28	28	26	34	41	29	28	26	23
WORST case scenario	40	65	70	85		65	80	73	68
BEST case scenario	25	18	18	22		21	20	19	18

In tutti gli scenari sottolineiamo **rischi di volatilità e rialzi dei prezzi** per i rischi meteorologici, geopolitici, e incertezza su flussi di approvvigionamento e livelli di consumo. **Ucraina e Russia non hanno intenzione di rinnovare l'accordo sul transito, che scadrà a fine anno.**

La sostituzione del gas via gasdotto proveniente dalla Russia con GNL via mare è strutturale e irreversibile. Solo nel lungo periodo e nello scenario più favorevole i prezzi del gas si riavvicinano stabilmente alla media 2015-2019 di 17,5 EUR/MWh.

Mercati energetici in Italia: scenario di base

Futures 1° mese baseload in EUR/MWh per gas naturale (PSV) ed energia elettrica (PUN)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rischi asimmetrici anche sui mercati energetici italiani

PSV									
GAS NATURALE 1m, EUR/MWh	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025	2026	2027
BASELINE scenario	29	31	27	36	42	31	29	27	24
WORST case scenario	45	70	75	90		70	85	78	73
BEST case scenario	25	18	18	22		21	20	19	18

PUN									
ENERGIA ELETTRICA 1m, EUR/MWh	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025	2026	2027
BASELINE scenario	96	85	95	110	127	97	96	95	90
WORST case scenario	120	165	190	220		174	200	195	190
BEST case scenario	75	60	60	75		68	70	69	68

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Introduzione ai mercati delle quote di emissione

- **L'European Emissions Trading Scheme (EU ETS)** regola lo scambio di quote di emissione di CO₂, denominate **EUA (EU Allowances)**, e rappresenta la principale misura adottata dall'Unione Europea per l'implementazione del protocollo di Kyoto (Direttiva 2003/87/CE, recepita in Italia con Decreto Legislativo 4 aprile 2006, n. 216).
- Il sistema EU ETS è attivo in **31 paesi** (i 28 dell'UE, più l'Islanda, il Liechtenstein e la Norvegia) e limita le emissioni prodotte da oltre **11.000 impianti ad alto consumo di energia** (centrali energetiche per produzione di energia elettrica e di calore, settori industriali ad alta intensità energetica quali raffinerie, acciaierie, cementifici, vetrerie, cartiere e prodotti chimici, impianti industriali), dalle **compagnie aeree e marittime**.
- Le quote di emissione consentono l'immissione in atmosfera di un predeterminato **quantitativo massimo di gas ad effetto serra**. Le quote sono **assegnate gratuitamente** dall'Autorità Nazionale competente sulla base dei piani nazionali di assegnazione a tutte le categorie di attività disciplinate dalla normativa comunitaria tranne alla generazione elettrica (**meno del 43% del totale, in Fase 4**) oppure assegnate nelle **aste periodiche (almeno il 57% del totale, in Fase 4)**.

Il mercato è disegnato per favorire la decarbonizzazione

Nel 2024, le aste governative inizieranno il 15 gennaio e si concluderanno il 16 dicembre. Saranno complessivamente messe all'asta **677.274.000 EUA**, di cui 49.980.500 EUA per l'Italia. Si svolgeranno, inoltre, 6 sessioni d'asta di quote dedicate all'aviazione in cui saranno collocate **6.688.500 EUA A** (European Union Allowances Aviation), di cui 822.500 EUA A destinate all'Italia.

Tendenzialmente, **il legislatore desidera rendere il mercato sempre più teso** per favorire il processo di **decarbonizzazione**, dato un target di **riduzione delle emissioni del 62% al 2030** rispetto al livello del 2005 per i settori interessati.

Vari strumenti lavorano in tal senso. I più importanti sono:

- **4.2% fattore di riduzione** lineare del limite massimo di emissioni (pacchetto «Fit for 55»);
- **Market Stability Reserve**, volta a ritirare dal mercato le quote non assegnate alle aste e/o ridurre il surplus di mercato;
- **Progressiva riduzione delle assegnazioni gratuite** dal 2027 per l'aviazione, dal 2036 per i settori coperti dal carbon border adjustment mechanism (CBAM).

Il mercato è pensato per essere bilanciato o in deficit nel medio-lungo periodo, non è necessariamente così nel breve periodo.

Ad esempio, **nel 2024, potrebbe emergere un temporaneo surplus di mercato** dovuto a una richiesta di quote in asta inferiore alle attese per la debolezza della domanda dato il rallentamento economico in atto.

Contrattazione e consegna delle quote

Le quote di emissione:

- hanno **validità pluriennale**;
- sono **liberamente trasferibili e negoziabili** sul mercato europeo tramite apposite piattaforme di scambio o contratti bilaterali fra le parti.

Le Società devono consegnare all'Autorità Nazionale competente le quote equivalenti alle emissioni effettivamente generate nel corso dell'anno di riferimento entro il **30 settembre dell'anno successivo** (Direttiva ETS 2023/959). Nel caso in cui, alla fine dell'esercizio, ci sia una differenza tra la quantità di quote di emissione da consegnare e quelle a disposizione dell'azienda (somma algebrica delle quote assegnate gratuitamente più/meno le quote acquistate e vendute sul mercato), si originano surplus o deficit di quote.

- Il **surplus di quote** può essere utilizzato ai fini dell'adempimento dell'obbligo di **anni successivi** o ceduto sul **mercato**.
- Il **deficit di quote** può essere coperto attraverso la consegna di quote acquistate sul **mercato o già ricevute**, mediante assegnazione a titolo gratuito, per l'anno in corso.

Diritti di emissione: negativo 1H24 per incertezza su scenario macro e volumi richiesti, ma probabile rialzo nel 2H24 grazie a fondamentali più tesi

EUA in EUR/ton



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo.

Perché il petrolio è relativamente stabile nonostante i rischi geopolitici?

I mercati del greggio mostrano una relativa stabilità nonostante i rischi geopolitici in Medio Oriente e i problemi al transito di petrolio e gas attraverso il Mar Rosso. Ciò si spiega principalmente con un mix di mercati ben forniti e preoccupazioni macro legate al rallentamento dell'economia globale.

■ Le forniture sono adeguate, per ora:

- L'OPEC+ sta artificialmente limitando la produzione per proteggere l'equilibrio di mercato (o la stabilità dei prezzi?), ma l'aderenza ai target di produzione potrebbe mostrare nuove crepe e la spare capacity (ovvero la capacità produttiva inutilizzata) è elevata;
- Le scorte globali sono vicine alla media quinquennale e sono destinate ad aumentare;
- Negli USA, le scorte sono basse, ma la produzione di greggio raggiungerà nuovi record.

■ I rischi legati alla domanda sono orientati al ribasso:

- La crescita globale sta rallentando;
- La Cina sta affrontando diversi problemi, tra cui una grave crisi nel settore immobiliare;
- La ripresa post-pandemica nel settore dell'aviazione è quasi completata.

Rischi geopolitici e politiche dell'OPEC+ contribuiscono a sostenere i prezzi e la backwardation.

