

Mensile Materie Prime

Commodity: si amplia il rialzo su tutti i comparti

Energia: Outlook Neutrale, il conflitto in Ucraina spinge petrolio e gas

Le quotazioni petrolifere aggiornano i massimi a 7 anni (intorno ad area 100 dollari per WTI e Brent al momento della pubblicazione) in scia all'escalation militare nell'Est Europa. L'outlook delineato da OPEC, EIA e IEA conferma stime in crescita per la domanda globale di petrolio, grazie al probabile aumento dei consumi per trasporti, ma ribadisce la previsione di un possibile marginale surplus di offerta nell'ultima parte del 2022, scenario che allenterebbe la pressione rialzista. Un quadro ancora robusto ma minacciato dalle possibili ripercussioni sui consumi petroliferi, in particolare dell'Eurozona, dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, malgrado i rialzi e le tensioni di mercato

L'impatto sfavorevole sui Preziosi, dovuto al generale movimento di rialzo dei tassi in tutte le principali aree economiche (ad eccezione per ora dell'Eurozona) e all'apprezzamento del dollaro, è stato mitigato dalla forte avversione al rischio sui mercati legata al conflitto in Ucraina. Se nel breve l'oro appare beneficiare in parte di queste tensioni, sovraperformando, nel medio termine è probabile che platino e palladio, dalla natura più industriale, continuino ad essere preferiti rispetto al metallo giallo.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, si accentua la pressione rialzista

Il conflitto in Ucraina e le possibili ripercussioni sulla Russia (metalli, gas e petrolio) si sommano al positivo scenario di fondo sui Metalli, premendo al rialzo sui prezzi. Il rincaro dei costi energetici, aggravato dall'aumento dei prezzi del metano, che è il principale combustibile per la generazione di energia elettrica, resta il fattore determinante per le lavorazioni siderurgiche.

Prodotti Agricoli: Outlook ancora Neutrale, possibile uno storno dei prezzi

Il forte rialzo che caratterizza questo inizio d'anno potrebbe subire una battuta d'arresto qualora gli investitori decidessero di attuare qualche fisiologica presa di beneficio, vista la dimensione della performance positiva. Questo ci spinge alla cautela e a mantenere ancora Neutrale il nostro Outlook. Il quadro sulle soft commodity resta complicato, con le quotazioni che potrebbero rallentare a causa di attese di surplus in quasi tutti i mercati, dopo i record del 2021.

Soft Commodity:

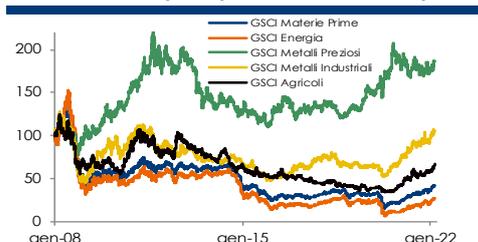
- Cotone:** consolida il rialzo da inizio anno, la scarsità di offerta resta il principale driver.
- Zucchero:** frena il rialzo dei prezzi, complici le attese di surplus di mercato.
- Caffè:** la produzione brasiliana resta il fattore chiave.
- Cacao:** resta l'incertezza sulla reale produzione del 2022.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.02.22	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.298,1	18,9	43,5	38,2
GSCI Energia	538,5	25,4	28,5	30,2
GSCI Met. Preziosi	2.179,1	4,4	11,3	41,0
GSCI Met. Industriali	1.971,6	8,7	75,4	61,0
GSCI Prod. Agricoli	569,1	14,1	69,9	27,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg

Andamento dei principali indici commodity



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

24 febbraio 2022 - 14:30 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

24 febbraio 2022 - 14:37 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Feb.	Gen.
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

(%)	2022	2021
WTI	22,5	55,0
Brent	24,5	50,2
Gas Naturale	23,9	46,9
Gasolio	24,6	58,5
Oro	4,4	-3,5
Argento	5,1	-11,6
Rame	1,5	25,2
Alluminio	17,3	41,8
Zinco	-0,3	31,5
Nickel	17,5	24,9
Mais	15,3	22,6
Frumento	13,7	20,3
Cacao	4,2	-3,2
Zucchero	-1,9	21,9
Caffè	10,0	76,3
Cotone	8,7	44,1

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 23.02.2022

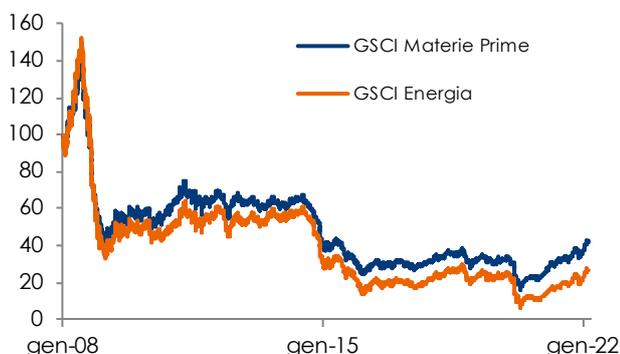
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.02.2022 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio a 100 dollari, pesa l'escalation militare

Commodity: accelera il rincaro da inizio anno complici le tensioni geopolitiche. Le tensioni legate alla crisi in Ucraina sfociate nell'intervento militare russo hanno accentuato la pressione rialzista su Energia, Metalli e Agricoli e, per paradosso visto il loro ruolo di asset difensivi, in misura minore sui Preziosi. Il driver geopolitico ha finito per sommarsi a quei fattori fondamentali che avevano già determinato la performance positiva delle commodity nel 2021, e che ritroviamo pressoché immutati in questo inizio di 2022. Le difficoltà logistiche (noli, trasporti, dogane) che hanno interrotto le catene di approvvigionamento, benché in marginale riduzione, continuano ad esercitare una serie di effetti negativi su molti settori manifatturieri e industriali, in un momento di forte recupero dei cicli economici. I tagli alla produzione e la carenza di investimenti, specie nei comparti dei Metalli ed Energia, sono alcuni dei fattori alla base della scarsità di offerta. Per gli Agricoli, il maltempo e i vincoli alle catene di approvvigionamento causati dagli strascichi del Covid-19 hanno accentuato le pressioni anche sulle quotazioni delle principali granaglie e delle soft commodity. A rendere tutto ancor più complicato, infine, lo scoppio del conflitto in Ucraina minaccia ulteriori interruzioni di tutta una serie di risorse. E' inevitabile ipotizzare più di uno shock per il mercato delle materie prime. Basti pensare al peso agricolo dell'Ucraina e a quello energetico e siderurgico di Mosca. Se nel breve periodo le pressioni rialziste generate da questo scenario sono robuste e determinanti, restiamo dell'idea che nel medio-lungo periodo il mercato delle commodity debba tornare a livelli di maggior equilibrio, limando gli eccessi delle ultime settimane. Per queste ragioni, la maggior parte delle nostre previsioni sulle commodity restano su livelli medio/alti ma con target di periodo sotto i livelli massimi raggiunti nelle ultime settimane dalla maggior parte delle quotazioni. Il nostro scenario resta nel complesso improntato alla cautela, anche se non escludiamo che un miglioramento della crescita nelle principali economie mondiali possa ampliare le attese di rialzo su tutte le commodity per il 2022. Questa ipotesi garantirebbe una prospettiva di incremento dei prezzi delle materie prime più robusta e meno legata ad aspetti esogeni, come nel caso delle attuali tensioni geopolitiche.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.02.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.298,1	18,9	43,5	38,2
GSCI Energia	538,5	25,4	28,5	30,2
WTI (\$)	92,1	22,5	79,1	70,6
Brent (\$)	96,8	24,5	72,0	73,0
Gas Naturale (\$)	4,6	23,9	153,0	76,0

