

Mensile Materie Prime
Commodity: forti rialzi nel 2021 ma timori per il 2022
Energia: Outlook Neutrale da Mod. Positivo, prevale la cautela per il 2022

Si chiude un anno straordinario per il comparto dell'Energia, che riteniamo difficilmente potrà ripetersi nel 2022. Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti ma senza replicare la performance del 2021. I fondamentali appaiono in marginale deterioramento per il comparto petrolifero ed alimentano le aspettative di un ritorno in surplus nel 2022, complice l'oggettivo rallentamento dell'economia mondiale nel post-COVID, che finirà per incidere sulla domanda.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, ancora depressi da dollaro forte e tapering

Il deciso trend di apprezzamento del dollaro USA e la riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, che hanno depresso le quotazioni dei Preziosi nel 2021, probabilmente estenderanno i loro effetti negativi anche nel 2022. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai rinnovati allarmi sanitari, hanno solo frenato i ribassi di fine anno, lasciando però intatto il trend negativo e strutturale del comparto.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, quadro supportivo nel medio termine

I fattori dello scenario di fondo restano immutati e si trasferiranno senza grosse modifiche nel 2022. Il rincaro dei costi energetici resta determinante nelle lavorazioni siderurgiche: ad esso si sommano le strozzature di mercato. Questa combinazione sosterrà il rialzo delle quotazioni anche il prossimo anno. Nel medio-lungo termine il settore continuerà a beneficiare delle attese dei forti investimenti indispensabili al cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici.

Prodotti agricoli: Outlook Neutrale da Mod. Positivo, prezzi stabili nel 2022

Il quadro dei fondamentali che ha sostenuto la dinamica rialzista del 2021 si trasferirà anche nel 2022 ma con effetti probabilmente più sfumati. Il rialzo dei costi produttivi, le difficoltà di approvvigionamento e i mutamenti climatici incideranno anche l'anno prossimo ma difficilmente spingeranno le quotazioni agricole oltre i livelli già raggiunti. Per questa ragione, i prezzi sono attesi in blando rallentamento, mentre meno roseo appare il quadro per le soft commodity.

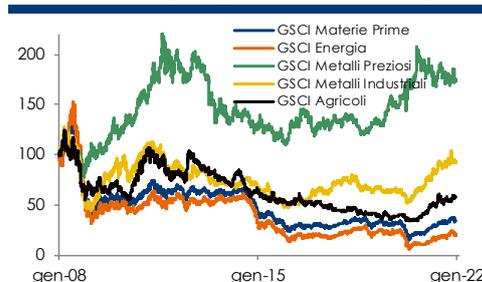
Soft Commodity:

- Cotone:** risultato positivo nel 2021; Cina, India e Stati Uniti ancora protagonisti nel 2022.
- Zucchero:** performance positiva nel 2021, possibile indebolimento nel 2022.
- Caffè:** ulteriore rincaro dei prezzi sul finale d'anno, è difficile che si ripeta nel 2022.
- Cacao:** a rischio di risultato negativo nel 2021, le attese di surplus pesano sul 2022.

Performance degli indici commodity

	Valore 13.12.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.678,9	35,5	5,4	12,8
GSCI Energia	409,9	53,5	-15,9	-2,0
GSCI Met. Preziosi	2.035,8	-7,4	17,4	42,0
GSCI Met. Industriali	1.737,0	24,1	44,2	46,6
GSCI Prod. Agricoli	494,0	23,5	46,3	13,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 13.12.2021

Andamento dei principali indici commodity


Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

14 dicembre 2021 - 14:50 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Mario Romani

Analista Finanziario

14 dicembre 2021 - 14:56 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Dic.	Nov.
WTI	=	+
Brent	=	+
Gas Naturale	=	+
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	+	+
Zinco	+	+
Nickel	+	+
Mais	=	+
Frumento	=	+
Soia	=	+
Cotone	-	+
Zucchero	-	+
Caffè Arabica	=	+
Caffè Robusta	=	+
Cacao	=	+

Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale. Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2021	2020
WTI	46,9	-23,0
Brent	43,6	-24,5
Gas Naturale	49,4	19,2
Gasolio	54,2	-32,7
Oro	-5,7	22,1
Argento	-15,6	45,5
Rame	21,7	26,7
Alluminio	34,1	8,5
Zinco	22,5	17,6
Nickel	18,6	20,8
Mais	20,7	25,2
Frumento	22,6	15,5
Soia	-5,4	41,3
Caffè	84,6	-
Cotone	36,7	-

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 13.12.2021

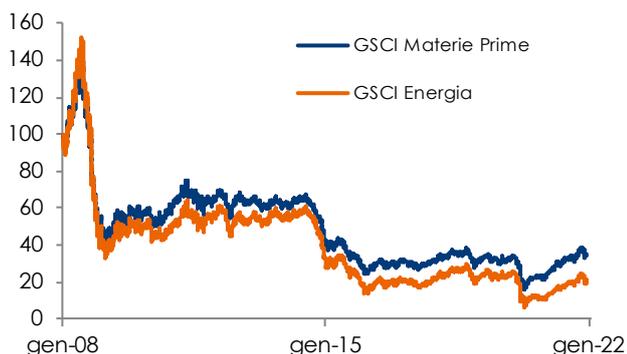
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 13.12.2021 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: si chiude un anno di forti rialzi, preoccupa il 2022

Commodity: performance annuale molto positiva, restano le preoccupazioni per il 2022. Si chiude un anno che ha visto l'indice aggregato delle Commodity salire di oltre il 35%. I fattori che hanno determinato questo forte recupero sono le strozzature logistiche (noli, trasporti, dogane) che hanno spesso interrotto le catene di approvvigionamento delle materie prime. Pensiamo che, perlomeno nella prima parte del 2022, queste componenti continueranno a esercitare una forte pressione sulle quotazioni delle risorse di base. Il rincaro di queste ultime sarà probabilmente il principale responsabile dell'aumento dell'inflazione anche il prossimo anno, in un momento in cui le stime per la crescita delle principali economie sono oggetto di revisione, segnalando un marginale rallentamento anche a causa dei timori suscitati dai nuovi rischi sanitari. Le preoccupazioni sui mercati finanziari circa il surriscaldamento eccessivo dei prezzi stanno spingendo tutte le Banche centrali a reagire, inasprendo la propria politica monetaria per contrastare l'inflazione. La modifica in senso restrittivo delle condizioni di liquidità, specie in dollari, operata dalla Fed, rischia di pesare sui prezzi delle materie prime. L'effetto di questa situazione è già visibile ed ha generato il fortissimo apprezzamento del dollaro, valuta in cui sono espressi tutti i derivati finanziari delle commodity: un quadro valutario che proseguirà anche nel 2022. Pensiamo che anche l'anno prossimo non cambierà la strategia della Cina, il principale consumatore di commodity. La manifattura cinese da tempo limita le sue lavorazioni ad alto assorbimento di energia (es. siderurgia), con il duplice obiettivo di rispettare le nuove normative ecologiche e ridurre il più possibile i costi produttivi legati all'energia. Il proseguimento di questa azione finirà per incidere ancora sulla crescita cinese, già penalizzata nel 2021 dai blackout nelle forniture di energia elettrica e dalle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli). In conclusione, si chiude un anno di straordinario rialzo per le materie prime ma si apre un 2022 che appare ancora carico di incognite: la maggior parte dei prezzi delle commodity consolida già ora su livelli molto alti a causa dell'offerta fisica limitata proveniente dai Paesi produttori. La scarsità di alcune risorse resterà il fattore negativo che maggiormente graverà su quasi tutte le filiere di approvvigionamento: Energia, Agricoli e Metalli. Limiamo al ribasso la maggior parte delle nostre previsioni sulle commodity, nel medio e lungo termine, con l'intento di segnalare che difficilmente si ripeteranno le performance di quest'anno, visti i livelli già raggiunti, ma che non ci aspettiamo un ribasso consistente e allarmante delle quotazioni. Prevale la cautela ma non escludiamo che un miglioramento delle stime di crescita delle grandi economie e un minor impatto dei rischi sanitari possano migliorare le prospettive, per il 2022, su tutte le commodity.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 13.12.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.678,9	35,5	5,4	12,8
GSCI Energia	409,9	53,5	-15,9	-2,0
WTI (\$)	71,3	46,9	18,7	39,7
Brent (\$)	74,4	43,6	14,1	38,0
Gas Naturale (\$)	3,8	49,4	65,2	7,2