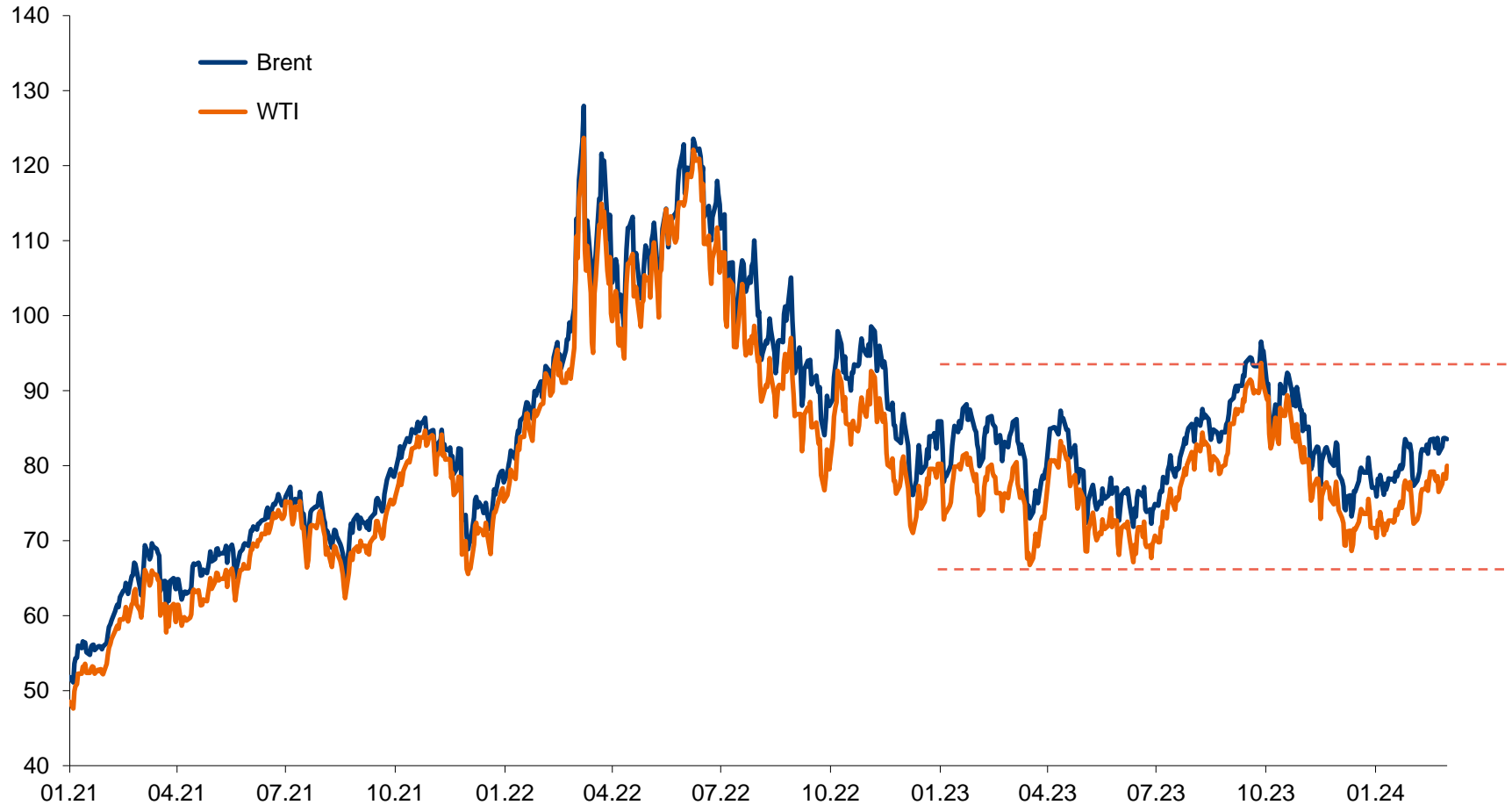
- Tensioni in Medio Oriente e guerra in Ucraina contribuiscono a mantenere un modesto premio al rischio geopolitico ed alimentano la backwardation lungo la curva forward del Brent;
- È improbabile che l'OPEC+ abbandoni i tagli obbligatori e volontari alla produzione.

I margini di raffinazione sono ben sostenuti da problemi logistici, ritardi e alti tassi di utilizzo delle raffinerie.

- Ora, i prodotti sono ben supportati, i margini di raffinazione sono relativamente elevati;
- Se i rischi geopolitici si attenuassero e il rallentamento globale si rivelasse peggiore del previsto, i margini potrebbero ridursi più rapidamente di quanto atteso al momento.

Petrolio: sinora, una relativa stabilità, complici mercati ancora ben forniti e preoccupazioni macro

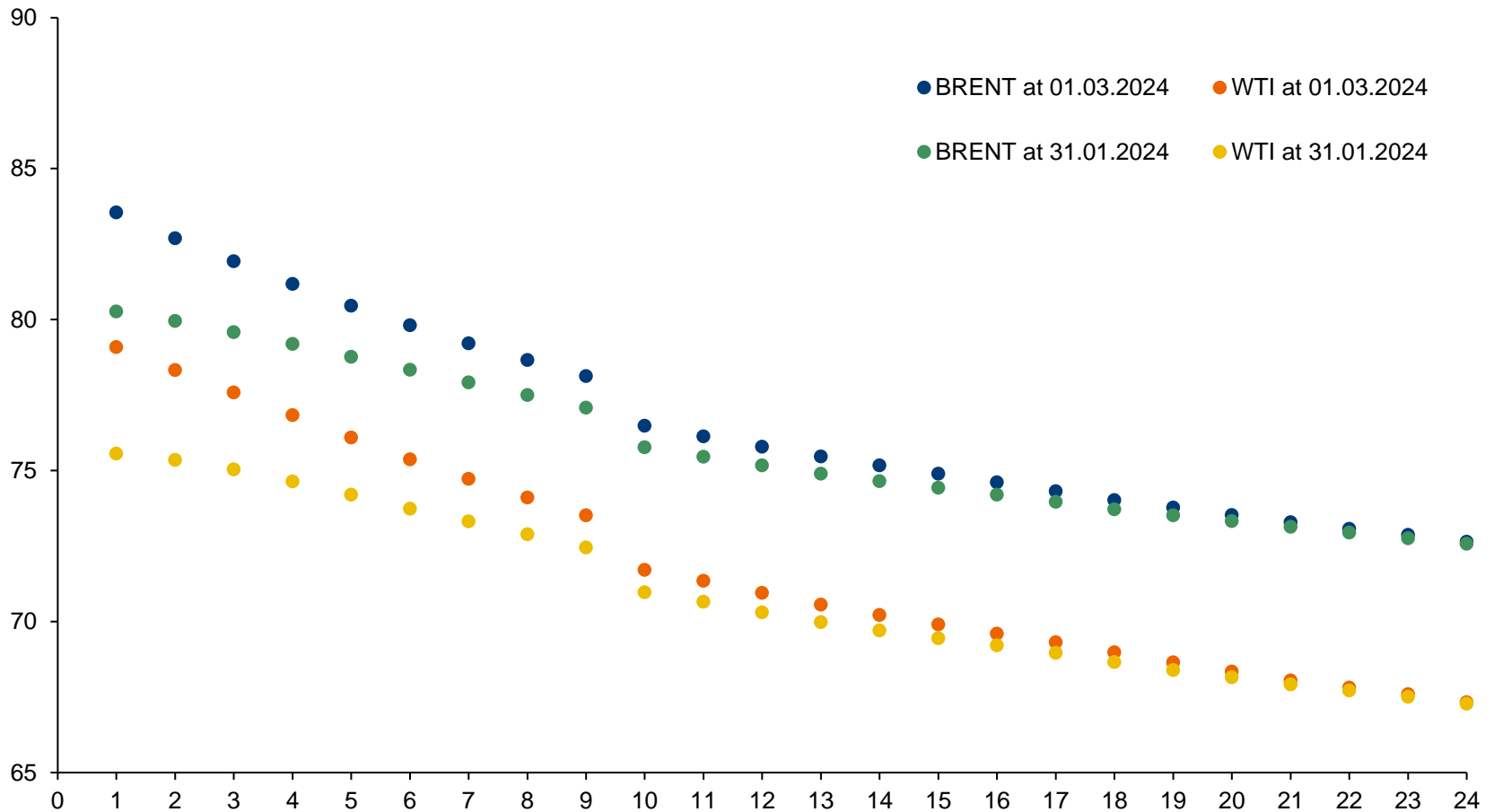
Prezzi del petrolio Brent e WTI in USD/barile



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rischi geopolitici e tagli OPEC+ sostengono la backwardation del Brent. Il WTI è più debole

Curve forward di Brent e WTI in USD/barile



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Mercati ben forniti per buona parte dei prossimi anni

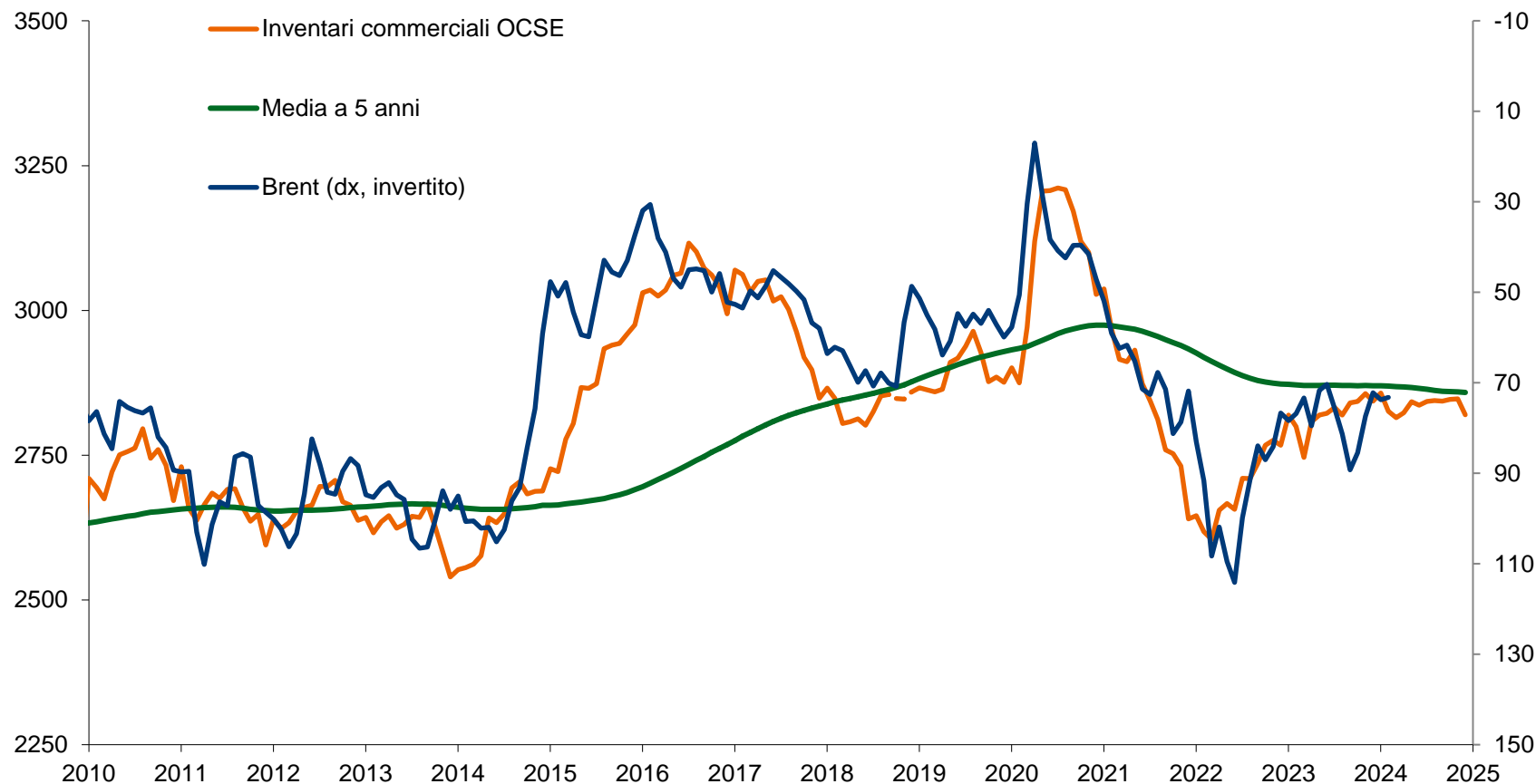
U.S. Energy Information Administration (EIA), stima del bilancio di mercato in mb/g