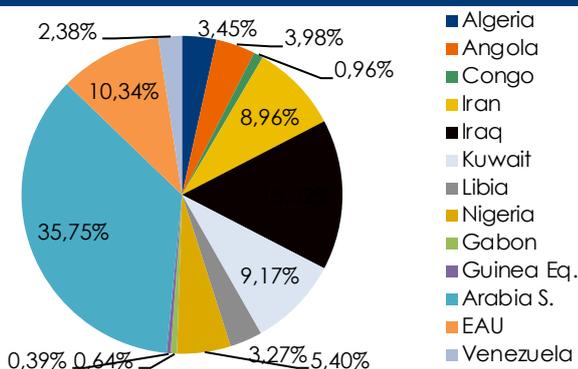
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: petrolio e gas naturale spinti al rialzo dal conflitto in Ucraina. Petrolio ai nuovi massimi a 7 anni (intorno ad area 100 dollari per WTI e Brent al momento della pubblicazione) e gas naturale su livelli molto alti per il periodo stagionale (fine inverno) sono la diretta conseguenza delle tensioni rialziste generate dall'intervento militare russo in Ucraina. In aggiunta, la riconferma dei livelli produttivi da parte dei principali produttori di petrolio (OPEC+) rafforza la prospettiva di un mercato mondiale sostanzialmente bilanciato nella prima parte del 2022, in virtù delle modeste revisioni al rialzo sulla domanda di petrolio per l'anno in corso. Un quadro sostanziale che evidenzia come l'attuale rincaro delle quotazioni petrolifere sia quasi esclusivamente dovuto alle tensioni geopolitiche, non essendo mutato l'insieme dei fondamentali specifici di comparto. In Europa, la volatilità dei prezzi e la vulnerabilità dei sistemi energetici sono dovute a una più ampia dipendenza dalle importazioni di carburanti fossili, a cui si sono sommati altri fattori: un calo

strutturale nella produzione europea di gas; la politica di abbandono del nucleare in molti paesi, in primis la Germania; e sullo sfondo, ovviamente, la scelta obbligata di transizione ecologica decisa dall'Eurozona. L'acuirsi delle tensioni con la Russia e scelte commerciali che appaiono "discutibili" zavorrano negativamente il sistema energetico europeo. Lo scenario sul gas naturale, in Europa, appare strettamente correlato all'evoluzione della crisi militare e alle possibili sanzioni economiche comminate alla Russia. Appare difficile pensare che l'escalation in atto non causi ulteriori interruzioni dei flussi: i mercati di gas ed energia faticeranno a tornare verso l'equilibrio.

L'OPEC+ conferma, anche a febbraio, +400.000 barili giornalieri fino alla fine del 2022. I produttori di petrolio OPEC+ (OPEC più Russia e produttori minori) si sono riuniti lo scorso 2 febbraio, confermando nuovamente l'offerta giornaliera fissata a +400.000 barili per marzo e formalmente per tutto il 2022. La decisione è apparsa scontata, e non sono state assecondate le richieste di aumento dell'offerta espresse dai consumatori. Permane una vaga disponibilità a un ulteriore incremento dell'offerta e a un ritorno alle normali produttività dei singoli paesi, superando l'attuale sistema delle quote, qualora i costi del greggio salissero eccessivamente. Più nel medio termine, una riduzione dell'offerta russa, dovuta a possibili sanzioni USA dopo l'intervento militare in Ucraina, potrebbe spingere il Cartello a colmare il gap aumentando ulteriormente le immissioni sul mercato. Anche questo scenario appare però piuttosto aleatorio e privo di prese di posizioni concrete. L'OPEC+ tornerà a riunirsi il prossimo 2 marzo: dubitiamo che cambi la strategia dei produttori, anche se i nuovi massimi del petrolio e l'escalation in Ucraina potrebbero essere elementi utili per spingere i produttori a ulteriori riflessioni sulla dimensione dell'offerta.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.01.2022

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

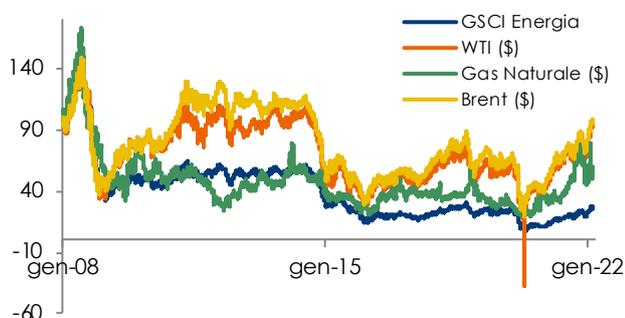
OPEC: mantiene stabili le prospettive di crescita della domanda per il 2022. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di febbraio, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha nuovamente lasciato invariate le sue previsioni di crescita per la domanda globale di petrolio, segnalando al contempo ottimismo sui potenziali aumenti del consumo di carburante per i trasporti, grazie alla ripresa dei viaggi in USA, Europa, Cina e Medio Oriente. Il Cartello ha mantenuto la sua stima di crescita a +4,15 milioni di barili al giorno, per quest'anno, ribadendo che la richiesta media giornaliera ammonterà complessivamente a 100,8 milioni di barili al giorno.

EIA: prezzi del petrolio alti per tutta la prima parte del 2022 e scorte in calo. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di febbraio, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, si prevede che il prezzo del Brent sarà in media di 90 dollari al barile a febbraio e di quasi 88 dollari al barile per tutta la prima metà di quest'anno. L'EIA stima che le scorte di petrolio nei Paesi OCSE si contrarranno fino a toccare i livelli più bassi dalla metà del 2014, a causa dei prezzi elevati che hanno spinto le principali economie ad attingere dalle proprie riserve. L'EIA ha

aumentato di quasi l'11% le previsioni sui prezzi del Brent per il 2022, confermando che le tensioni geopolitiche in atto hanno esercitato una forte pressione rialzista sulle quotazioni petrolifere.