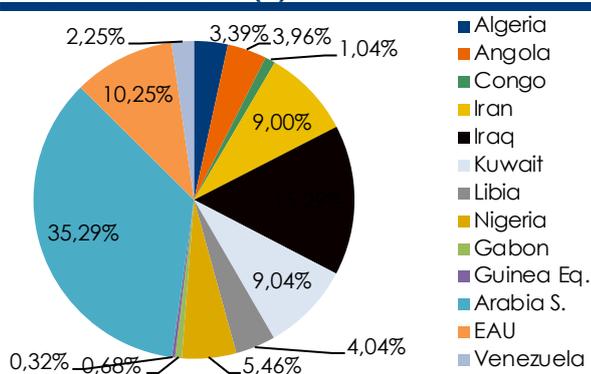
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: petrolio e gas naturale rallentano sul finale d'anno, restano i timori per il 2022. Frena la dinamica rialzista sul comparto dell'energia, visto il rallentamento del trend di gas naturale e petrolio registrato in questo finale di 2021. La riconferma dei livelli produttivi da parte dei principali produttori di petrolio (OPEC+) rafforza la prospettiva di un mercato mondiale sostanzialmente

bilanciato anche per la prima parte del 2022, viste anche le blande revisioni sulla domanda per gli ultimi mesi di quest'anno. Le previsioni sul mercato petrolifero non cambiano e indicano comunque un surplus già da marzo, con la domanda in crescita, ma sempre più lenta e solo fino al 1° trimestre 2022. Le stime sui consumi appaiono coerenti con il rallentamento economico dei grandi Paesi importatori di greggio. Lo stallo nei colloqui USA-Iran sul nucleare scongiura l'imminente ritorno del greggio iraniano sul mercato, favorendo così il consolidamento delle quotazioni petrolifere. In Europa resterà fortissimo il problema degli scarsi stoccaggi di metano, che alimenta i dubbi sulla stabilità del sistema per questa stagione invernale (2021/2022). La pressione sulla domanda di gas naturale utilizzato non solo per il riscaldamento ma anche per la generazione di energia elettrica resterà probabilmente molto alta anche nel 2022. L'acuirsi delle tensioni geopolitiche con la Russia e le scelte commerciali discutibili continuano a pesare negativamente sul quadro in Europa. Le incertezze e gli errori che costellano la vicenda del gasdotto sottomarino Nord Stream 2 costituiscono una costante spinta al rialzo per i prezzi del metano europeo. La strategia europea di acquisto di gas naturale non prevede di stipulare contratti di fornitura a lungo termine e preventivi ma resta legata alle esigenze contingenti. Una scelta che appare, nei fatti, penalizzante e che si trascinerà anche l'anno prossimo, quando l'avvio concreto della transizione "green" in Europa porterà a scelte decisive proprio nel settore energetico.

L'OPEC+ conferma 400.000 barili giornalieri fino alla fine del 2022. I produttori di petrolio OPEC+ (OPEC più Russia e produttori minori) si sono riuniti il 3 dicembre scorso per decidere i livelli di offerta giornaliera per gennaio ed hanno riconfermato la corrente immissione, fissata a +400.000 barili. Il prezzo del petrolio WTI è sceso di circa il 15% nel mese di novembre, registrando la maggior perdita da marzo 2020 (quando il future scese addirittura in territorio negativo). L'emersione della nuova variante Omicron è arrivata probabilmente nel momento peggiore e si è sommata alla decisione USA di utilizzare le proprie scorte strategiche per calmierare i prezzi interni e frenare l'inflazione, coinvolgendo nell'azione anche altri paesi consumatori. I nuovi allarmi sanitari hanno accresciuto i timori sulla futura domanda di petrolio, a cui si sono sommate le previsioni di surplus di offerta, già a partire dal marzo 2022 (la media delle stime oscilla fra i 3,0 e i 3,8 milioni di barili giornalieri). L'OPEC+ si è detta vigile circa gli ulteriori sviluppi della pandemia e ha promesso di apportare aggiustamenti immediati, qualora risultasse necessario, in una sorta di comitato di vigilanza permanente sull'andamento del petrolio; una formula simile a quella già usata in passato ma che sembra aver rassicurato maggiormente gli operatori. I produttori restano cauti in attesa di verificare i reali impatti dell'aumento dei contagi sulla futura richiesta petrolifera. Il prossimo meeting OPEC+ è previsto per il prossimo 4 gennaio.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.11.2021

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

	Media 2000-17	2018	2019	2020	Stime 2021	Stime 2022
Algeria	-	101,4	106,3	83,6	141,6	116,6
Azerbaijan	52,1	56,5	42,5	65,1	76,4	66,1
Bahrain	80,2	118,0	99,2	118,2	105,0	106,6
Iran	82,1	75,9	197,8	245,9	361,8	389,1
Iraq	-	45,4	52,3	55,2	64,2	64,3
Kazakhstan	-	37,9	68,4	155,0	108,0	84,3
Kuwait	-	53,6	53,7	67,8	65,8	65,4
Libya	74,6	48,3	36,1	141,7	55,2	48,9
Oman	-	80,3	67,9	87,6	70,9	60,5
Qatar	44,5	49,3	50,6	48,8	46,5	44,1
Arabia Saudita	-	88,6	81,9	76,6	82,4	72,4
Emirati Arabi Uniti	48,7	64,2	61,7	62,5	69,0	66,8

Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, Ottobre 2021, elaborazioni Intesa Sanpaolo

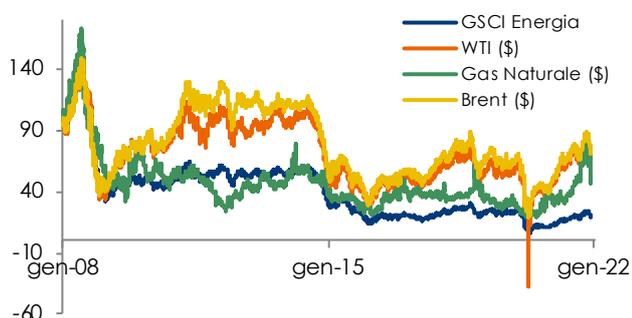
OPEC, EIA e IEA riconfermano lo scenario di surplus da metà del 2022 e temono gli impatti sulla domanda di petrolio dovuti ai rischi sanitari. 1) OPEC: alza le stime di domanda di petrolio ma

solo per il 1° trimestre 2022. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di dicembre, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha aumentato le stime sulla domanda mondiale di petrolio per il primo trimestre del 2022, ma ha lasciato stabile la sua previsione di crescita per l'intero anno, affermando che la variante Omicron avrebbe solo un impatto lieve sui consumi delle grandi economie. La domanda di petrolio raggiungerà una media di 99,13 milioni di barili al giorno nel primo trimestre del 2022, in aumento di 1,11 milioni rispetto alle previsioni del mese scorso. L'OPEC conferma la previsione di crescita per la domanda mondiale di petrolio, nel 2021, di 5,65 milioni di barili al giorno, dopo il calo storico dello scorso anno a causa della pandemia. Nel 2022 l'OPEC prevede un'ulteriore crescita della domanda di 4,15 milioni di barili al giorno, invariata rispetto al mese scorso, che spingerà i consumi mondiali sopra i livelli del 2019. Infine, il rapporto ha mostrato che la produzione OPEC a novembre è aumentata di 290.000 barili al giorno a 27,72 milioni di barili al giorno complessivi, guidata dagli aumenti di Arabia Saudita e Iraq e da un ritorno all'efficienza, dopo alcune interruzioni agli impianti, della Nigeria.