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le scorte potrebbero aumentare leggermente nel 2024

Scorte commerciali OCSE in mb, loro media quinquennale, prezzo del Brent (scala destra, invertita)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati International Energy Agency (IEA)

L'OPEC+ controlla la produzione per sostenere i prezzi, finanziare la spesa pubblica... e prepararsi al futuro

Prezzi del petrolio di equilibrio fiscale in USD/b

Fiscal breakeven oil prices						
	Media				Proiezioni	
	2000-2019	2020	2021	2022	2023	2024
Algeria	102	90	111	110	118	145
Bahrain	83	121	132	137	108	97
Iran	86	547	272	269	307	317
Iraq	76	57	53	71	98	98
Kuwait	47	77	69	49	65	64
Libia	72	142	52	68	68	64
Oman	69	86	77	63	54	55
Qatar	45	49	47	45	46	42
Arabia Saudita	80	76	84	88	86	80
Emirati Arabi Uniti	50	52	53	46	56	58

Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Oltre ai tagli di produzione congiunti, il 03.03.2024 l'**OPEC+** ha annunciato l'estensione **sino a giugno** 2024 di ulteriori **tagli volontari pari a 2,2 mb/g**, ma vi partecipano solo Arabia Saudita, Russia, Iraq, Emirati Arabi Uniti, Kuwait, Kazakistan, Algeria e Oman.

Ci sono **voci di tensioni nel gruppo**. L'Arabia Saudita sostiene stabilmente l'onere maggiore (-1 mb/g), la Russia (-0.5 mb/g) ha registrato una compliance meno affidabile, alcuni Paesi vorrebbero rivedere i target o sospendere la propria adesione al cartello.

Molti Paesi hanno alti prezzi di petrolio di breakeven. Solitamente, ciò implica maggiori sforzi per sostenere i prezzi tramite tagli alla produzione o minacce geopolitiche. **Per l'Arabia Saudita**, il FMI stima un breakeven a **80 USD**. Fitch Ratings oltre **90 USD**. Bloomberg Economics **108 USD**, considerando la spesa domestica del fondo sovrano.

Petrolio: bloccato in un ampio trading range

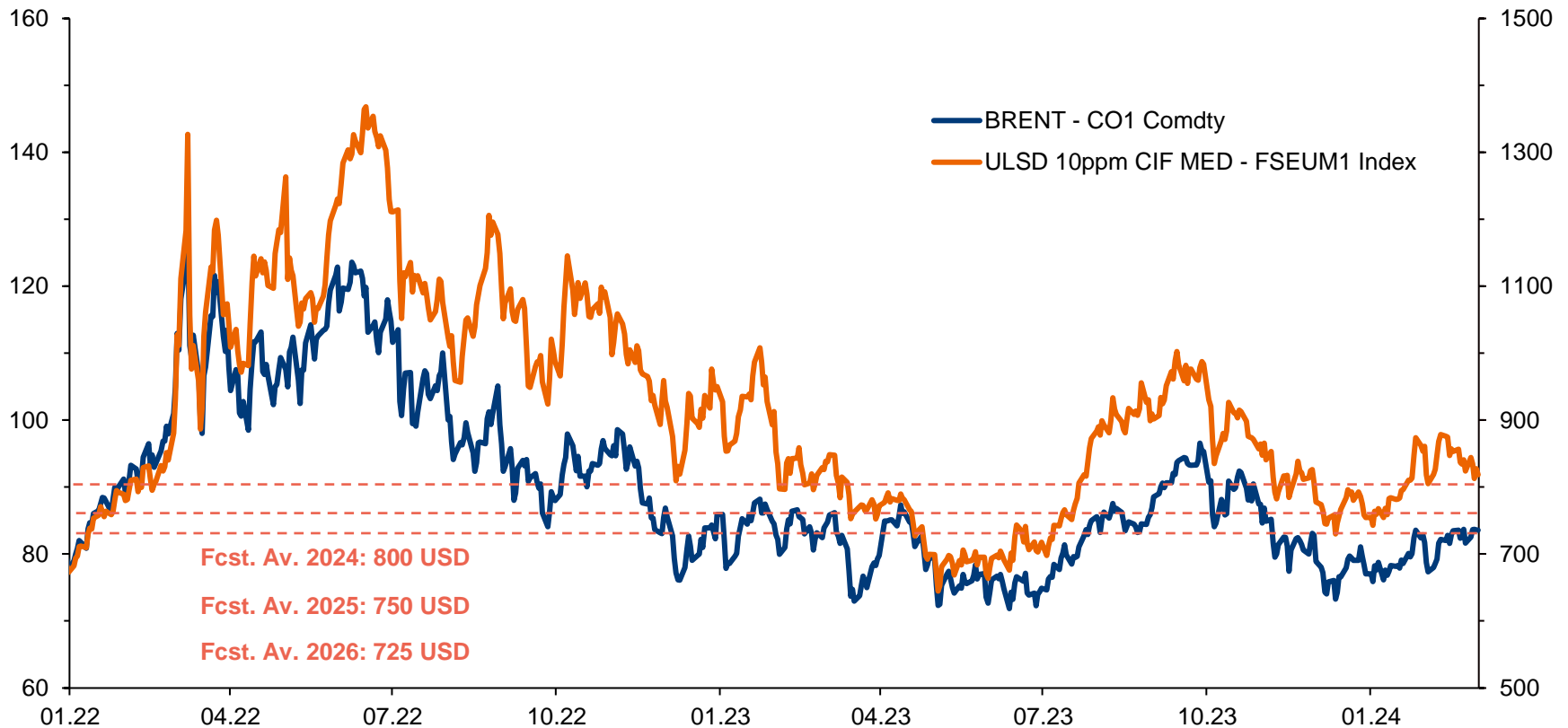
Brent in USD/bbl



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo. Una nostra analisi più dettagliata è disponibile sul sito istituzionale: <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/area-media/commodity/2024/petrolio-stabile-nonostante-rischi-geopolitici>

Prodotti petroliferi e margini di raffinazione risentono maggiormente di problemi logistici, guerra in Ucraina, e manutenzioni in U.S.