IEA: le tensioni geopolitiche hanno inasprito un quadro già teso a causa della scarsa offerta dei paesi produttori. Nel suo Oil Market Report (OMR) di febbraio, l'IEA segnala che l'offerta globale di petrolio è aumentata di 560.000 barili al giorno (b/g), per un ammontare complessivo di 98,7 milioni b/g per il mese di gennaio. La dinamica dell'offerta di petrolio da parte dei produttori resta però caratterizzata da una costante immissione di prodotto inferiore alla quota assegnata a singoli produttori OPEC+. Il mancato rispetto dei livelli produttivi concordati ha tolto dal mercato circa 300 milioni di barili di petrolio nel 2021, estendendo i suoi effetti negativi anche in questi primi mesi del 2022. Se l'OPEC+ abolisse il sistema delle quote, la produzione mondiale di petrolio potrebbe aumentare di 6,3 milioni b/g nel 2022. Un livello che si incrementerebbe ulteriormente di altri 1,3 milioni b/g di greggio, qualora venissero revocate le sanzioni all'Iran nell'ambito della trattativa sul nucleare.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.02.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	538,5	19,0	29,7	40,1	25,4
WTI (\$)	92,1	17,5	36,4	45,7	22,5
Brent (\$)	96,8	17,7	36,3	44,5	24,5
Gas Naturale (\$)	4,6	-8,8	18,7	62,0	23,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, le quotazioni accelerano sulle tensioni ma potrebbero stornare nel medio termine. Le quotazioni petrolifere aggiornano i massimi a 7 anni (intorno ad area 100 dollari per WTI e Brent al momento della pubblicazione) in scia all'escalation militare nell'Est Europa. L'outlook delineato da OPEC, EIA e IEA conferma stime in crescita per la domanda globale di petrolio, grazie al probabile aumento dei consumi per trasporti, ma ribadisce la previsione di un possibile marginale surplus di offerta nell'ultima parte del 2022, scenario che allenterebbe la pressione rialzista. Un quadro ancora robusto ma minacciato dalle possibili ripercussioni sui consumi petroliferi, in particolare dell'Eurozona, dopo lo scoppio del conflitto in Ucraina. Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti, ma i fondamentali appaiono meno solidi anche per l'eccessiva corsa dei prezzi delle ultime settimane. Il mercato del greggio subisce la strategia di produzione limitata da parte del consorzio OPEC+, che mantiene alta la pressione rialzista sulle quotazioni e amplifica i costi energetici, alimentando l'inflazione globale. Le tensioni geopolitiche non hanno fatto altro che inasprire ancor di più questa situazione, specie se le eventuali sanzioni alla Russia dovessero riguardare anche gas e petrolio, eventualità che ad oggi non si può escludere. Ribadiamo il nostro scenario di cautela sui prezzi del greggio: pensiamo che il potenziale rialzista delle quotazioni del petrolio possa ridursi pur mantenendo alti i livelli dei prezzi. In un orizzonte più lungo, riteniamo sempre che il processo di transizione energetica "green" non porterà a un crollo immediato della domanda petrolifera. I combustibili fossili resteranno un elemento indispensabile per la realizzazione delle infrastrutture necessarie al funzionamento del nuovo sistema energetico. Solo al termine di questo processo di cambiamento, previsto per il 2030, è probabile che vi sia il naturale abbandono del petrolio e del carbone, con conseguenti effetti negativi sulle loro quotazioni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	92,1	81,2	77,0	73,4	76,0	70,7
Brent (\$)	96,8	83,0	79,0	76,0	78,5	73,7
Gas Naturale (\$)	4,6	4,2	3,6	3,6	4,0	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

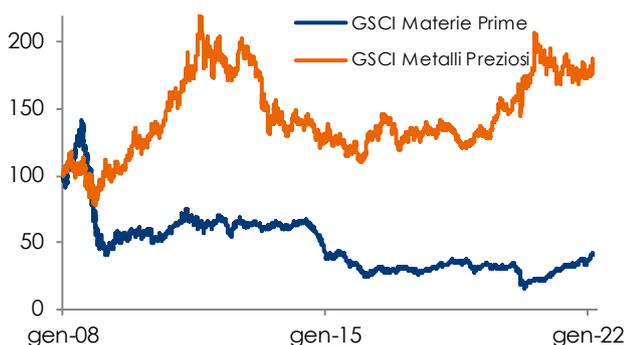
	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	92,1	73,0	65,0	66,0	68,0	68,0
Brent (\$)	96,8	75,0	67,0	68,0	70,0	70,0
Gas Naturale (\$)	4,6	4,0	3,8	3,8	3,9	3,8

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: l'avversione al rischio compensa il rialzo dei tassi

L'effetto negativo del rialzo dei tassi, unito alla forza del dollaro, viene compensato dall'avversione al rischio. L'impatto sfavorevole sui Preziosi, dovuto al generale movimento di rialzo dei tassi in tutte le principali aree economiche (ad eccezione per ora dell'Eurozona) e all'apprezzamento del dollaro, è stato mitigato dalla forte avversione al rischio sui mercati legata al conflitto in Ucraina. I timori per il rialzo dell'inflazione hanno costretto tutte le Banche centrali a reagire per contrastare l'indesiderato surriscaldamento dei prezzi, in primis la Fed. Questa dinamica è irreversibile, e resta il principale ostacolo al rialzo dei Preziosi. Solo la ricerca di asset difensivi, sia come scudo alle turbolenze di mercato, sia come difesa nei confronti dell'inflazione sta consentendo, in particolare all'oro, di mantenere alte le proprie quotazioni. Le pressioni inflazionistiche, da sole, non sono in grado di sostenere la domanda di beni difensivi, che ha ritrovato slancio solo con l'intensificarsi della crisi in Ucraina. Gli investitori continuano però a preferire il dollaro nelle proprie scelte difensive (e al margine anche yen e franco svizzero), esercitando solo una pressione rialzista minima su oro e argento. Una dinamica che pensiamo resterà sostanzialmente intatta anche nel corso di quest'anno. Appare in ulteriore miglioramento invece il quadro dei metalli che hanno un maggior utilizzo industriale, come platino e palladio, che proseguono il loro trend di recupero. Le quotazioni sono spinte al rialzo dalle ipotesi di sanzioni alla Russia, particolarmente attiva nell'estrazione e lavorazione di questi due metalli.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.02.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.298,1	18,9	43,5	38,2
GSCI Met. preziosi	2.179,1	4,4	11,3	41,0
Oro (\$)	1.908,4	4,4	14,0	51,8
Argento (\$)	24,5	5,1	29,8	33,4
Platino (\$)	1.093,3	12,9	12,3	6,4
Palladio (\$)	2.448,4	28,5	-6,9	217,4

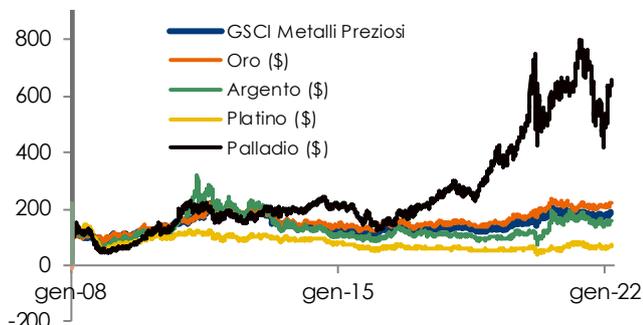
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento in recupero grazie all'avversione al rischio ma ostacolati dal rialzo dei tassi Fed e dalla forza del dollaro.