2) EIA: consumo di petrolio a rischio, nel 2022, a causa dell'emergenza sanitaria. La domanda globale di petrolio rischia revisioni al ribasso a causa della variante Omicron: questa in sintesi la posizione espressa nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di dicembre, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti. Una posizione che ha portato alla riduzione delle previsioni sul consumo mondiale di petrolio sia per il 2021 che per il 2022. L'EIA vede ora il consumo globale di petrolio in media a 96,91 milioni di barili al giorno (mb/g) quest'anno, in calo di 620.000 mb/g rispetto alla previsione del mese scorso, che ammontava a 97,53 mb/g. Il consumo mondiale di petrolio dovrebbe quindi aumentare del 3,4% a/a in questo 2021, rispetto alla crescita del 3,7% stimata a novembre. L'EIA prevede inoltre che il consumo globale di petrolio aumenterà di 3,5 milioni di barili al giorno nel 2022, rispetto al 2021. Tuttavia, la stima della domanda globale media di petrolio nel 2022 è ora rivista al ribasso a 100,46 milioni di barili al giorno, in calo di 420.000 barili al giorno rispetto ai 100,88 milioni di barili al giorno previsti nello STEO del mese scorso.

3) IEA: timori sanitari mettono a rischio la domanda petrolifera del 2022. Nel suo Oil Market Report (OMR) di dicembre, l'IEA ha affermato che la domanda globale di petrolio dovrebbe aumentare di 5,4 milioni di barili al giorno nel 2021 e di 3,3 milioni di barili al giorno nel 2022, sfiorando i così i livelli pre-pandemia di 99,5 milioni di barili al giorno. Entrambi i livelli di domanda sono però rivisti al ribasso di 100.000 barili al giorno, rispetto al report di novembre, a causa dell'influenza negativa legata ai nuovi contagi di COVID-19. Nonostante l'incertezza dal lato sanitario, la produzione è pronta a superare la domanda già a partire dal mese di dicembre, afferma il rapporto, guidata dall'aumento dell'offerta di Stati Uniti e Paesi OPEC+. Questa tendenza al rialzo si estenderà anche al 2022.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	13.12.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	409,9	1,3	4,4	40,4	53,5
WTI (\$)	71,3	1,2	0,6	51,7	46,9
Brent (\$)	74,4	1,1	2,1	47,9	43,6
Gas Naturale (\$)	3,8	-27,9	13,2	41,5	49,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo nel 2022, difficilmente si registreranno le performance del 2021 pur restando su livelli alti. Si chiude un anno straordinario per le performance del comparto dell'Energia: riteniamo che difficilmente si ripeteranno nel 2022.

Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti ma senza replicare la performance del 2021. I fondamentali appaiono in deterioramento per il comparto petrolifero ed alimentano le aspettative di un ritorno in surplus nel 2022, complice l'oggettivo rallentamento dell'economia mondiale nel post-COVID, che finirà per incidere sulla domanda. Il mercato globale del greggio chiude il 2021 sostanzialmente in equilibrio, coi rischi sanitari che minacciano la domanda in questo finale d'anno e la conferma della concordata politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+. Ribadiamo il nostro scenario di ritracciamento sui prezzi del greggio per il prossimo anno; la violenza e l'eccessiva rapidità del movimento verso l'alto hanno generato, come avevamo previsto, delle fisiologiche prese di beneficio nelle ultime settimane, complice anche la chiusura d'anno che invita gli operatori a contabilizzare gli straordinari guadagni accumulati fino ad ora. Oggettivamente, per il 2022 il potenziale rialzista delle quotazioni del petrolio è probabilmente destinato ad esaurirsi. Resta invece immutata l'idea di fondo legata al processo di transizione energetica "green", che non vedrà un crollo repentino della domanda petrolifera. Il petrolio resta indubbiamente un fattore chiave per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo sistema energetico. Il processo di cambiamento avrà poi il suo culmine naturale nell'abbandono dei combustibili fossili nel 2030, con probabili effetti negativi per le quotazioni petrolifere.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
WTI (\$)	71,3	78,5	74,4	70,7	69,0	68,0
Brent (\$)	74,4	80,5	77,6	73,5	72,0	70,0
Gas Naturale (\$)	3,8	5,3	4,6	3,9	4,0	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
WTI (\$)	71,3	80,0	65,0	67,0	67,5	70,0
Brent (\$)	74,4	78,0	63,0	65,0	65,5	68,0
Gas Naturale (\$)	3,8	5,2	4,0	3,8	3,9	3,8

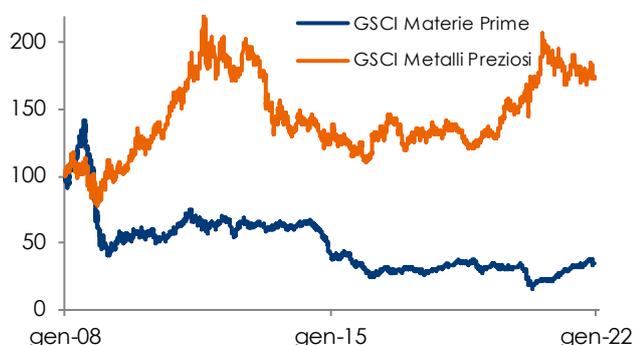
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: 2021 negativo su dollaro forte e tapering

Si chiude un 2021 negativo per i Preziosi: dollaro forte e tapering sono fattori negativi che graveranno anche nel 2022. La performance del 2021 resta negativa, confermando un sentiment

che ha dominato tutta l'annata che sta per concludersi. Restano immutati i timori per il rialzo dell'inflazione, sia sul fine anno che probabilmente anche nel 2022, con le Banche centrali che si stanno affrettando a reagire per contrastare l'indesiderato surriscaldamento dei prezzi. Questo quadro non ha portato alcun beneficio ai Preziosi, nonostante la ricerca di asset difensivi da parte degli operatori: un aspetto che temiamo possa riconfermarsi anche l'anno venturo. Il cambio di passo restrittivo delle Banche centrali delle principali economie ha limitato gli investimenti verso oro e argento. I Preziosi continuano ad essere il comparto maggiormente penalizzato all'interno del mondo delle commodity, concludendo l'anno con un saldo negativo. I prezzi hanno risentito, e pensiamo che continueranno ad esserne influenzati, dall'apprezzamento del dollaro USA e dall'accelerazione del tapering, ovvero la riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve. Le pressioni inflazionistiche, così come i rischi sanitari, in molti Paesi restano i principali fattori di tensione, ma questo non ha spinto più di tanto la domanda di beni difensivi. Anche nelle ultime settimane, con l'emergere della variante Omicron, gli investitori hanno ancora una volta dimostrato di preferire il dollaro nelle proprie scelte difensive (e al margine anche yen e franco svizzero), ignorando oro e argento. Una dinamica che pensiamo si trasferirà intatta anche all'anno prossimo. Si accentua il riallineamento in negativo delle performance all'interno del comparto: l'oro e l'argento continuano a zavorrarlo (da inizio anno) ma anche platino e palladio risentono in modo decisivo della crisi del settore Auto, al punto da accentuare la loro performance negativa da inizio anno e veder deteriorato anche lo scenario per il 2022. E' ormai chiaro, infatti, che la carenza globale di semiconduttori avrà un impatto negativo più profondo di quanto previsto sulla produzione mondiale di veicoli, al netto delle previsioni di mutamento del parco veicoli mondiale in ottemperanza alle nuove normative ecologiche.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 13.12.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.678,9	35,5	5,4	12,8
GSCI Met. Preziosi	2.035,8	-7,4	17,4	42,0
Oro (\$)	1.788,4	-5,7	21,1	54,0
Argento (\$)	22,3	-15,6	31,8	30,1
Platino (\$)	933,6	-12,8	0,5	-0,8
Palladio (\$)	1.680,5	-31,4	-13,0	129,1