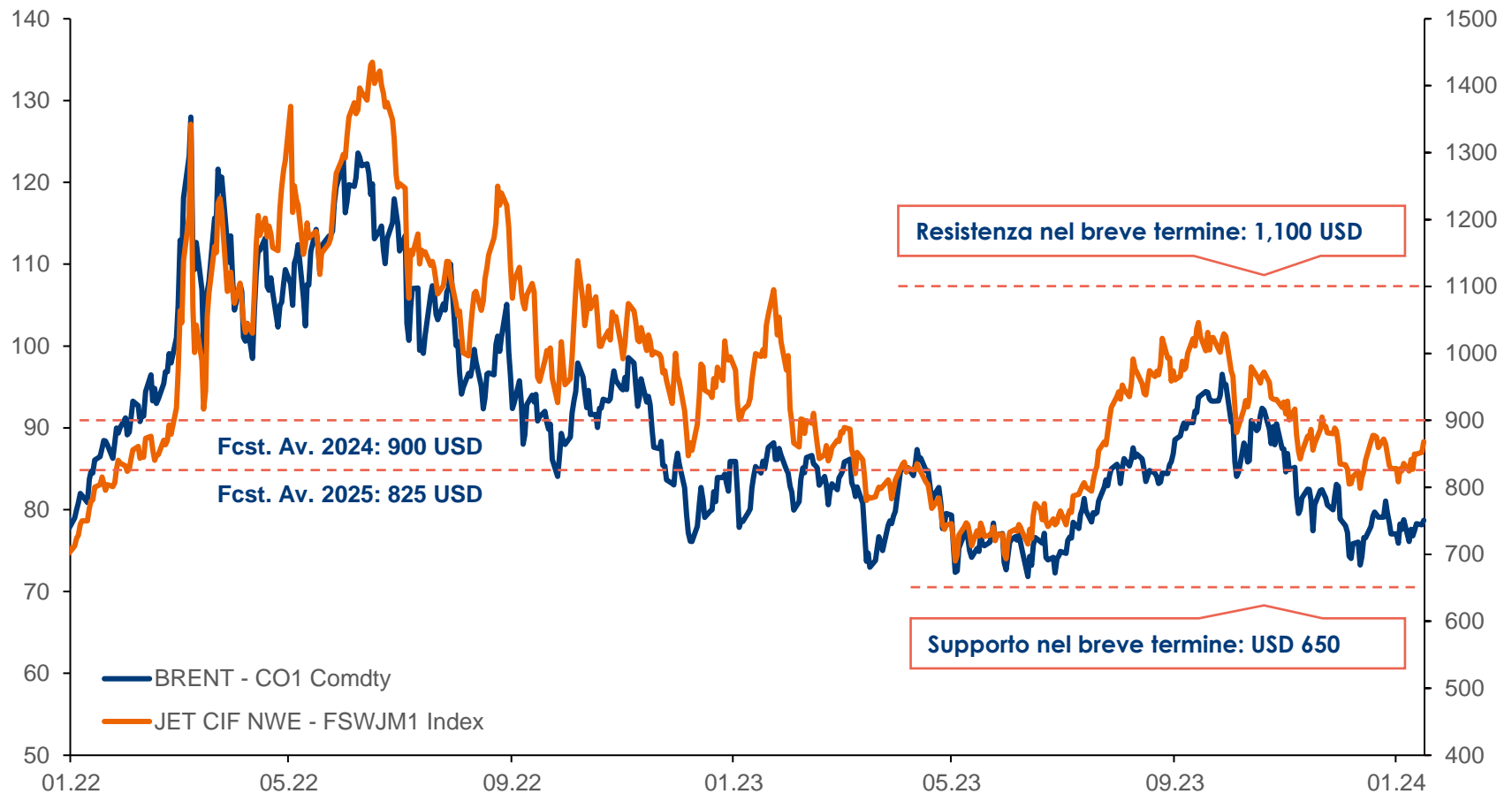
ULSD CIF MED in USD/ton



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo. Una nostra analisi più dettagliata è disponibile sul sito istituzionale: <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/area-media/commodity/2024/petrolio-stabile-nonostante-rischi-geopolitici>

Jet fuel: domanda ai massimi post-Covid e rischi al rialzo sui prezzi

Jet in USD/mt



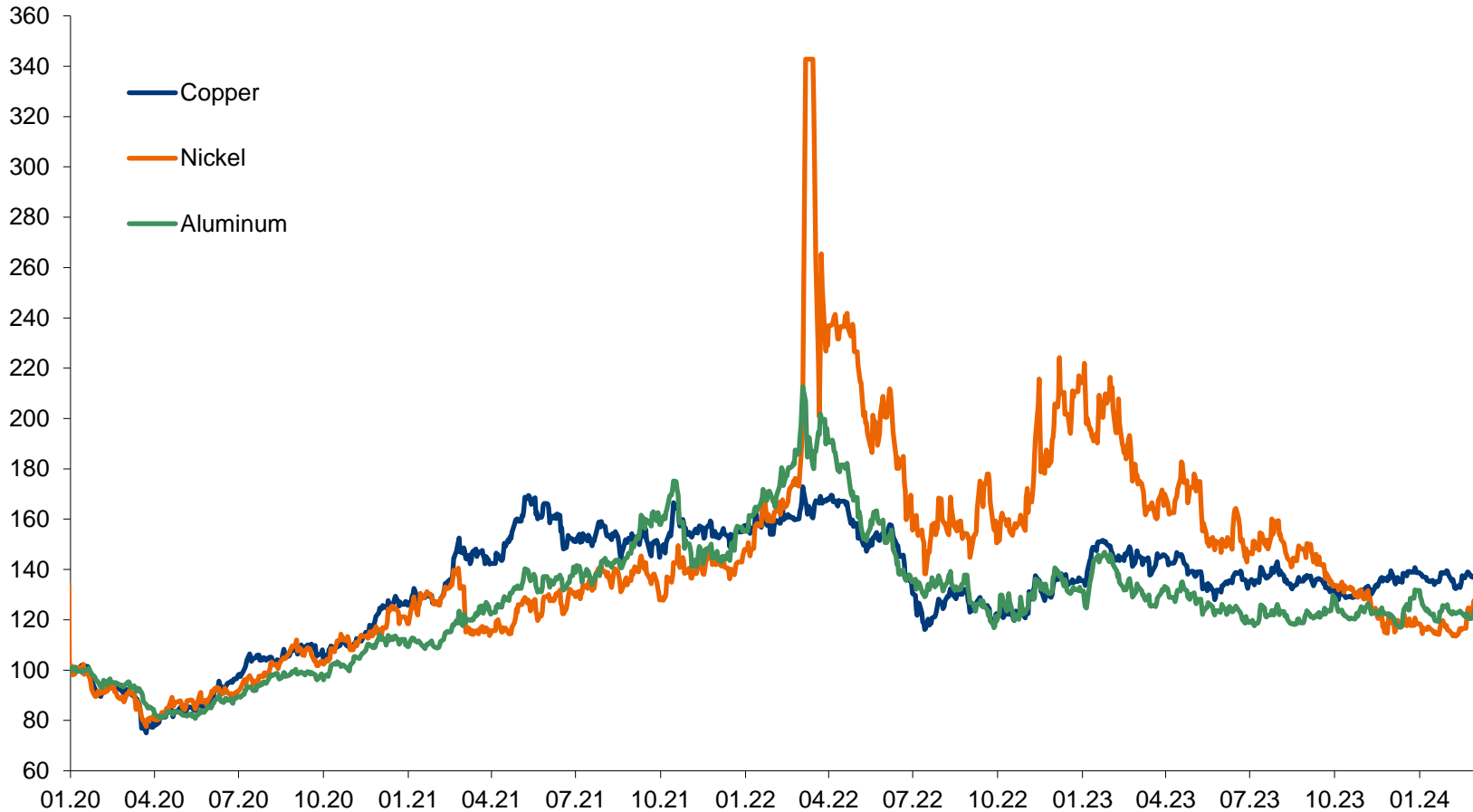
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo

Agenda

- 1 Scenario macroeconomico e rischi geopolitici
- 2 Materie prime energetiche verso un «new normal»
- 3 Metalli industriali: ancora cautela nel breve termine**
- 4 Conclusioni

Metalli industriali: sopra i livelli pre-Covid, ma debolezza per scenario globale, Cina, e alti tassi di interesse

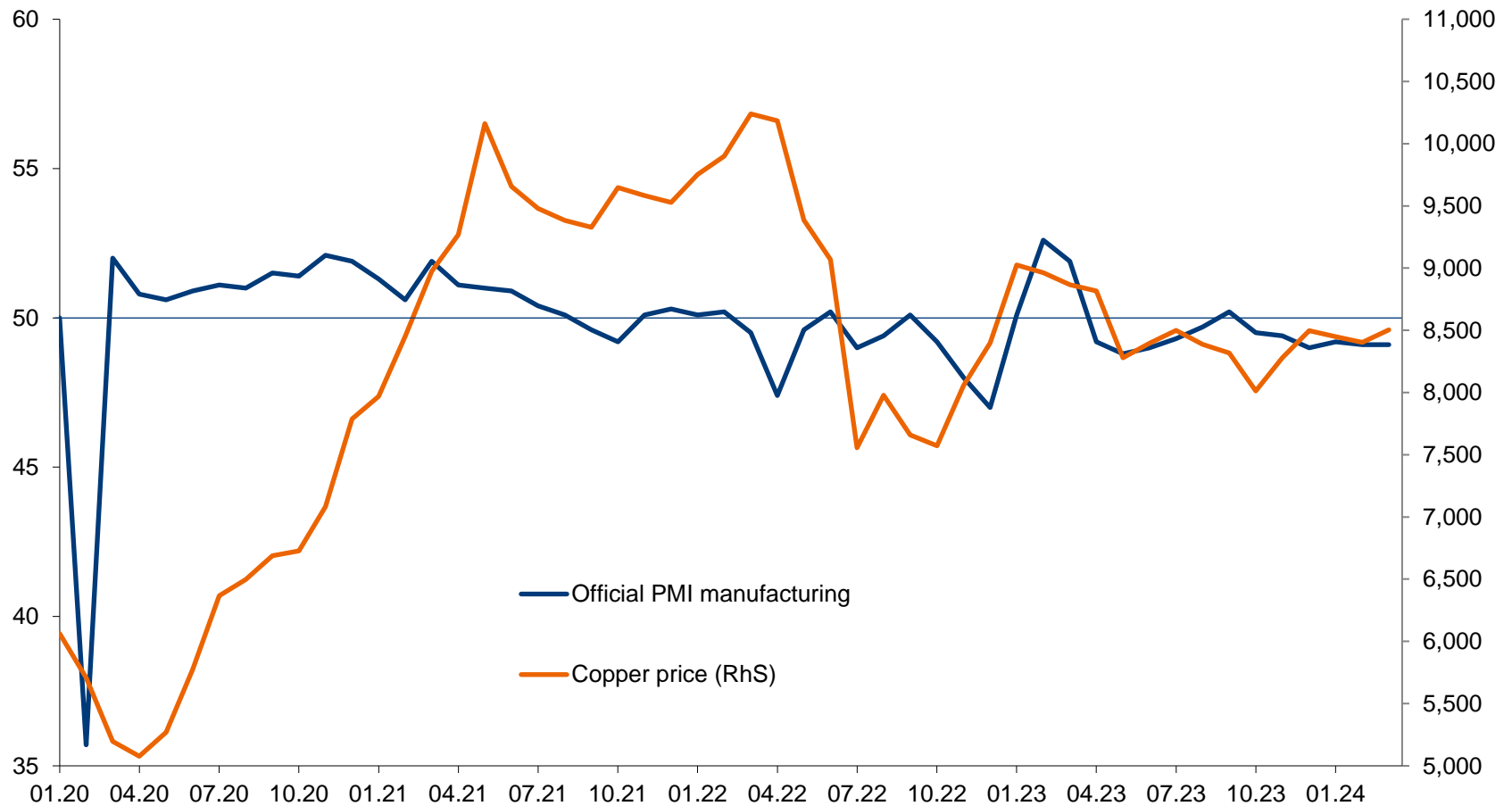
Performance di rame, nickel e alluminio (LME 3m, Dic. 2019 = 100)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