L'escalation della crisi in Ucraina, sfociata nel conflitto militare, ha finalmente consentito ad oro e argento di esercitare un certo appeal, influenzando le scelte difensive degli investitori. Una situazione che invece il surriscaldamento dei prezzi globali non era riuscito in alcun modo a generare, lasciando i Preziosi ignorati anche nell'ottica di protezione dall'erosione dei rendimenti causata dall'inflazione. Le scelte difensive degli operatori restano infatti orientate verso i due principali asset che fanno concorrenza all'oro, ossia Treasury e dollaro USA, ma la decisa avversione al rischio sui mercati è riuscita a generare una certa pressione rialzista in particolare sull'**oro**. Il dato sull'inflazione USA di gennaio, superiore alle attese, alimenta le aspettative di un rapido rincaro del costo del denaro da parte della Fed. Il FOMC ha ancora due dati importanti da valutare prima della riunione di metà marzo: l'inflazione e il mercato del lavoro (salari), entrambi relativi al mese di febbraio. Dai dati disponibili finora appare chiaro che i rialzi fra marzo e giugno non saranno gradualmente ma molto più rapidi (+50pb a marzo, con successivi ritocchi da +25pb a maggio e giugno) e questo consolida lo scenario di forza della valuta statunitense. Infine, l'**argento**, proprio in virtù del suo legame con l'oro, ha beneficiato anch'esso (parzialmente) dell'avversione al rischio, intercettando parte della liquidità difensiva allocata dagli investitori in questa fase. Resta l'idea di fondo che l'argento debba distinguere la propria performance dall'oro grazie alla sua natura più "industriale". Un'ipotesi che alimenta il nostro sentiment cautamente positivo legato alla prospettiva di crescita della domanda inerente

allo sviluppo delle tecnologie "green", un fattore che potrebbe ancora favorire l'argento nel breve-medio termine.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.02.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.179,1	6,6	5,1	3,4	4,4
Oro (\$)	1.908,4	6,9	5,6	6,1	4,4
Argento (\$)	24,5	4,4	2,7	-11,7	5,1
Platino (\$)	1.093,3	11,7	7,7	-13,3	12,9
Palladio (\$)	2.448,4	32,1	-0,1	0,7	28,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Platino e palladio sotto pressione a causa della crisi in Ucraina. La crisi ucraina e le possibili conseguenze sull'economia russa stanno impattando direttamente su questi due metalli. Le sanzioni alla Russia rischiano infatti di rivelarsi un'arma a doppio taglio. Oltre che dal gas molte aziende europee dipendono da altre materie prime che sono estratte o trasformate dalla Russia. Tra questi il palladio, di cui il paese di Putin fornisce il 40% del fabbisogno globale, e il titanio (30%), utilizzati nell'industria automobilistica ed aerospaziale. Resta quindi un cauto ottimismo per i prossimi trimestri: non escludiamo infatti che il platino e il palladio possano ulteriormente recuperare, visto che la produzione di veicoli e la domanda globale di metalli impiegati nell'elettronica restano più che mai al centro dello scenario, alimentando la prospettiva di un potenziale rialzo delle quotazioni.

Outlook Neutrale: il marginale recupero di inizio anno appare legato solo alle tensioni geopolitiche. Le politiche monetarie più restrittive, messe in atto dalla maggioranza delle Banche centrali mondiali, e in particolare dalla Fed, rischiano di indebolire la domanda di oro e argento, quando le tensioni geopolitiche saranno superate. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, infatti, continuano a non premere in alcun modo sui Preziosi nell'ottica di beni rifugio. Il FOMC dello scorso 26 gennaio si è concluso con la preparazione esplicita a una svolta per i tassi e per il bilancio della Fed in tempi relativamente ravvicinati, come confermato dai verbali recentemente diffusi. La valuta USA, oltre a beneficiare del suo recente ruolo di asset difensivo, ha ora incorporato totalmente lo scenario di accelerazione sui tassi e la riduzione degli acquisti di Treasury. E' probabile che gli investitori avversi al rischio 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. Ancora una volta, ribadiamo come platino e palladio possano ulteriormente recuperare grazie al ritorno della domanda del settore automobilistico. Se nel breve l'oro appare beneficiare delle tensioni sui mercati, sovraperformando, nel medio termine è probabile che platino e palladio continuino ad essere preferiti rispetto al metallo giallo. Proprio in virtù di questo possibile scenario, il nostro sentiment sul comparto nel suo complesso resta ancora Neutrale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.908,4	1.799,5	1.750,0	1.706,5	1.720,0	1.650,0
Argento (\$)	24,5	22,9	22,4	22,2	22,5	20,2
Platino (\$)	1.093,3	1.000,0	1.012,5	1.045,0	1.035,6	1.165,0
Palladio (\$)	2.448,4	2.000,0	2.050,0	2.125,0	2.066,3	2.220,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

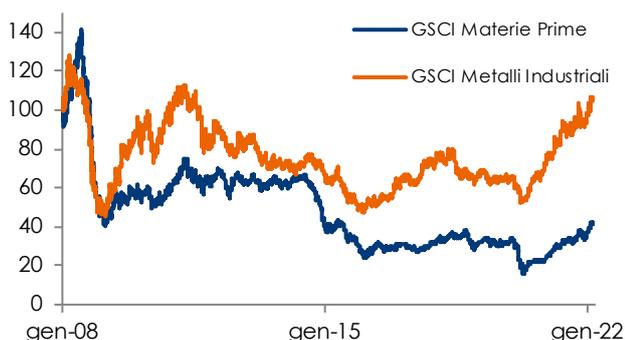
	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.908,4	1.770	1.730	1.700	1.720	1.650
Argento (\$)	24,5	24,0	24,0	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	1.093,3	1.025	1.050	1.100	1.075	1.125
Palladio (\$)	2.448,4	2.000	2.050	2.050	2.050	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: la crisi ucraina accentua la pressione rialzista