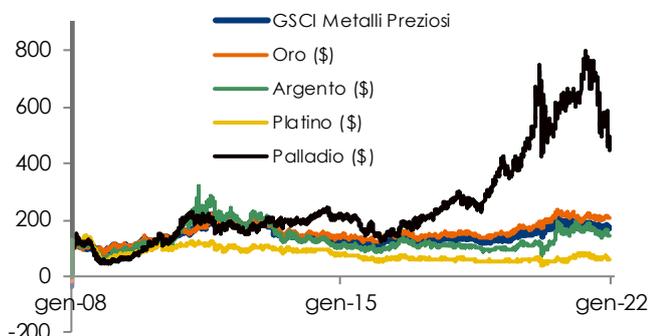
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento, zavorrati dalla forza del dollaro e dal tapering, rischiano di essere ignorati dalle scelte difensive anche nel 2022. Finale di 2021 che vede il quadro di fondo immutato su questi

due metalli: nonostante l'allarme per il surriscaldamento dei prezzi globali, oro e argento non sono stati preferiti come asset difensivi nei confronti dell'erosione dei rendimenti causata dall'inflazione. Anche i rinnovati timori legati ai contagi della nuova variante Omicron non hanno spinto gli investitori verso questi metalli, che invece continuano ad essere zavorrati dal dollaro forte e dall'accelerazione del tapering della Fed. Le scelte difensive da parte degli operatori appaiono consolidate e probabilmente resteranno identiche anche nel 2022. Treasury e dollaro USA restano le asset class concorrenti rispetto all'oro e ne limiteranno il rialzo anche il prossimo anno, deprimendone la performance e zavorrando l'intero comparto dei Preziosi. L'argento solo a fasi alterne ha dato qualche segnale di potersi allontanare dalla dinamica dell'oro, tentando di distinguere la propria performance grazie alla sua natura più "industriale". Sull'argento resta

confermata l'idea che la prospettiva di crescita della domanda legata allo sviluppo delle tecnologie "green" possa ancora favorirlo nel breve-medio termine.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	13.12.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.035,8	-1,7	-6,3	-3,6	-7,4
Oro (\$)	1.788,4	-0,8	-4,1	-2,2	-5,7
Argento (\$)	22,3	-6,5	-20,1	-6,8	-15,6
Platino (\$)	933,6	-1,5	-19,9	-7,7	-12,8
Palladio (\$)	1.680,5	-15,7	-39,0	-27,4	-31,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Platino e palladio travolti dalla crisi del settore Auto accentuano la performance negativa annuale. Le quotazioni di platino e palladio accentuano la loro debolezza in questo finale di 2021 a causa dell'aggravarsi della scarsità di semiconduttori che ha costretto le case automobilistiche a modificare i piani di produzione. Un quadro che appare ora più strutturale ed in grado di esercitare un impatto negativo sulla domanda di questi metalli, componenti indispensabili per il settore automobilistico. Il ridimensionamento delle produzioni rafforza la nostra revisione al ribasso del profilo di previsione di entrambi i metalli, rendendo meno roseo l'outlook per il 2022. Nei prossimi trimestri non escludiamo che il platino e il palladio possano recuperare parte delle perdite. La produzione di veicoli e la domanda globale di metalli impiegati nell'elettronica restano al centro dello scenario per il prossimo anno ma ciò non impedisce un ridimensionamento del potenziale di rialzo delle quotazioni, rispetto alle previsioni di qualche mese fa.

Outlook Neutrale: scenario immutato per i Preziosi. Il deciso trend di apprezzamento del dollaro USA e la riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, che hanno depresso le quotazioni dei Preziosi nel 2021, probabilmente estenderanno i loro effetti negativi anche nel 2022. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai rinnovati allarmi sanitari, hanno solo frenato i ribassi di fine anno, lasciando intatto il trend negativo e strutturale del comparto. Anche il prossimo anno, gli investitori avversi al rischio probabilmente continueranno a preferire il dollaro (e in misura marginale yen e franco svizzero) e i Treasury, rispetto ad oro e argento, nelle scelte di allocazione difensiva. Oro e argento non appaiono in grado di competere con queste asset class e sembrano condannati ad una debolezza di fondo strutturale, senza però eccessi ribassisti, visto il clima di tensione sui mercati. La conferma dell'outlook Neutrale anche per il 2022 resta la naturale sommatoria di tutti questi fattori, a cui si aggiunge anche il ridimensionamento dell'apporto positivo legato alla classica differenziazione fra metalli con caratteristiche più industriali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 13.12.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.788,4	1.797,5	1.782,5	1.750,0	1.720,0	1.650,0
Argento (\$)	22,3	24,0	24,0	24,0	23,8	22,4
Platino (\$)	933,6	1.045,0	1.080,0	1.160,0	1.145,0	1.153,1
Palladio (\$)	1.680,5	2.220,0	2.360,0	2.430,0	2.282,5	2.355,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

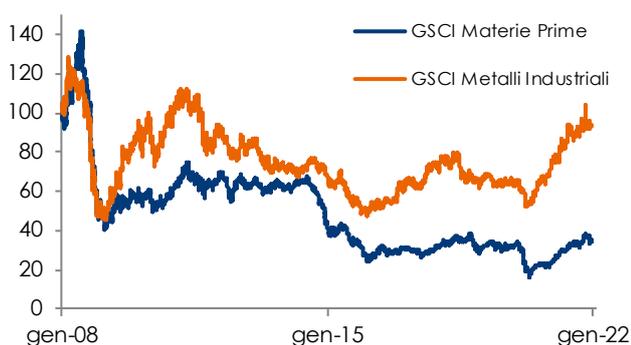
	Valore 13.12.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.788,4	1.800	1.770	1.730	1.720	1.650
Argento (\$)	22,3	24,0	24,0	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	933,6	1.000	1.025	1.050	1.075	1.125
Palladio (\$)	1.680,5	1.980	2.000	2.050	2.050	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: quadro supportivo nel medio termine