La crescita cinese dovrebbe restare debole nel 2024

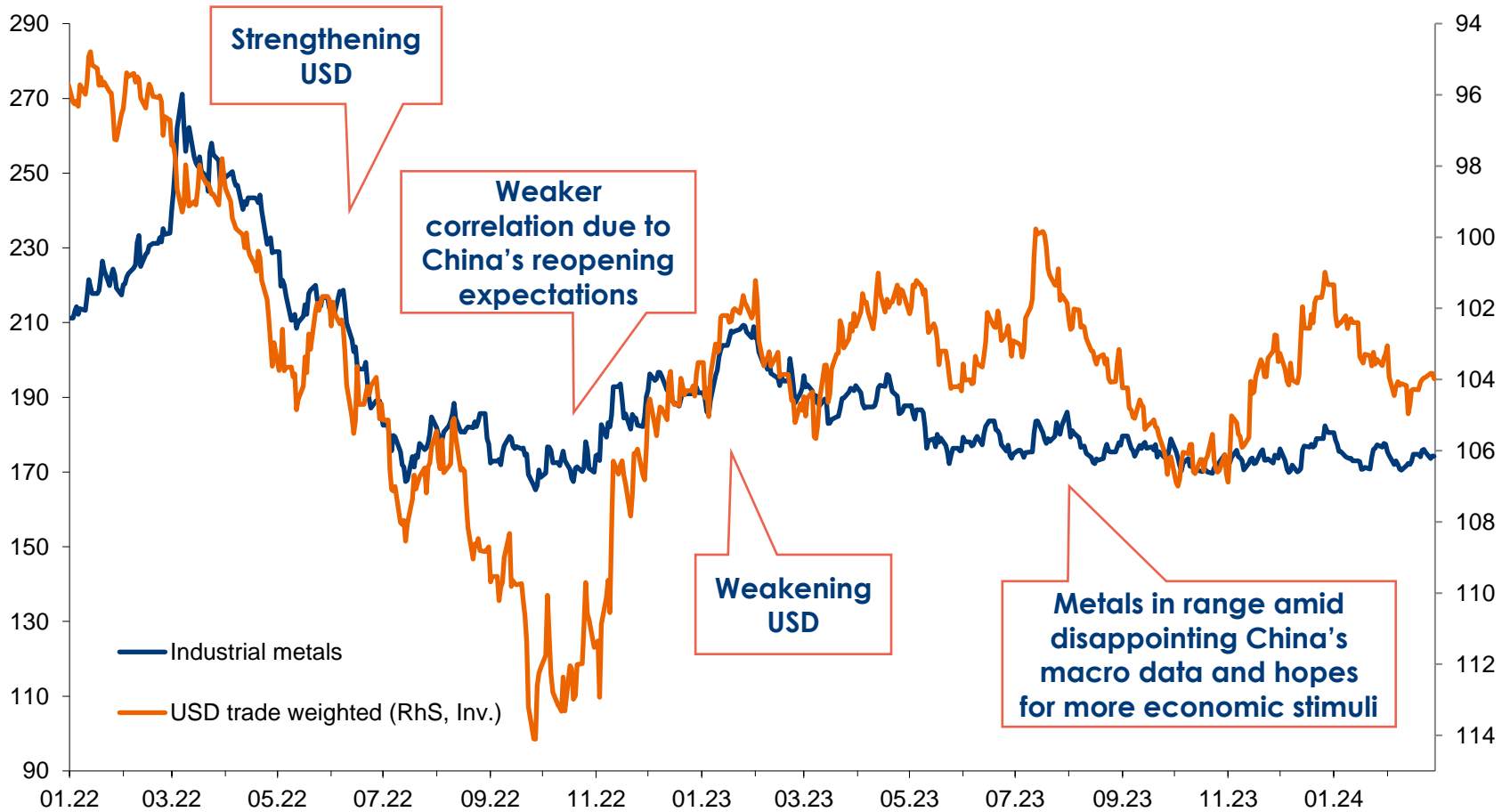
PMI manifatturiero cinese ufficiale vs. prezzo del rame (scala destra)



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Una più debole correlazione con l'USD: prevalgono le preoccupazioni macro

Indice dei metalli industriali e USD pesato per il commercio (scala destra, invertito)



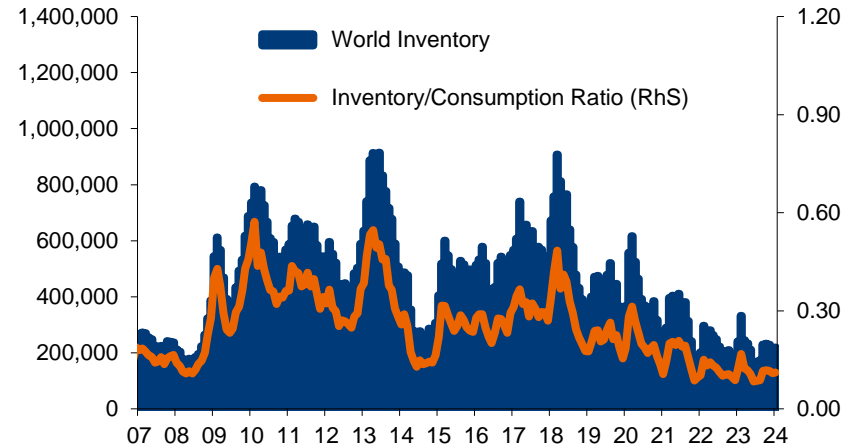
Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel breve termine, debole domanda, scorte in rialzo, produzione rivista al ribasso: riparte il boom-bust cycle...