Le tensioni legate alle possibili sanzioni alla Russia (metalli ed energia) si sommano al quadro di fondamentali favorevoli. Il comparto dei Metalli industriali prosegue il suo rialzo dando seguito alla performance positiva del 2021. Ai buoni fondamentali che hanno guidato il trend rialzista degli ultimi mesi si sommano le tensioni su Metalli ed Energia dovute alle possibili sanzioni alla Russia, a seguito dell'escalation militare in atto. Una situazione che si innesta in un quadro di generale rincaro dei costi energetici e di limitazione della produzione siderurgica cinese, amplificando ulteriormente la pressione rialzista sui prezzi dei metalli. Le Autorità cinesi proseguono la strategia di limitare il dispendio di energia elettrica che caratterizza molte lavorazioni ad alto assorbimento energetico, come appunto il settore siderurgico. Lo scopo è duplice: perseguire il nuovo corso ecologico ma, allo stesso tempo, cercare di ridurre il più possibile i costi dell'industria metallurgica cinese. In Europa, invece, la cosiddetta "svolta green" ha contribuito al rialzo dei metalli in due maniere: 1) rincarare i prezzi di quei metalli che servono per produrre batterie: litio, rame, nichel e cobalto; 2) spingere al rialzo i prezzi dei metalli che per essere prodotti hanno bisogno di molta energia, come alluminio e zinco. Il rialzo dei prezzi dell'energia e i rincari nei costi di trasporto resteranno i principali fattori a sostegno delle quotazioni dei Metalli industriali per tutto il 2022.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.02.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.298,1	18,9	43,5	38,2
GSCI Industriali	1.971,6	8,7	75,4	61,0
Rame (\$)	9.866,0	1,5	73,4	66,4
Alluminio (\$)	3.292,5	17,3	93,8	74,7
Zinco (\$)	3.578,8	-0,3	70,7	28,4
Nichel (\$)	24.396,0	17,5	96,3	124,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Prosegue sistematicamente la strategia cinese volta a raffreddare l'inflazione ma senza penalizzare la crescita economica. Continua la strategia cinese di controllo del ciclo economico, volta a raffreddare le tensioni sui costi produttivi evitando il più possibile di intaccare la crescita economica. Dal mese scorso la Banca centrale cinese è tornata ad essere espansiva, mentre nel meeting di febbraio la **PBoC** ha confermato i tassi. Nel dettaglio, è stato confermato il tasso di finanziamento loan prime rate (LPR) a un anno al 3,7%. Il tasso a cinque anni è stato lasciato invariato al 4,6%. I tassi sono stati lasciati invariati dopo il taglio del mese di gennaio, quando la PBoC ha abbassato i tassi LPR a 1 anno di 10 punti base dal 3,8% al 3,7%, riducendo i tassi a cinque anni (per la prima volta dall'aprile del 2020) di 5 punti base dal 4,65% al 4,6%. Permane l'idea che questo cambio di rotta della PBoC potrebbe preludere a un ulteriore allentamento della politica monetaria nel corso del 2022, proprio per bilanciare l'eventuale rischio di rallentamento rendendo le condizioni di accesso al credito ancora più favorevoli. Un'azione che alla luce delle tensioni delle ultime settimane, legate alla crisi in Ucraina, mette al riparo l'economia domestica da eventuali shock di liquidità, derivanti dall'avversione al rischio generata da un possibile conflitto armato. In particolare, in un momento dell'anno che è storicamente delicato per il ciclo economico del gigante asiatico, arrivando dopo lo stop alle attività dovuto ai festeggiamenti del Capodanno Lunare e alle Olimpiadi invernali.

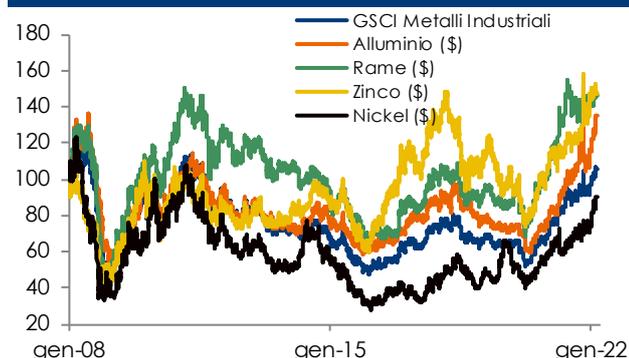
Metalli industriali: tensione fortissima sui prezzi. Il settore dei Metalli industriali ha iniziato il nuovo anno decisamente sotto pressione. Il mercato fisico prosegue la sua fase di adattamento ma resterà probabilmente ancora condizionato dall'incertezza delle forniture anche nel 2022. I prezzi spot per diversi contratti sui metalli al London Metal Exchange sono più alti di quelli per la consegna successiva, questo perché i trader sono disposti a pagare premi elevati pur di assicurarsi un approvvigionamento immediato. Anche il blocco delle attività siderurgiche nella provincia di Hebei, per via dei festeggiamenti per il Capodanno Lunare ma anche nel tentativo di ridurre l'inquinamento durante le Olimpiadi, ha contribuito a premere sui prezzi.

La carenza di rame rischia di minacciare la transizione energetica verso le rinnovabili e i veicoli elettrici. La forte domanda espressa da questi due comparti continuerà a premere fortemente sui prezzi del rame. Spaventano le stime di mercato che vedono la domanda globale di rame superare l'offerta di oltre 6 milioni di tonnellate nei prossimi 7-8 anni. Un deficit che rischia di avere un impatto notevole sul processo di transizione energetica poiché, stante l'attuale tecnologia, non esiste un reale sostituto del rame per molte apparecchiature elettriche. A questo scenario di fondo si sommano le tensioni legate a possibili sanzioni alla Russia, a seguito dell'intervento militare in Ucraina, che premerebbero ulteriormente sui prezzi del rame.

Prosegue la corsa dell'alluminio, anche a causa della crisi in Ucraina. L'alluminio ha raggiunto il massimo da 13 anni, stazionando sopra i 3.000 dollari (a tonnellata) sui timori che le scorte globali potrebbero esaurirsi entro il 2024. In aggiunta, le possibili sanzioni alla Russia colpirebbero anche il comparto dell'alluminio, di cui il paese di Putin è un forte produttore attraverso la United Company RUSAL. In aggiunta, le fonderie in Europa e Cina sono state costrette a tagliare la capacità di produzione a causa dell'aumento dei costi energetici. In Cina la domanda è rimasta robusta nonostante il classico stop alle lavorazioni a seguito delle festività legate al Capodanno cinese. Pertanto, gli stock hanno continuato a diminuire e si trovano ora a un livello molto al di sotto della media. Inoltre, l'embargo indonesiano all'export di carbone verso Cina e India sta impattando sui costi produttivi del settore siderurgico, mantenendo molto alta la pressione sull'alluminio.

Frena lo zinco, dopo la straordinaria performance del 2021. Rallenta lo zinco dopo che il 2021 è stato un anno record, con i prezzi che hanno raggiunto i massimi da 14 anni. La forte pressione sulla domanda dopo il *lockdown* e il rincaro dei costi energetici hanno sostenuto le quotazioni fino a gennaio. Non mutiamo il nostro scenario di cauto ottimismo per il 2022: tutto il comparto cinese specializzato nella lavorazione dello zinco ha ridotto i volumi prodotti, allineandosi alla contrazione generalizzata dell'intera produzione siderurgica del gigante asiatico, proprio a causa dei costi dell'elettricità, e questo renderà ancora più teso il mercato dello zinco sostenendo le quotazioni.