Aspettative positive per il 2022, mentre il comparto consolida la buona performance del 2021. Il comparto dei Metalli Industriali consolida la performance positiva del 2021 e mantiene pressoché invariate le aspettative di rialzo anche nel 2022. I fondamentali che hanno guidato il trend rialzista degli ultimi mesi estenderanno la loro influenza positiva anche al prossimo anno. Le Autorità cinesi proseguiranno la loro azione volta a raffreddare il mercato del credito e quello immobiliare (costruzioni) al fine di ridurre l'inquinamento. Tutte le azioni realizzate per limitare il dispendio di energia elettrica che caratterizza molte lavorazioni ad alto assorbimento energetico, come quelle del settore siderurgico, verranno prorogate anche l'anno prossimo. Ancora una volta col duplice intento di rispettare il nuovo corso ecologico intrapreso dal gigante asiatico che, allo stesso tempo, consente all'industria metallurgica cinese di abbassare i costi produttivi utilizzando energia elettrica nelle fasce di orario in cui le tariffe sono più basse. Una strategia che ha già dato i suoi frutti, vista la contrazione dei prezzi alla produzione (PPI) del mese di novembre, che sono scesi di quasi 2% al 12,6%: un dato ancora altissimo ma che sembra aver intrapreso un trend di discesa. Resta il rovescio della medaglia: questo insieme di azioni, poste in campo dal Governo cinese, porta con sé alcune conseguenze negative. La Cina ha infatti consapevolmente accettato di attuare questa strategia cedendo qualche decimo di punto percentuale di crescita economica, con riflessi anche sulla domanda di metalli, di cui è il principale consumatore. Il rialzo dei costi dell'energia, i persistenti colli di bottiglia che hanno interrotto le catene di approvvigionamento e i rincari nei costi di trasporto sono i principali fattori alla base del rialzo dei prezzi dei metalli e incideranno fortemente anche nel 2022, probabilmente senza rallentare la dinamica rialzista di tutti i Metalli Industriali.

GSCI Metalli Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 13.12.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.678,9	35,5	5,4	12,8
GSCI Industriali	1.737,0	24,1	44,2	46,6
Rame (\$)	9.447,5	21,7	54,1	65,1
Alluminio (\$)	2.654,0	34,1	50,1	52,0
Zinco (\$)	3.343,5	22,5	48,5	24,4
Nickel (\$)	19.711,0	18,6	39,1	72,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

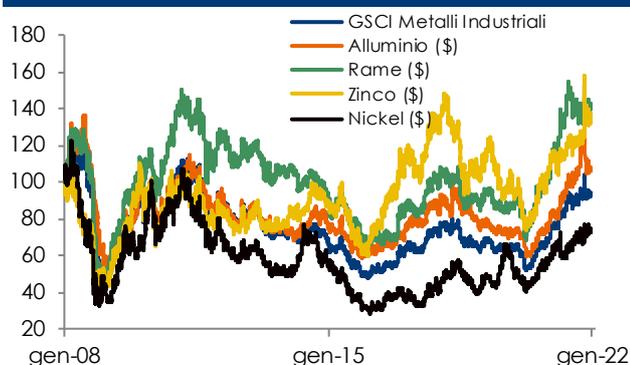
Cina: la strategia cinese volta a raffreddare l'inflazione verrà prorogata anche nel 2022, nonostante la perdita di qualche decimale di crescita. Difficilmente cambierà il quadro cinese nel 2022: la crisi degli immobili (scongiurata con il default controllato di Evergrande) e i timori legati al surriscaldamento dei prezzi resteranno i temi che guideranno l'azione cinese. La strategia volta a raffreddare le tensioni sia sui costi produttivi domestici che sul mercato immobiliare continuerà a portare con sé qualche rischio in termini di impatto sulla crescita economica. La risoluzione della questione Evergrande e la messa in parziale sicurezza dell'immobiliare cinese, il cui valore sfiora quasi il 25% del PIL e muove una larga fetta della domanda di metalli, ha rassicurato gli operatori. Il dato sul **PIL** cinese del 3° trimestre ha mostrato un'espansione di 0,2% t/t e 4,9% a/a, minimo dal 3° trimestre 2020. Dopo l'1,2% e il 7,9% del 1° e 2° trimestre, anche il ciclo cinese ha mostrato di accusare il rincaro delle forniture di energia elettrica e le difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli). Di contro, la **produzione industriale** e le **vendite al dettaglio** sono cresciute più rapidamente del previsto in ottobre: la produzione è aumentata del 3,5% a/a, accelerando rispetto al +3,1% di settembre, mentre le vendite al dettaglio hanno registrato un incremento del 4,9% a/a dopo il +4,4% di

settembre. I **prezzi delle case nuove** però, sempre a ottobre, sono scesi dello 0,2% m/m, la maggior flessione da febbraio 2015, mentre il *sentiment* del settore immobiliare del Paese risente del caso Evergrande e delle ricadute sul comparto. Il **tasso di disoccupazione** rilevato nelle aree urbane si è attestato al 4,9% nel mese di ottobre, 0,4% in meno rispetto allo stesso periodo del 2020. Segnali incoraggianti sono arrivati dalla **bilancia commerciale**, con l'accelerazione delle esportazioni in ottobre. Nel dettaglio, l'export ha registrato un +27,1% a/a, mentre le importazioni sono apparse in rialzo del 20,6% a/a. Il risultato è un surplus commerciale di 84,5 miliardi, in aumento rispetto ai 66,8 miliardi di dollari di attivo del mese di settembre. Il surplus nei confronti degli USA è sceso leggermente a 40,7 miliardi contro i 42 miliardi del mese scorso. Nei confronti dell'UE, l'avanzo si è attestato a 25,9 miliardi di dollari. Infine, è apparsa in modesta accelerazione l'attività manifatturiera in Cina. Il **Purchasing Managers Index (PMI)** della Cina è cresciuto nel mese di novembre, segnando un cambio di tendenza rispetto agli ultimi due mesi nei quali l'industria cinese era stata danneggiata da diverse strozzature, a partire dalla crisi energetica e dal rincaro delle commodity. L'indice PMI si è attestato a 50,1 rispetto al 49,2 di ottobre (fonte: Ufficio nazionale di statistica). Il **PMI manifatturiero, a cura di Caixin**, è stato invece pari a 49,9 punti in novembre, in calo rispetto ai precedenti 50,6 punti. Stessa sorte per il **PMI dei servizi Caixin**, sempre di novembre, uscito a 52,1 punti, in calo rispetto ai precedenti 53,8 punti.

Metalli: fondamentali favorevoli e sostanzialmente immutati anche nel 2022. Nonostante resti alta la tensione circa il surriscaldamento dei prezzi e non manchino i nuovi allarmi sanitari dovuti alla variante Omicron, il settore dei Metalli è stato solo parzialmente scosso da questa situazione, consolidando la sua performance annuale positiva. Lo scenario di fondo per tutte le componenti del comparto resterà probabilmente tale anche nel 2022: la gran parte dei Metalli resterà ancora sotto pressione dal lato della domanda, così come dal lato dell'offerta. Il mercato fisico prosegue la sua fase di adattamento ma resterà probabilmente ancora debole, dal lato degli approvvigionamenti, anche il prossimo anno. Si conferma un finale d'anno di parziale storno per il **rame** a causa della sua natura più speculativa, che lo ha visto subire maggiormente fin da subito le oscillazioni dovute all'aumento delle tensioni di mercato, frenando il suo trend rialzista ma senza compromettere la positiva performance annuale. Se i timori sanitari e inflattivi resteranno sotto controllo e la fiducia degli investitori non verrà minata, il rame ha ancora spazio per migliorare la propria performance nel 2022. L'unico ostacolo a questo scenario resta l'inasprimento delle condizioni di liquidità e l'ulteriore probabile apprezzamento del dollaro USA, elementi che potrebbero frenarne i rialzi. Non cambia il quadro prospettico sull'**alluminio**: il metallo resta correlato alle scelte strategiche della Cina, che non ne hanno compromesso la positiva performance nel 2021. Il Governo cinese proseguirà nella sua strategia volta a limitare le pressioni inflazionistiche interne contingendo i consumi di elettricità; a ciò si è sommato il rilascio delle riserve strategiche di alluminio, un fattore che ha consentito di stabilizzare i prezzi domestici ma che, ovviamente, ha eroso e rischia di erodere il potenziale di rialzo delle quotazioni anche il prossimo anno. Consolidano tutti gli elementi favorevoli del quadro sullo **zinco**: aspetti che gli hanno consentito di accelerare al rialzo proprio negli ultimi mesi di quest'anno, ponendo le basi per il prosieguo di questo trend anche nel 2022. Il rincaro dei combustibili fossili ha fatto aumentare i costi dell'elettricità, impattando sul prezzo dei semi-lavorati siderurgici. Tutto il comparto cinese specializzato nella lavorazione dello zinco ha ridotto i volumi prodotti, allineandosi alla contrazione generalizzata di tutta la produzione siderurgica del gigante asiatico, proprio a causa dei costi dell'elettricità. Questo non ha fatto altro che rendere ancora più teso il mercato dello zinco, spingendone al rialzo le quotazioni. I prezzi dei metalli, in generale, sono destinati dunque a restare alti, fin quando i costi energetici continueranno ad incidere in maniera così determinante su questa tipologia di lavorazioni. Situazione analoga per il **nickel**, che conferma il quadro di fondo: la domanda di questo metallo, un componente essenziale delle batterie per veicoli elettrici, resterà su livelli decisamente superiori all'offerta nel corso dei prossimi anni. Il mercato fisico globale ha già iniziato ad adeguarsi, cercando di aumentare l'offerta, le cui stime sono viste in costante crescita; l'aumento della domanda stimolato dalla transizione energetica resta tuttavia superiore e alimenta il deficit di materiale già esistente. In