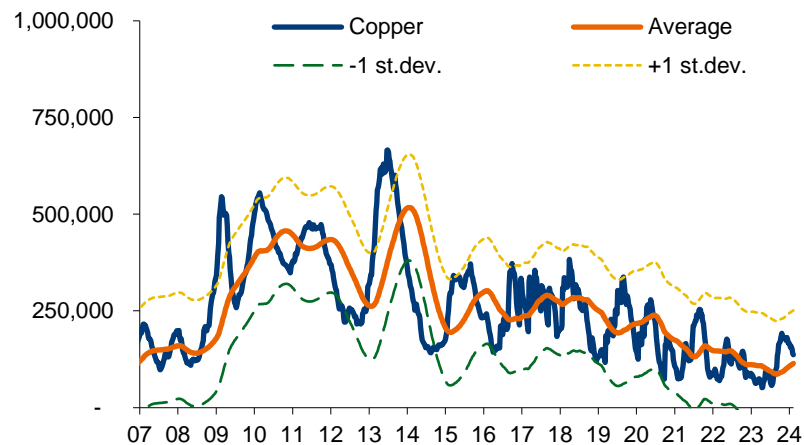
LME Copper 3m



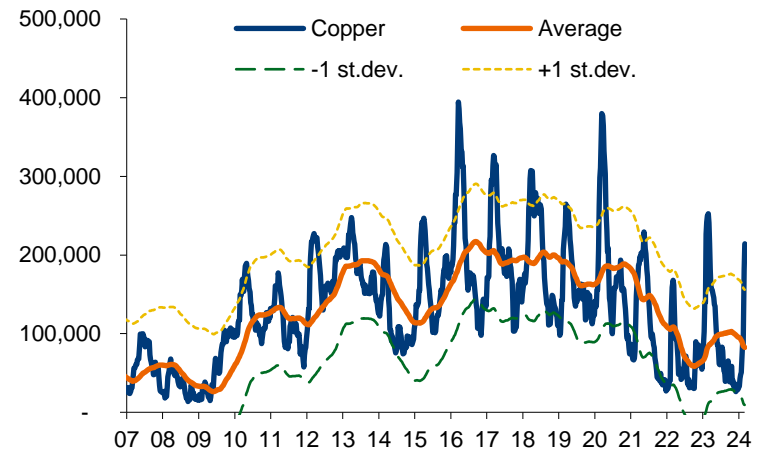
Inventory/consumption ratio



LME inventories



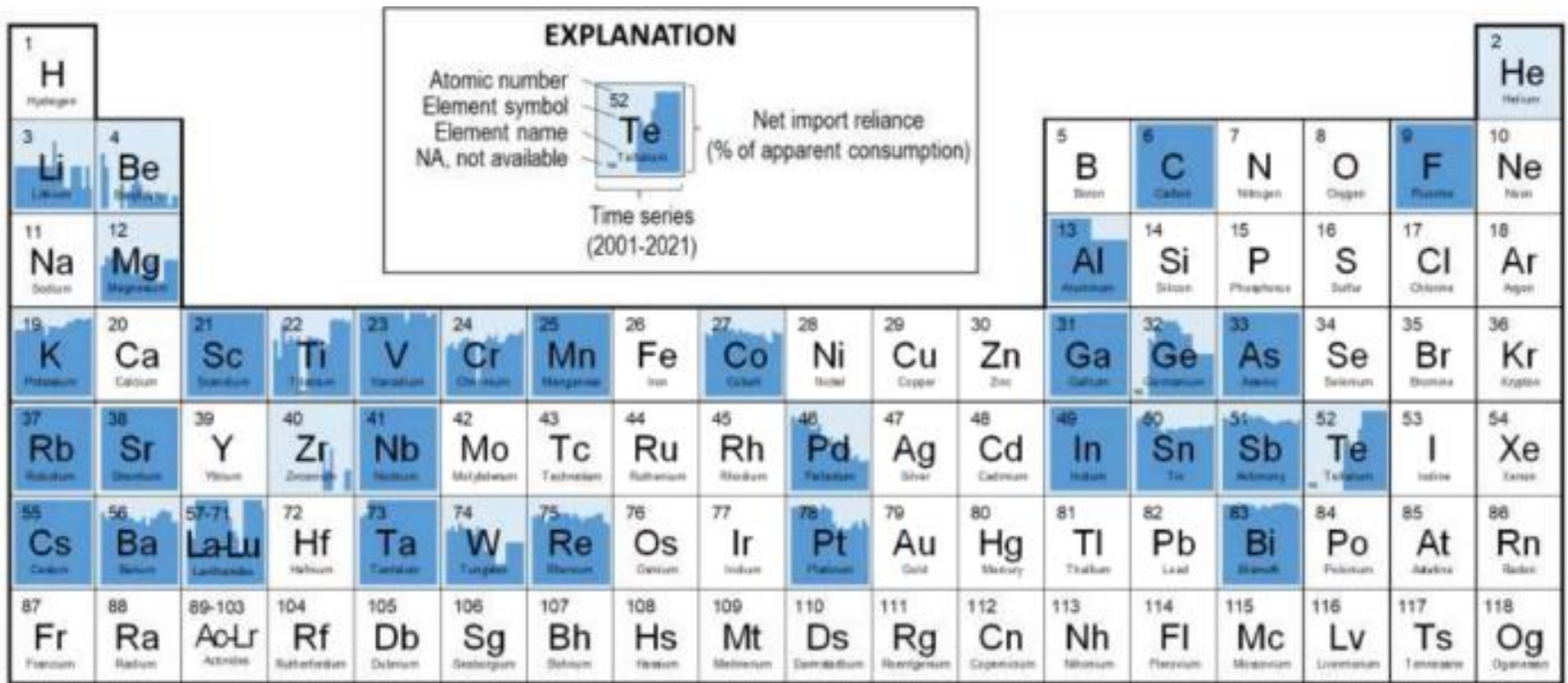
SHFE inventories



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

... perché nel medio-lungo termine la nostra domanda senza precedenti continuerà a crescere

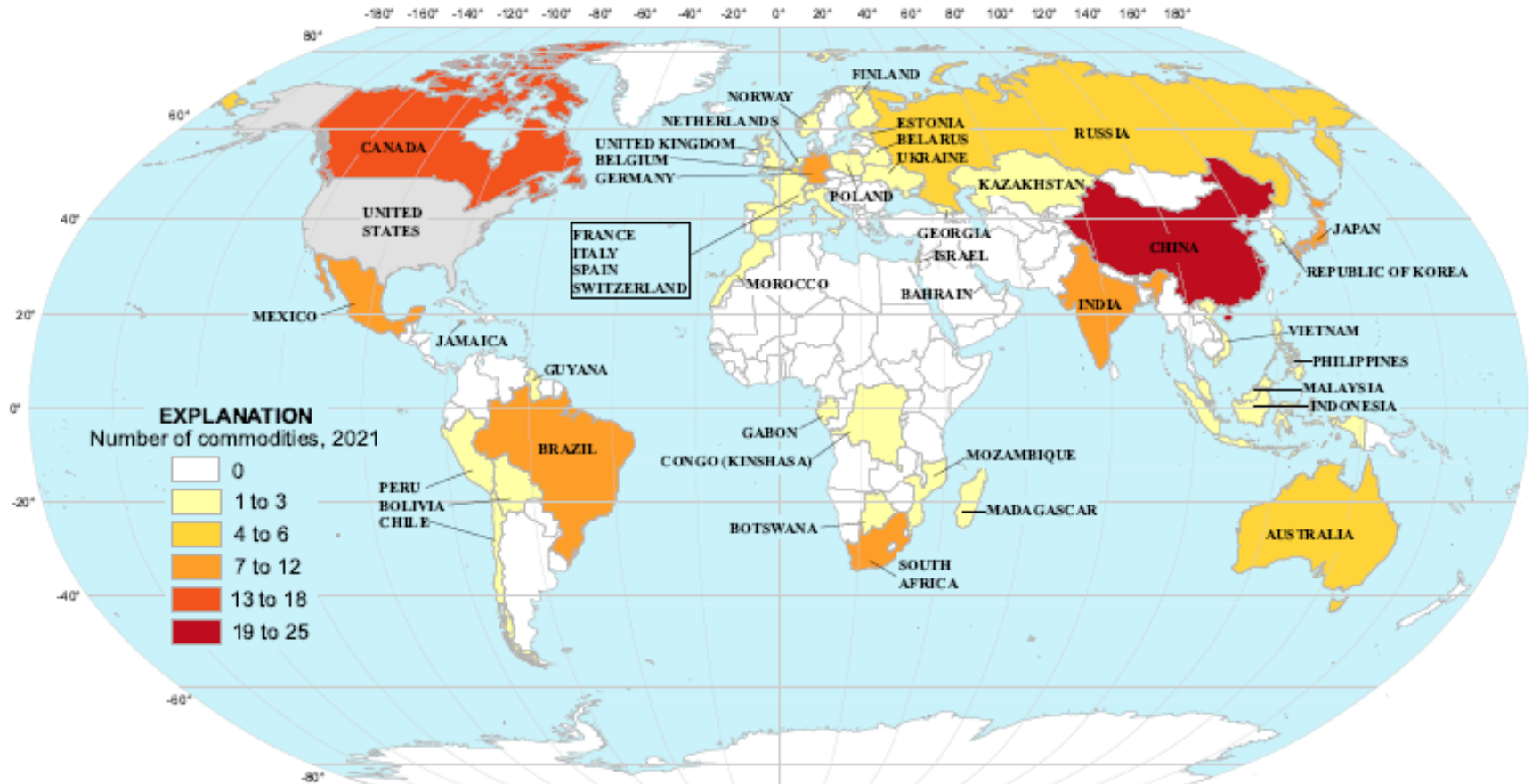
Andamento ventennale della dipendenza statunitense dalle importazioni di minerali critici.
 Consumiamo tutti gli elementi della tavola periodica e dipendiamo dalle importazioni.
 Occorre investire in nuove risorse, innovazione ed economia circolare.



Fonte: U.S. Geological Survey

Diversificare le forniture non è facile: spesso l'offerta di materie prime è concentrata geograficamente...