Le tensioni in Ucraina sostengono il rialzo del nickel. Si conferma il quadro di fondo positivo per il nickel, che continua a sovraperformare rispetto al resto del comparto dei Metalli industriali. I prezzi sono ai massimi dal 2011, sopra area 24.000 dollari per tonnellata; a sostenere le quotazioni contribuiscono sia il basso livello delle scorte ufficiali nei magazzini della Borsa di Londra, sia le prospettive di sanzioni alla Russia, che ha un ruolo predominante in termini di esportazioni. Un quadro che conferma la pressione rialzista sui prezzi del nickel.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.02.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.971,6	10,2	16,1	23,4	8,7
Rame (\$)	9.866,0	0,3	5,2	6,0	1,5
Alluminio (\$)	3.292,5	21,8	25,9	50,7	17,3
Zinco (\$)	3.578,8	6,0	22,5	26,0	-0,3
Nickel (\$)	24.396,0	17,0	27,9	23,8	17,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: al favorevole quadro dei fondamentali si sommano le tensioni legate alle possibili sanzioni alla Russia.

Il conflitto in Ucraina e le possibili ripercussioni sulla Russia (metalli, gas e petrolio) si sommano al positivo scenario di fondo sui Metalli, premendo al rialzo sui prezzi. Il rincaro dei costi energetici, aggravato dall'incremento del metano, che è il principale combustibile per la generazione di energia elettrica, resta il fattore determinante per le lavorazioni siderurgiche, a cui si sommano le difficoltà nelle forniture. Questo mix di elementi resterà alla base di un rialzo delle quotazioni, che nel breve stanno beneficiando dei timori sulle forniture di metalli dalla Russia, qualora si concretizzassero le sanzioni USA. Nel medio-lungo termine, il settore continuerà a trarre beneficio dalle attese legate ai forti investimenti indispensabili per la transizione ecosostenibile dei sistemi economici mondiali. Restano prudentemente ottimistiche le nostre previsioni a medio e lungo termine, confermando il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto nel suo complesso.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.866,0	9.620	9.350	9.400	9.395	9.550
Alluminio (\$)	3.292,5	2.800	2.630	2.550	2.650	2.621
Zinco (\$)	3.578,8	3.363	3.277	3.104	3.200	2.850
Nickel (\$)	24.396,0	20.125	19.500	19.600	19.375	19.400

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

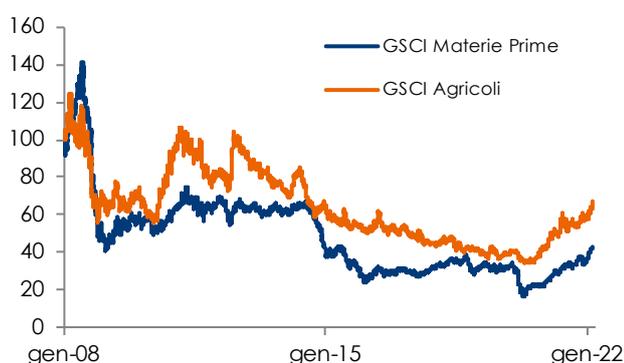
	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.866,0	9.800	9.850	9.950	9.900	10.000
Alluminio (\$)	3.292,5	2.700	2.500	2.600	2.625	2.800
Zinco (\$)	3.578,8	3.450	3.350	3.300	3.350	3.340
Nickel (\$)	24.396,0	20.600	20.000	20.600	20.550	21.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: prosegue il rialzo di inizio anno

Prosegue anche a febbraio il rialzo degli Agricoli. Il comparto degli Agricoli prosegue il rialzo di inizio anno dando seguito al trend positivo del 2021. A guidare il rincaro dei prezzi, in particolare dei cereali, sono ancora i piani di acquisto cinesi. La Cina intende assicurarsi circa la metà delle riserve mondiali di grano, riso e mais (destinato in particolare alla zootecnia). L'azione cinese ha due obiettivi: sicurezza alimentare interna e dominanza geopolitica. Anche l'escalation militare in Ucraina ha un risvolto sul fronte agricolo che coinvolge il gigante asiatico. A seguito della guerra commerciale Cina-USA, iniziata sotto l'amministrazione Trump, le transazioni agricole tra Cina e Ucraina sono aumentate del 33% nel 2021 (rispetto al 2020). La Cina è un partner commerciale importantissimo per l'Ucraina. Le esportazioni cinesi in Ucraina ammontano al 14,4% del totale, mentre le esportazioni ucraine verso la Cina sono il 15,3% della bilancia commerciale del Paese e sono prevalentemente agricole ed energetiche (produzione secondaria di energia elettrica). L'Ucraina ha circa 42 milioni di ettari di terreni agricoli; da quando nel 2013 ha iniziato a esportare mais in Cina nel giro di soli 6 anni (nel 2019) ne è diventata il principale fornitore, garantendo circa l'80% del granturco consumato in Cina. Un accordo fra il Ministero dell'Agricoltura cinese e la società ucraina KSG Agro prevede l'affitto di 100.000 ettari di terreno agricolo nel paese europeo per la coltivazione di cereali e l'allevamento di suini, in esclusiva per la Cina per un periodo di 50 anni. Anche la crisi in Ucraina fa emergere, ancora una volta, la volontà di Pechino di reagire a qualsiasi limitazione commerciale impostale. In conclusione, il recupero della domanda di derrate alimentari generato dall'aumento dei consumi mondiali, sommato al rincaro dei costi di produzione (carburanti, pesticidi e fertilizzanti), in un quadro di fondo caratterizzato da condizioni meteo imprevedibili a causa del cambiamento climatico, conferma le pressioni rialziste sui prezzi degli alimenti.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



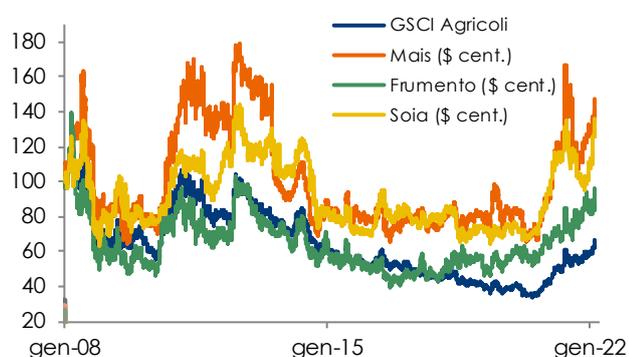
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 23.02.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.298,1	18,9	43,5	38,2
GSCI Agricoli	569,1	14,1	69,9	27,3
Mais (\$ cent.)	683,8	15,3	83,7	87,8
Frumento (\$ cent.)	876,0	13,7	63,4	103,1
Soia (\$ cent.)	1.675,0	26,1	91,6	65,3
Cotone (\$ cent.)	122,4	8,7	81,3	62,3
Cacao	2.626,0	4,2	-10,1	27,0
Zucchero	18,5	-1,9	21,3	-6,4
Caffè (arabica)	248,6	10,0	128,4	68,1
Caffè (robusta)	2.349,0	-5,6	89,4	12,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.02.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	569,1	11,4	11,4	11,4	14,1
Mais (\$ cent.)	683,8	17,9	25,6	22,3	15,3
Frumento (\$ cent.)	876,0	4,7	22,0	28,8	13,7
Soia (\$ cent.)	1.675,0	32,3	25,3	17,6	26,1