virtù di questo scenario, che va oltre il 2022 e che delinea una dinamica di costante pressione sui prezzi, ribadiamo il nostro scenario di cauto ottimismo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	13.12.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.737,0	-1,0	1,3	21,8	24,1
Rame (\$)	9.447,5	0,1	-5,3	21,9	21,7
Alluminio (\$)	2.654,0	-6,3	6,4	29,7	34,1
Zinco (\$)	3.343,5	9,0	10,4	21,1	22,5
Nickel (\$)	19.711,0	0,4	6,7	12,1	18,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: il quadro supportivo di fondo resta confermato nel medio

termine. Sia lo scenario di fondo che i fattori che lo compongono si trasferiranno senza grosse modifiche anche nel 2022. Il rincaro dei costi energetici resta il fattore determinante delle lavorazioni siderurgiche, a cui si sommano le strozzature di mercato. Questa combinazione sosterrà il rialzo delle quotazioni probabilmente anche nella seconda parte del prossimo anno. Nel medio-lungo termine, il settore continuerà a beneficiare delle attese dei forti investimenti indispensabili a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici. Le infrastrutture che dovranno essere messe in cantiere sono tutte ad alto assorbimento di metalli e rappresentano il principale stimolo per la relativa domanda. Tutto questo in una fase di rincaro dei prezzi energetici che potrebbe restare tale, continuando ad espandere i costi di produzione. Restano cautamente ottimistiche la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i Metalli Industriali e ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
Rame (\$)	9.447,5	9.626	9.500	9.300	9.400	9.044
Alluminio (\$)	2.654,0	2.861	2.667	2.517	2.563	2.600
Zinco (\$)	3.343,5	3.088	3.133	3.000	2.965	2.587
Nickel (\$)	19.711,0	18.973	19.500	19.000	19.000	18.173

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

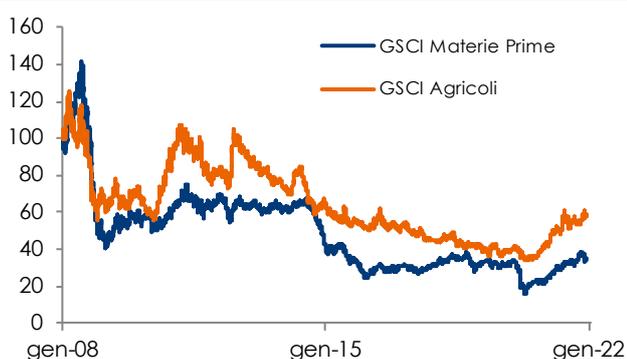
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
Rame (\$)	9.447,5	9.500	8.900	9.400	9.500	10.000
Alluminio (\$)	2.654,0	2.600	2.400	2.500	2.550	2.800
Zinco (\$)	3.343,5	3.100	2.900	3.100	3.125	3.340
Nickel (\$)	19.711,0	19.500	18.500	19.900	20.000	21.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: 2021 di rialzi, attese di consolidamento per il 2022

La performance positiva 2021 degli Agricoli difficilmente potrà ripetersi anche nel 2022. Sta per chiudersi un anno di costante rialzo dei prezzi. I temi alla base della performance positiva del 2021, e che hanno sostenuto il comparto sono ormai strutturali. Da un lato, il recupero della domanda legato all'aumento dei consumi mondiali, unito al rincaro dei costi di produzione (carburanti e fertilizzanti), in uno scenario di fondo caratterizzato da condizioni meteo sempre più imprevedibili a causa del cambiamento climatico. Dall'altro lato, il processo di adeguamento degli approvvigionamenti che appare in ritardo, non riuscendo a soddisfare la forte richiesta: il divario apertosi dopo la fine dei vari lockdown appare difficile da colmare e si proietta sostanzialmente inalterato anche sul 2022. Infatti, i trasporti sembrerebbero essersi parzialmente adeguati ai nuovi livelli di richiesta, ma a rendere tutto più complicato si è aggiunto il rincaro dei prezzi dei carburanti, un aspetto che impedirà la normalizzazione delle forniture anche l'anno venturo. In conclusione, la minaccia dei cambiamenti climatici, che rende ancora più imprevedibili le previsioni meteorologiche, e il rincaro dei costi di produzione sono i fattori che maggiormente determineranno la dinamica dei prezzi delle derrate alimentari anche per la prossima stagione. Nonostante questo quadro di possibile tensione, i prezzi raggiunti da molti prodotti agricoli appaiono difficilmente superabili nel 2022.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



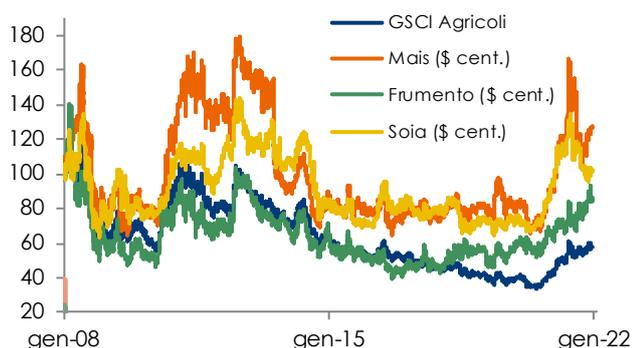
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 13.12.21	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.678,9	35,5	5,4	12,8
GSCI Agricoli	494,0	23,5	46,3	13,2
Mais (\$ cent.)	584,3	20,7	59,5	66,1
Frumento (\$ cent.)	785,5	22,6	45,7	97,4
Soia (\$ cent.)	1.244,0	-5,4	37,1	21,5
Cotone (\$ cent.)	106,8	36,7	59,9	49,4
Cacao	2.528,0	-2,9	-5,0	10,8
Zucchero	19,6	26,8	45,5	8,9
Caffè (arabica)	236,7	84,6	82,9	70,4
Caffè (robusta)	2.375,0	72,9	69,4	15,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	13.12.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	494,0	8,0	8,0	8,0	23,5
Mais (\$ cent.)	584,3	16,2	-11,4	39,4	20,7
Frumento (\$ cent.)	785,5	16,5	15,4	29,1	22,6
Soia (\$ cent.)	1.244,0	-2,5	-15,5	6,4	-5,4