Principali Paesi di approvvigionamento di minerali per i quali gli Stati Uniti dipendono per oltre il 50% dalle importazioni

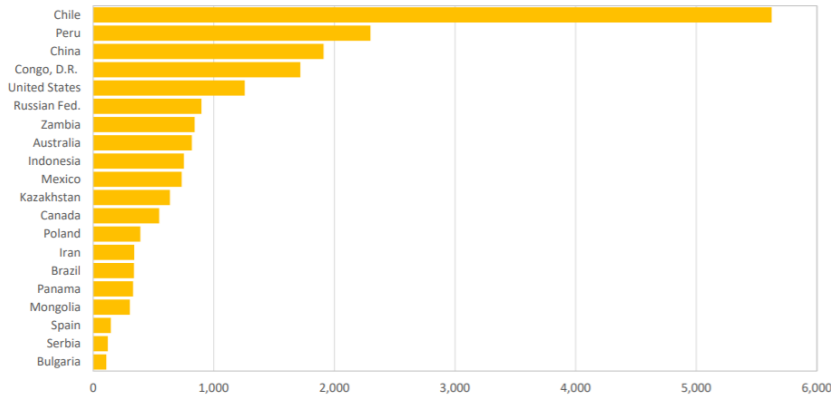


Fonte: U.S. Geological Survey

...così come alcune attività industriali. Un esempio: estrazione vs. raffinazione del rame

COPPER MINE PRODUCTION BY COUNTRY: TOP 20 COUNTRIES IN 2021

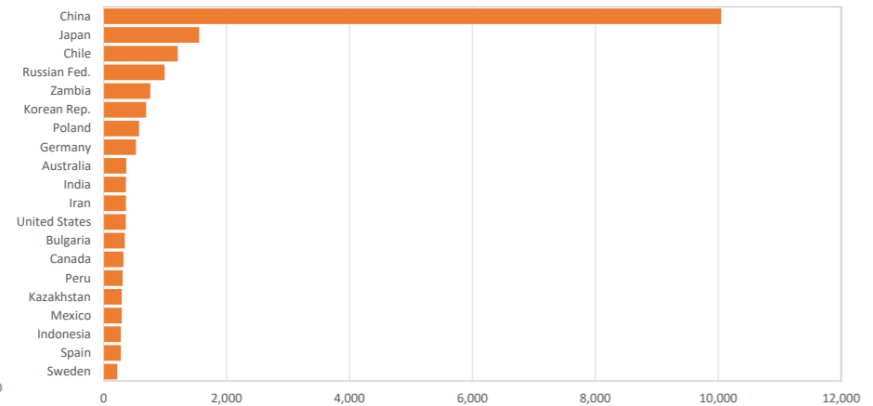
Thousand metric tonnes copper
Source: ICSG



Chile accounted for almost a third of world copper mine production in 2021 with mine output of 5.6 million tonnes copper. Peru, which has seen a sharp increase in output since 2015, accounted for 10.8% of world mine production.

COPPER SMELTER PRODUCTION BY COUNTRY: TOP 20 COUNTRIES IN 2021

Thousand metric tonnes copper
Source: ICSG



In 2021, China accounted for almost 50% of world copper smelter production, followed by Japan (7%), Chile (6%) and Russian Federation (5%).

MAJOR INTERNATIONAL TRADE FLOWS OF COPPER ORES AND CONCENTRATES¹

Major Exporters of Copper Ores and Concentrates, 2021

- Chile
- Peru
- Indonesia
- Mexico
- Australia
- Mongolia
- Canada
- Brazil
- United States
- Kazakhstan



Major Importers of Copper Ores and Concentrates, 2021

- China
- Japan
- Korean Rep.
- Spain
- Germany
- Bulgaria
- India
- Finland
- Mexico
- Sweden.

MAJOR INTERNATIONAL TRADE FLOWS OF REFINED COPPER¹

Major Exporters of Refined Copper, 2021

- Chile
- D.R. Congo
- Japan
- Russian Fed.
- Kazakhstan
- Australia
- Korean Rep.
- Poland
- Belgium
- China



Major Importers of Refined Copper, 2021

- China
- United States
- Italy
- Germany
- Taiwan (China)
- Thailand
- Turkey
- Korean Rep.
- Brazil
- Malaysia

Image courtesy of the Copper Development Association.

^{1/} Figure is intended to illustrate trade flows but not actual trade routes. Detailed trade matrices are available in ICSG Statistical Yearbook.

Image courtesy of the Copper Development Association.

^{1/} Figure is intended to illustrate trade flows but not actual trade routes. Detailed trade matrices are available in ICSG Statistical Yearbook.

Fonte: ICSG, The World Copper Factbook 2022

Rame LME 3m in USD/ton: cautela nel breve, ma pressioni al rialzo nel medio/lungo termine



Fonte: Elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, previsioni Intesa Sanpaolo. Una nostra analisi più dettagliata è disponibile sul sito istituzionale: <https://group.intesasnpaolo.com/content/dam/portalgrou/repository-documenti/newsroom/area-media-dsr/2023/Transizione-energetica-e-materie-prime.pdf>

Agenda

- 1 Scenario macroeconomico e rischi geopolitici
- 2 Materie prime energetiche verso un «new normal»
- 3 Metalli industriali: ancora cautela nel breve termine
- 4 Conclusioni

Le crisi sono un sintomo di un mondo in rapida (e costosa) transizione. Come affrontarle?

■ Globalizzazione → Regionalizzazione

- Modifiche nelle catene del valore
- Just in time → Gestione delle scorte

■ Domanda di materie prime in espansione → Controllo delle filiere

- → Competizione geopolitica per controllare risorse critiche e limitate (incluse filiere e rotte commerciali)

■ → **Innovazione, digitalizzazione, economia circolare**

■ Cambiamento climatico → Adattamento e Mitigazione

■ → **Investimenti in rinnovabili e risparmio energetico**

■ Gestione dei rischi operativi → Gestione dei rischi non caratteristici d'impresa;

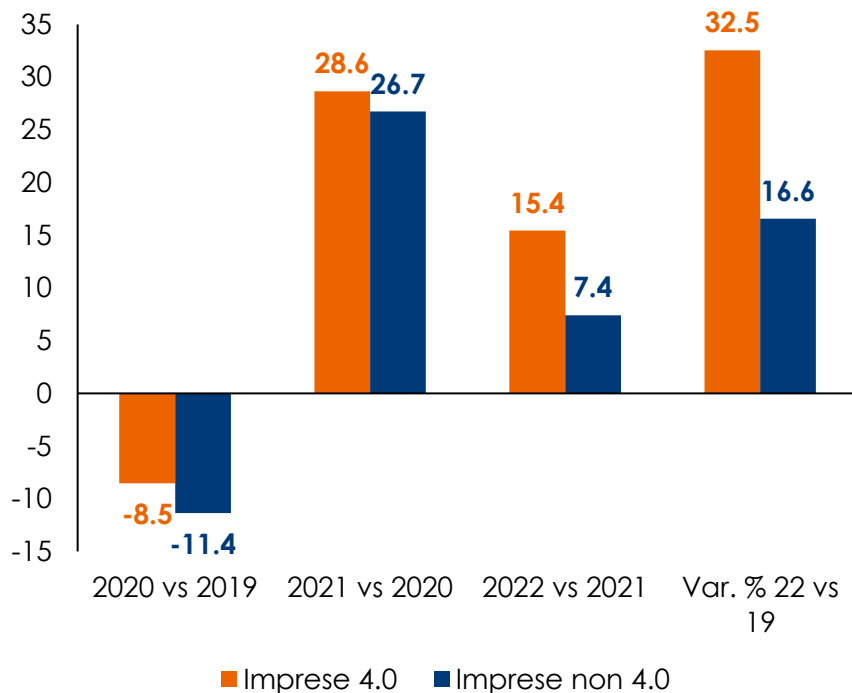
- Rischio commodity: maggiore volatilità e rischi esogeni
- Rischio tasso: per politiche monetarie più dipendenti dai dati, maggiore incertezza e «higher for longer»

■ **«Fare sistema»**: collaborare, scambiare informazioni, creare circoli virtuosi

Investire in tecnologia conviene? Le nostre analisi rivelano importanti ritorni da questi investimenti

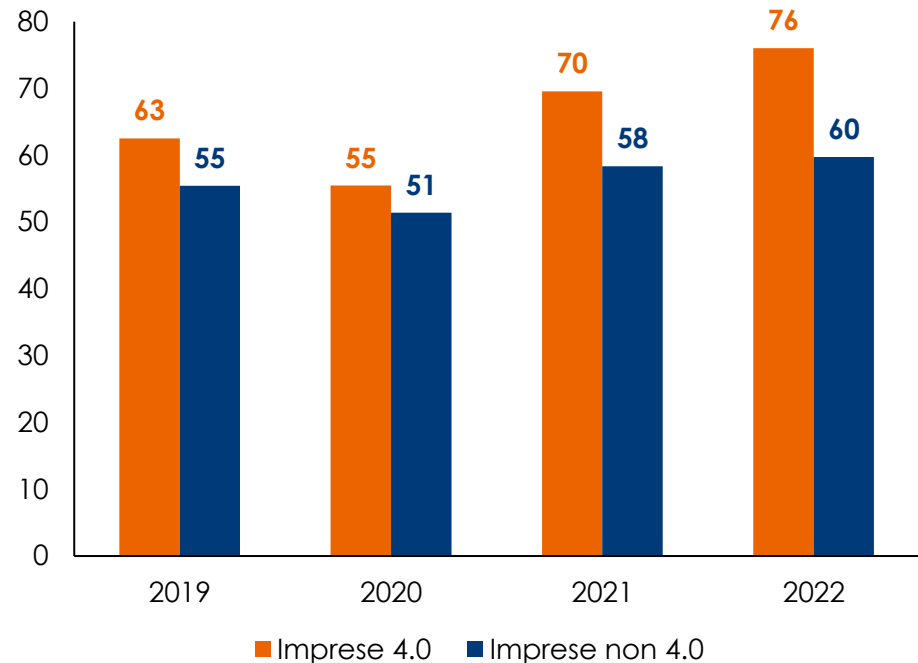
Variatione del fatturato

(var % a prezzi correnti; mediane)