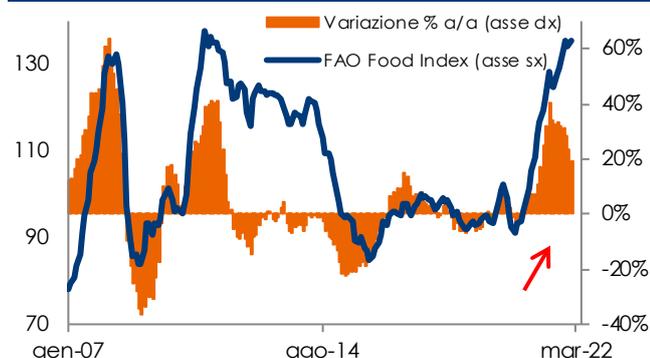
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: il prezzo degli alimenti sale ancora a causa del rincaro degli oli vegetali. Nel mese di gennaio l'Indice FAO dei prezzi dei prodotti alimentari ha registrato in media 135,7 punti, pari a un aumento dell'1,1% rispetto a dicembre, a causa delle strozzature dal lato dell'offerta di oli vegetali. Il sottoindice dei prezzi degli oli vegetali ha infatti invertito la rotta rispetto ai valori di dicembre, segnando un incremento del 4,2% su base mensile, la massima variazione percentuale mensile mai registrata. Marginale è stato invece il rialzo del sottoindice relativo ai prezzi dei cereali: +0,1% m/m. I prezzi all'esportazione del mais sono saliti del 3,8% m/m, un rincaro dovuto alle persistenti condizioni di siccità in America Latina, mentre le quotazioni mondiali del grano sono calate del 3,1%, grazie agli abbondanti raccolti registrati in Australia e Argentina. Alla scarsità dei raccolti e al costante volume di acquisti da parte dei consumatori cinesi va imputato, invece, il rialzo mensile dei prezzi del riso: +3,1% m/m. L'indice dei prezzi dello zucchero è stato l'unico a segnare una variazione negativa a gennaio, -3,1% rispetto al mese precedente, grazie alle buone prospettive di produzione nei principali paesi esportatori: Brasile, India e Thailandia.

FAO – Nuove previsioni per i cereali: possibile aumento della semina di frumento nell'emisfero settentrionale. La FAO ha rivisto al rialzo la stima sulla produzione di cereali mondiale del 2021 (dato non ancora definitivo), ora prevista a 2.793 milioni di tonnellate, in crescita dello 0,8% rispetto al 2020. Per il 2022, le condizioni atmosferiche favorevoli attese nell'emisfero settentrionale dovrebbero aumentare la percentuale di semina di grano. Questo incremento potrebbe essere ridimensionato dall'elevato costo dei fattori di produzione (rincaro del petrolio: carburanti, pesticidi, fertilizzanti). Le prospettive per il mais sono favorevoli, con prezzi elevati che rispecchiano le previsioni di aumento delle semine in Argentina e Brasile. Nel biennio 2021/2022 l'utilizzo di cereali a livello mondiale potrebbe aumentare dell'1,6% a/a, generando una probabile contrazione del rapporto mondiale tra scorte e utilizzo di cereali, che si attesterebbe al 28,7%, un valore leggermente inferiore rispetto al dato dello scorso anno, ma pur sempre considerato favorevole e di sostegno ai prezzi cerealicoli. Infine, le stime FAO relative agli scambi commerciali di cereali a livello mondiale nel 2021/2022 indicano un dato record di 481 milioni di tonnellate, in crescita dello 0,4% a/a. Un valore frutto dell'atteso incremento del 2,0% a/a degli scambi mondiali di grano e dell'impennata delle transazioni del riso, stimata a quasi il +4,0% a/a.

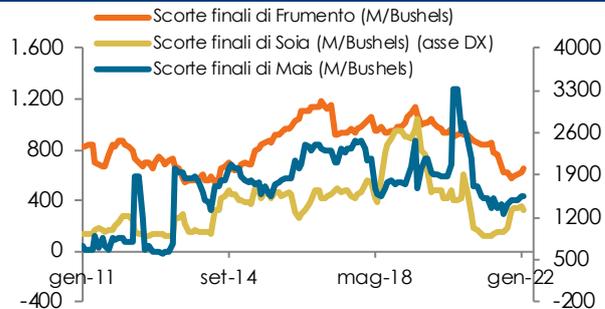
WASDE: poche le novità dall'USDA vista la stagione invernale in Occidente. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta agricola statunitense e globale senza fornire grosse novità. Viene ribadito che la siccità in Sud America inciderà sulle proiezioni del raccolto di **soia** in Argentina e Brasile, erodendo le scorte finali ed esercitando pressione sui prezzi. L'outlook mensile sul **mais** vede una maggiore produzione negli Stati Uniti, un aumento del consumo come alimento non animale e minori esportazioni, in particolare dagli USA, con la conseguenza di un possibile incremento delle scorte globali nei prossimi mesi. Le prospettive per il **grano** sono per forniture complessive stabili, consumi leggermente inferiori e commercio globale in marginale contrazione. Anche in questo caso non è escluso un blando incremento delle scorte finali.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale, il rialzo di inizio anno potrebbe registrare un fisiologico stop. Si conferma il quadro positivo dei fondamentali che genera pressioni rialziste su tutto il comparto delle granaglie, a cui si sommano il conflitto in Ucraina e i piani di acquisto sui cereali promossi dalla Cina. Il forte rialzo che caratterizza questo inizio di 2022 potrebbe però subire una battuta d'arresto qualora gli investitori decidessero di realizzare qualche fisiologica presa di beneficio, vista la dimensione della performance positiva. Questo ci spinge alla cautela e a mantenere ancora Neutrale il nostro Outlook. Dal lato dei fondamentali, i fattori da monitorare restano i soliti: 1) la stabilità delle forniture di quasi tutte le derrate alimentari; 2) il rincaro dei costi di produzione: fertilizzanti, pesticidi e carburanti; 3) il cambiamento climatico. Non va dimenticato che i rincari dei prezzi degli alimenti stanno contribuendo sempre di più all'aumento dell'inflazione, in questa fase di ripresa economica post-pandemia. Il quadro sulle soft commodity resta complicato, con le quotazioni che potrebbero rallentare a causa di attese di surplus in quasi tutti i mercati.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	23.02.22	2022	2022	2022	2022	2023
Mais (\$ cent.)	683,8	591,0	584,0	544,0	540,0	485,0
Frumento (\$ cent.)	876,0	780,0	785,0	740,0	740,0	645,4
Soia (\$ cent.)	1.675,0	1.294,5	1.281,5	1.205,0	1.200,0	1.107,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	23.02.22	2022	2022	2022	2022	2023
Mais (\$ cent.)	683,8	560	520	520	520	500
Frumento (\$ cent.)	876,0	780	750	720	740	670
Soia (\$ cent.)	1.675,0	1.280	1.180	1.160	1.170	1.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Cotone: consolida il rialzo da inizio anno, la scarsità di offerta resta il principale driver. Si conferma lo scenario sul cotone, che da inizio anno sta consolidando la sua performance positiva. Il deficit mondiale del 2021, che ha guidato il rialzo dei prezzi lo scorso anno, rischia di protrarsi anche nel 2022, per il secondo anno consecutivo. Le tensioni geopolitiche legate alla questione dello Xinjiang riducono l'export di cotone da quell'area, ma gli altri paesi produttori starebbero aumentando i livelli di output proprio a seguito del rialzo dei prezzi. Confermiamo le nostre previsioni di marginale consolidamento per il prezzo di questa commodity.