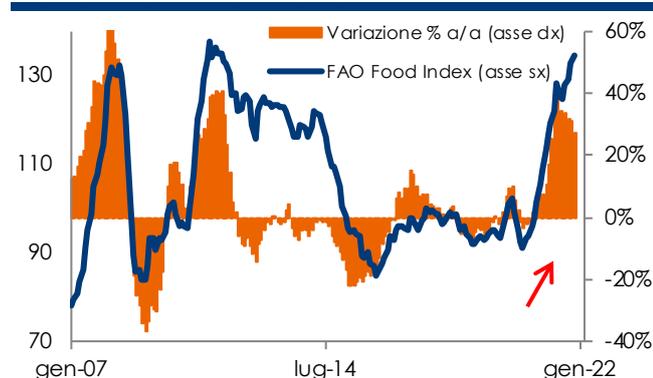
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi alimentari sale anche a novembre (+27,3% dal 2020). Si sta per chiudere un anno di deciso rialzo per l'indice dei prezzi alimentari (+27,3% a/a); l'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO) segnala che i prezzi mondiali delle derrate alimentari hanno raggiunto livelli record a novembre con una media di 134,4 punti nel mese, il livello più alto da giugno 2011 e l'1,2% in più rispetto a ottobre. A trainare l'aumento sono stati la

forte domanda di grano e latticini e la leggera crescita dei prezzi dello zucchero, mentre sono in diminuzione quelli dell'olio vegetale e della carne. I prezzi dei prodotti lattiero-caseari sono cresciuti del 3,4% rispetto al mese precedente. A pesare soprattutto la forte domanda globale di importazioni di burro e latte in polvere. L'Indice dei prezzi dei cereali è aumentato del 3,1% a novembre ed è stato del 23,2% superiore al livello di un anno fa. I prezzi del mais sono leggermente aumentati, mentre i prezzi del riso sono rimasti sostanzialmente stabili. Al contrario, i prezzi del grano hanno raggiunto il livello più alto da maggio 2011. L'aumento, spiega la FAO, è dovuto a una forte domanda in un contesto di scarse forniture, in particolare di grano di qualità superiore, alle preoccupazioni per le piogge in Australia e all'incertezza su possibili modifiche alle misure di esportazione che potrebbero essere introdotte dalla Russia. L'indice dei prezzi dello zucchero è salito dell'1,4% rispetto a ottobre 2021 e quasi del 40% rispetto al novembre del 2020, guidato dai prezzi più elevati dell'etanolo, sebbene le grandi spedizioni dall'India e le prospettive positive per le esportazioni di zucchero dalla Thailandia abbiano mitigato le pressioni al rialzo sulle quotazioni. L'indice dei prezzi dell'olio vegetale è diminuito dello 0,3% dal massimo record raggiunto ad ottobre, a causa dei valori più bassi degli oli di soia e colza, scesi in linea con il marginale ribasso dei prezzi del petrolio. I prezzi dell'olio di palma sono rimasti invece stabili. L'indice dei prezzi della carne è diminuito dello 0,9%, il quarto calo mensile consecutivo, influenzato dalla contrazione degli acquisti di carne suina dalla Cina. Anche i prezzi degli ovini sono diminuiti drasticamente a causa dell'aumento delle forniture esportabili dall'Australia. I prezzi delle carni bovine e avicole sono rimasti invece sostanzialmente stabili.

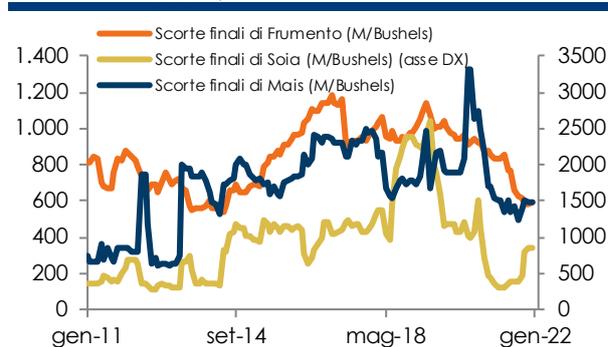
FAO: la produzione mondiale di cereali segna nuovi massimi storici, si riducono le preoccupazioni per le forniture 2022. Nell'ultimo bollettino FAO sull'offerta e domanda dei cereali si prevede per il 2021 una produzione mondiale di cereali pari a 2.791 milioni di tonnellate. Si tratterebbe di un nuovo record rispetto all'anno precedente, equivalente a un aumento dello 0,7%. In confronto al 2020, la produzione mondiale di cereali secondari e di riso dovrebbe crescere, rispettivamente, dell'1,4% e dello 0,9%, mentre le previsioni per il grano vedono una contrazione della produzione dell'1,0%. Nel 2021/2022, il consumo mondiale di cereali dovrebbe salire dell'1,7%, raggiungendo 2.810 milioni di tonnellate. Al contrario, sul finire della stagione nel 2022, si stima un declino delle scorte cerealicole mondiali pari a -0,9% rispetto ai livelli di inizio stagione. Il conseguente rapporto tra riserve e utilizzo di cereali (28,6%) indicherebbe, secondo la FAO, uno stato delle forniture nel complesso rassicurante. La FAO prevede che nel 2021/2022 gli scambi commerciali mondiali di cereali aumenteranno dello 0,7% (+480 milioni di tonnellate), con una probabile espansione del 2,2% degli scambi mondiali di grano, che andrà a controbilanciare la possibile contrazione degli scambi commerciali di cereali secondari.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo: il rialzo dei costi produttivi, le difficoltà di approvvigionamento e i mutamenti climatici restano i fattori chiave. Il quadro dei fondamentali che ha sostenuto la dinamica del 2021 si trasferirà anche nel 2022, pur esercitando una pressione

sui prezzi probabilmente più sfumata. I fattori chiave resteranno i medesimi tre: 1) le preoccupazioni per le forniture di quasi tutte le derrate alimentari; 2) il rincaro dei costi di produzione, in particolare di fertilizzanti, pesticidi, e ovviamente carburanti; 3) l'imprevedibilità delle condizioni climatiche. Se è indubbio che il rincaro dei prezzi dei combustibili fossili impatti direttamente su tutta la filiera agricola, non dimentichiamo però che queste tensioni sono attese diminuire nel 2022. Questo aspetto ha premuto notevolmente sulle quotazioni degli agricoltori nel 2021, e probabilmente continuerà a incidere anche nel 2022 ma in maniera minore. Pensiamo invece che a sostenere le quotazioni, viste in consolidamento su livelli alti, possa continuare ad essere l'imprevedibilità delle condizioni climatiche, una situazione che comunque alimenta una costante erosione delle scorte. Alla luce di questo ragionamento, cambiano le previsioni sulle commodity agricole per l'anno prossimo, i prezzi sono visti ora rallentare pur restando su livelli comunque alti. Meno roseo il quadro sulle Soft Commodity che potrebbero invece frenare maggiormente, visti i record raggiunti nel 2021.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoltori

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
Mais (\$ cent.)	584,3	555,0	535,0	520,0	505,0	470,0
Frumento (\$ cent.)	785,5	702,8	670,0	670,0	660,0	599,2
Soia (\$ cent.)	1.244,0	1.295,0	1.250,0	1.240,0	1.135,0	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoltori

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	13.12.21	2021	2022	2022	2022	2023
Mais (\$ cent.)	584,3	560	540	520	520	500
Frumento (\$ cent.)	785,5	780	780	750	740	670
Soia (\$ cent.)	1.244,0	1.240	1.200	1.180	1.170	1.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Cotone: risultato positivo nel 2021; Cina, India e Stati Uniti resteranno protagonisti anche nel 2022.