Valore aggiunto per addetto

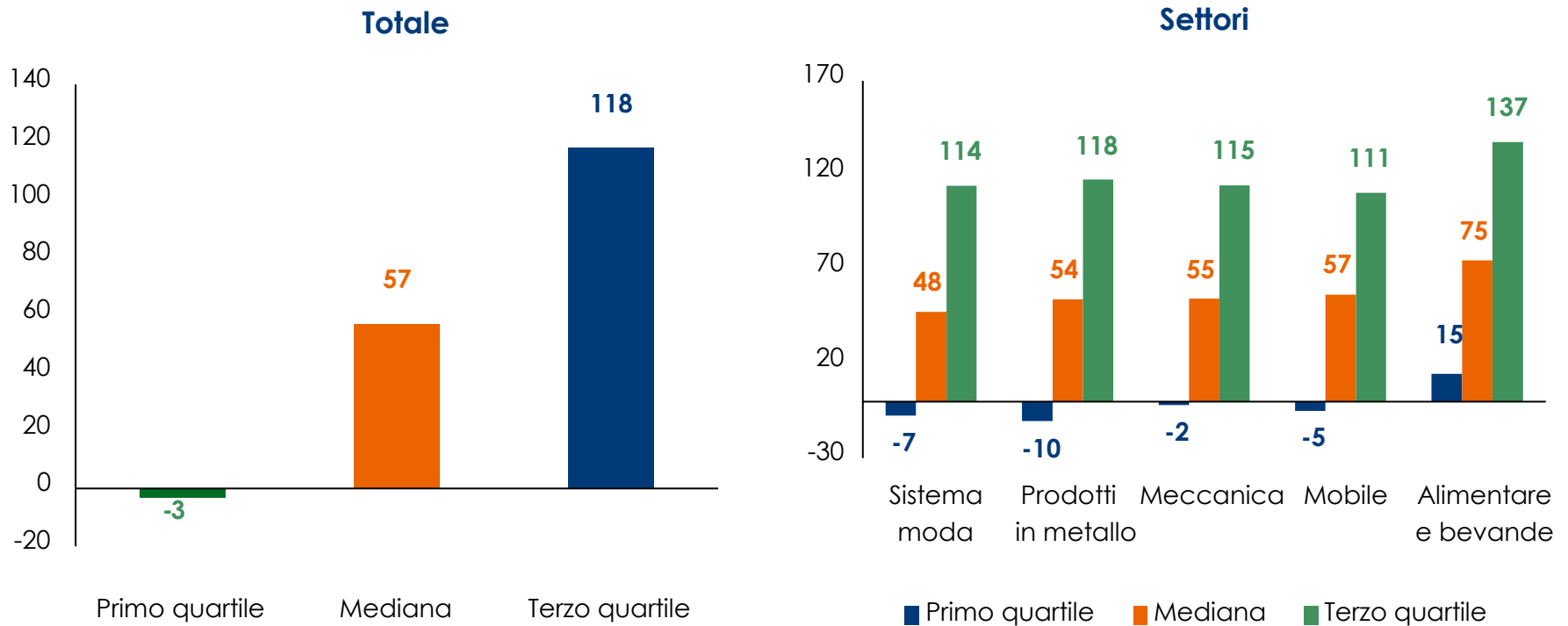
(migliaia di euro; mediane)



Nota: analisi su 234 imprese operative in Emilia Romagna e Marche e specializzate in Metalmeccanica, Elettronica ed elettrotecnica, ICT e servizi alle imprese. Fonte: 3° Osservatorio BI-REX - Intesa Sanpaolo, novembre 2023. Una nostra analisi più dettagliata è disponibile sul sito istituzionale: <https://group.intesasanpaolo.com/it/sala-stampa/comunicati-stampa/2023/11/osservatorio-industria-4-0-intesa-sanpaolo-bi-rex---le-performan>

Climate change: mitigazione o adattamento?

Rinnovabili e coperture per contrastare i rischi energetici.
Imprese distrettuali: variazioni dei pagamenti effettuati a favore di utility energetiche
 tra il 2019 e il 2022 (quartili; %)

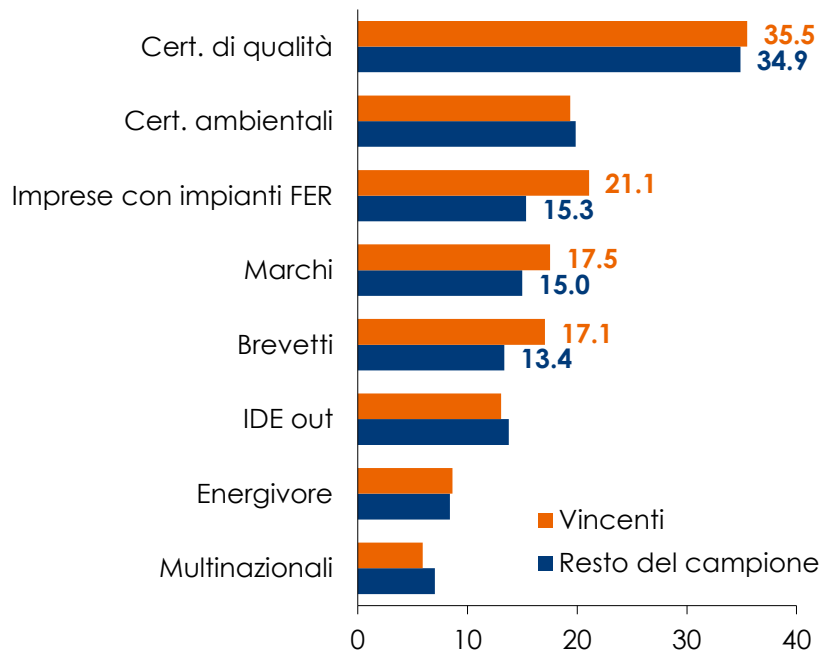


Fonte: Intesa Sanpaolo Integrated Database. Una nostra analisi più dettagliata è disponibile sul sito istituzionale:
<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/research-in-primo-piano/distretti-e-territorio/2023/rapporto-annuale-economia-e-finanza-dei-distretti-industriali-2023>

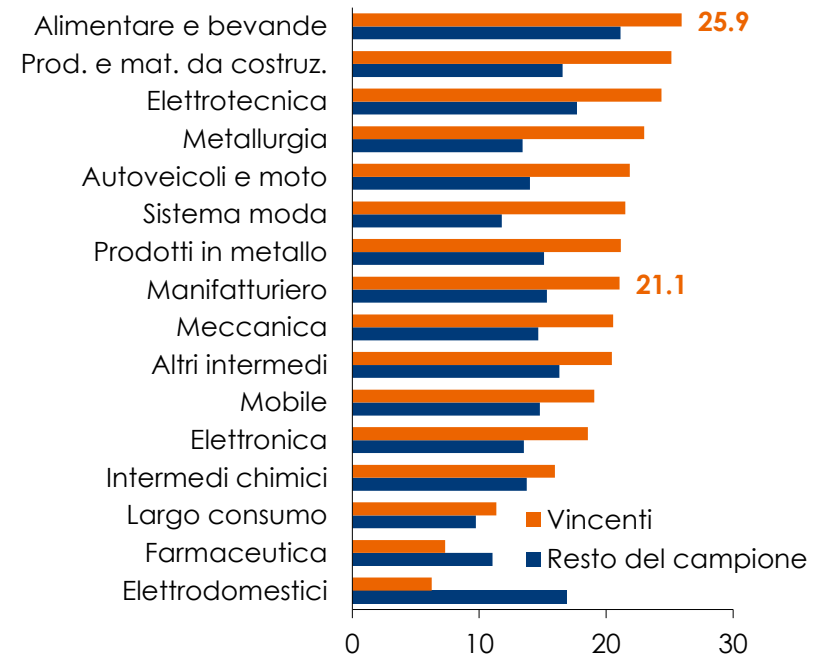
“Never Waste a Good Crisis”

Investire, innovare, gestire i rischi non caratteristici di impresa e fare sistema sono strategie essenziali per affrontare le crisi

La presenza di leve competitive (%)



L'incidenza delle imprese dotate di impianti FER (%)



Nota: identifichiamo come imprese vincenti quelle che appartengono al top 25% del proprio settore di specializzazione per margini netti in % del fatturato, sia nel 2019 sia nel 2022. Le imprese dotate di impianti alimentati da fonti di energia rinnovabile sono quelle che all'interno del nostro campione hanno ricevuto incentivi GSE. Fonte: elaborazioni su dati GSE, CSEA e Intesa Sanpaolo Integrated Database

Grazie!

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., 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.

Frequenza 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 Spa 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.

A cura di:

Daniela Corsini, CFA, Rates, FX & Commodities Research, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo
Giovanni Foresti, Regional Research, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo
Ilaria Sangalli, Dc Sr Industry Research, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo
Andrea Volpi, Dc Sr Macroeconomic Research, Direzione Studi e Ricerche, Intesa Sanpaolo