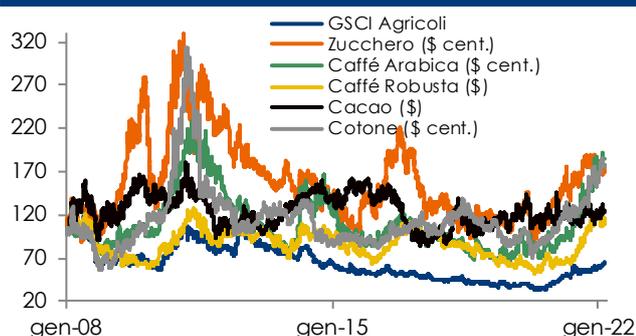
Zucchero: frena il rialzo dei prezzi, complici le attese di surplus di mercato. I prezzi dello zucchero sono aumentati del 21,9% lo scorso anno, ma proprio per questo motivo la maggior parte dei produttori ha incrementato la produzione e questo sta generando attese di surplus di mercato per il 2022. I raccolti di canna da zucchero dovrebbero rivelarsi più abbondanti di quanto atteso, specie nel centro-sud del Brasile, dove si prevede un raccolto di 560 milioni di tonnellate, contro i precedenti 525 milioni, grazie a un clima inaspettatamente favorevole. Un raccolto che potrebbe portare la produzione di zucchero raffinato a 34,35 milioni di tonnellate, rispetto ai circa 32 milioni dell'anno scorso. Infine, la gran parte degli operatori si attende che la produzione indiana di zucchero possa diminuire nella stagione 2022, a 30,9 milioni di tonnellate dai 31,7 milioni del 2021. Per lo scenario descritto confermiamo previsioni di prezzo in marginale contrazione per quest'anno.

Caffè: la produzione brasiliana resta il fattore chiave. Le preoccupazioni per lo stato del raccolto del Brasile restano il fattore da monitorare. Dopo due anni di clima secco, che ha inciso sui raccolti, le difficoltà della catena di approvvigionamento dovute alla pandemia hanno spinto i prezzi del caffè arabica ai livelli massimi da oltre un decennio. Tuttavia, secondo la CECAFE, l'Associazione degli esportatori di caffè del Brasile, ci sono scorte di caffè sufficienti a soddisfare la richiesta nonostante la siccità e le difficoltà nelle spedizioni. Il Brasile ha esportato 2,8 milioni di sacchi di caffè a gennaio, in calo del 10% rispetto al gennaio del 2021, e il rischio è che questa situazione possa proseguire. Dopo due raccolti consecutivi in contrazione (dovuti anche al "ciclo off" delle piante di Arabica, oltre che alla siccità), le scorte di caffè del Brasile sono ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni, secondo la stima dell'USDA (il Dipartimento dell'Agricoltura USA). Eventuali gelate durante l'inverno nell'emisfero australe, tra giugno e agosto, potrebbero

peggiore le già scarse prospettive di approvvigionamento. Questo inizio di 2022 è invece stato caratterizzato da intense precipitazioni, che hanno colpito alcune piantagioni di caffè nelle aree centro-orientali del Brasile ma senza grossi danni. Il consenso di mercato converge su una stima della produzione globale di Arabica in diminuzione di 1,4 milioni di sacchi, che non riuscirà a soddisfare la domanda, col rischio di generare un deficit stimabile in 11,2 milioni di sacchi. Di contro, i coltivatori di Robusta dovrebbero fornire un raccolto record nel 2022. Un quadro incerto che potrebbe frenare lo slancio rialzista dei prezzi, che nel 2021 sono già aumentati dell'80%, una performance che difficilmente verrà ripetuta.

Cacao: resta l'incertezza sulla reale produzione del 2022. Tre settimane consecutive di siccità potrebbero aver danneggiato la qualità delle produzioni di cacao della Costa d'Avorio. Va detto però che il primo produttore al mondo di cacao è nel pieno della sua stagione secca (da novembre a marzo), anche se quest'anno le precipitazioni sono state particolarmente scarse e al di sotto della media storica. Le temperature calde, a cui si è aggiunto però un Harmattan mite (il vento caldo del Sahara), sembrano però garantire un buon raccolto per la stagione in corso. Il focus per il 2022 resta sulla produzione di Costa d'Avorio e Ghana. Le stime della International Cocoa Organization confermano un surplus globale (anche se in contrazione) per il 2022. Questo scenario di eccesso di offerta rischia di gravare negativamente sui prezzi del cacao.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	23.02.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	569,1	11,4	11,4	11,4	14,1
Cotone	122,4	1,7	27,8	32,6	8,7
Cacao	2.626,0	6,0	2,0	1,2	4,2
Zucchero	18,5	-7,0	-5,4	2,0	-1,9
Caffè (arabica)	248,6	2,5	38,1	81,7	10,0
Caffè (robusta)	2.349,0	1,4	19,6	62,3	-5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone	122,4	113,4	109,0	108,2	105,0	86,0
Cacao	2.626,0	2.500	2.470	2.460	2.468	2.460
Zucchero	18,5	18,4	17,5	17,5	17,3	14,5
Caffè (arabica)	248,60	220,0	215,0	220,0	209,0	153,0
Caffè (robusta)	2.349,0	2.297	2.075	1.875	2.008	1.590

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 23.02.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone	122,4	110	100	95	99	86
Cacao	2.626,0	2.480	2.470	2.460	2.465	2.450
Zucchero	18,5	18,5	17,0	16,3	16,8	15,5
Caffè (arabica)	248,60	210	200	170	185	153
Caffè (robusta)	2.349,0	2.200	2.000	1.800	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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.01.2022.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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