Finale di 2021 che conferma il quadro degli ultimi mesi: la ripresa del commercio, dopo la fine delle limitazioni e il ritorno dei clienti nei negozi, ha visto le vendite del settore abbigliamento riprendersi, agevolando la ripartenza dell'industria tessile. Il prezzo del cotone chiude l'anno al livello più alto dal 2011, in scia alla forte domanda e alle difficoltà di approvvigionamento. Immutati i fattori di tensione: le previsioni relative alla produzione indiana, inferiore alle attese, stanno accrescendo i timori e ampliando il deficit di offerta. Anche negli USA la resa delle piantagioni resta a rischio a causa di condizioni climatiche avverse con probabili ripercussioni sulla qualità della fibra prodotta. Non sono risolte nemmeno le tensioni geopolitiche legate alla questione dello Xinjiang, la regione cinese dove è concentrata la produzione di cotone: gli Stati Uniti proseguiranno il blocco delle importazioni da quell'area anche nel 2022, giustificandolo con la violazione dei diritti umani. Una forte domanda e raccolti inferiori alle attese in Cina, il principale importatore, rischiano di ampliare il deficit mondiale nella stagione 2021/22. Nonostante questi fattori e la conferma delle stime 2022, che indicano come il deficit di offerta possa confermarsi, le nostre previsioni sul prezzo del cotone si abbassano rispetto agli attuali livelli; difficilmente vedremo la performance registrata nel 2021 anche nel 2022.

Zucchero: performance positiva nel 2021, possibile indebolimento nel 2022. Si chiude un anno di robusto rialzo per lo zucchero. La corsa dei prezzi del 2021 si è basata su due fattori: meteo avverso e rincaro del petrolio. Il clima sfavorevole ha condizionato la gran parte dei raccolti mondiali, incidendo su produzione e scorte. Allo stesso tempo, la forte salita delle quotazioni petrolifere ha spinto i produttori a indirizzare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero più verso la produzione di etanolo e meno verso quella di dolcificante raffinato. Se è indubbio che il rincaro dei prezzi dei combustibili fossili ha direttamente inciso sulle scelte dei produttori di zucchero, non dimentichiamo però che queste tensioni sono attese diminuire nella seconda parte del 2022. Per questo motivo indichiamo previsioni di prezzo in marginale contrazione per l'anno prossimo.

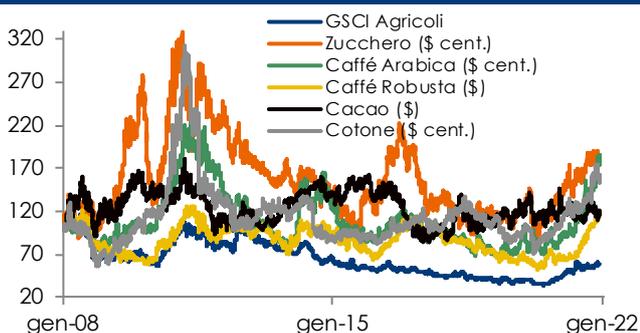
Caffè: ulteriore rincaro dei prezzi sul finale d'anno, è difficile che si ripeta nel 2022. Accelera ulteriormente la corsa dei prezzi del caffè, e in particolare della qualità Arabica, complice anche

la stagionalità natalizia che abitualmente spinge questo tipo di consumi. Le quotazioni dei future del caffè, nell'ultimo anno, hanno messo a segno un forte rialzo. Dallo scorso marzo i prezzi hanno quasi raddoppiato il valore grazie a fattori climatici, logistici e pandemici. I grandi trasformatori della materia prima restano preoccupati di non poter fare fronte alla richiesta della domanda. Non è solo questione di produzione, anche se i problemi non mancano in Brasile (Arabica), come in Etiopia e in Vietnam, i principali fornitori della meno pregiata qualità Robusta. In queste settimane che precedono il Natale si fatica a trovare le navi per trasportare le merci verso i porti d'approdo. Secondo la Coffee Exporters Council of Brazil, i volumi di merce in viaggio lo scorso ottobre risultavano del 24% inferiori rispetto all'anno precedente. Il caffè grezzo che sarà trasformato e servito durante le festività deve infatti arrivare almeno due mesi prima nei mercati di consumo per consentirne la corretta lavorazione. Il rincaro dei costi del caffè, pur nel suo piccolo, è una delle componenti che partecipa al surriscaldamento delle dinamiche inflative nelle grandi economie. Il quadro dei fondamentali risulta quindi immutato, così come invariate sono le pressioni rialziste sui prezzi di entrambe le qualità di caffè. Manteniamo però il nostro invito alla prudenza, visti gli alti livelli già raggiunti dalle quotazioni.

Cacao: a rischio di risultato negativo nel 2021 (-2,9% finora), le attese di surplus pesano sul 2022.

Il cacao è l'unica delle soft commodity che rischia di chiudere l'anno in negativo. Dopo i rialzi superiori al 20% nel periodo luglio-ottobre, le abbondanti produzioni in Africa e i mancati consumi legati alle precedenti limitazioni imposte alle persone hanno portato a una decisa correzione che è in corso tuttora. Il ritorno dei contagi da coronavirus in Europa, nonché la nuova variante scoperta in Africa, sono stati i motivi principali che stanno premendo al ribasso sulle quotazioni del cacao. Gran parte dei ribassi è dipesa dall'ipotesi di una domanda più debole causata dalle notizie sul COVID in generale, e su Omicron in particolare, proprio in un momento della stagione, quella che precede il Natale, dove il consumo di cioccolata registra il suo maggior picco. Fondamentalmente però, i raccolti di cacao nelle maggiori aree di coltivazione (Costa d'Avorio e Ghana) stavano già segnalando livelli di resa molto alti, grazie al mix di clima soleggiato e piogge, confermando le stime della International Cocoa Organization che prevedeva un surplus globale di circa 23.000 tonnellate per questa stagione, e un trend simile anche per la prossima. Queste condizioni di crescita dell'offerta rischiano di pesare negativamente sui prezzi del cacao anche nel 2022, se la domanda dovesse indebolirsi ulteriormente.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	13.12.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	494,0	8,0	8,0	8,0	23,5
Cotone	106,8	12,5	25,7	43,0	36,7
Cacao	2.528,0	-5,6	7,6	-8,0	-2,9
Zucchero	19,6	3,6	13,6	39,1	26,8
Caffè (arabica)	236,7	28,4	50,3	98,7	84,6
Caffè (robusta)	2.375,0	15,0	49,2	77,9	72,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 13.12.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	106,8	97,5	92,0	88,9	85,0	81,8
Cacao	2.528,0	2.475	2.490	2.500	2.546	2.610
Zucchero	19,6	19,3	18,5	17,0	16,4	14,9
Caffè (arabica)	236,7	186,0	188,1	184,4	156,3	140,0
Caffè (robusta)	2.375,0	1.938	1.719	1.656	1.630	1.515

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 13.12.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	106,8	110	105	100	98	86
Cacao	2.528,0	2.500	2.480	2.470	2.465	2.450
Zucchero	19,6	19,6	18,5	17,0	16,8	15,5
Caffè (arabica)	236,7	225	210	200	185	153
Caffè (robusta)	2.375,0	2.300	2.200	2.000	1.925	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate; tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabreve	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 23.11.2021.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (<https://www.intesasanpaolo.com>).

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Certificazione Analisti

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

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi