

## Commodity: permane la pressione rialzista anche nel 2022

### Energia: Outlook Neutrale, i prezzi resteranno comunque su livelli alti

Benché il 2022 si sia aperto nuovamente al rialzo, riteniamo che difficilmente si ripeteranno i risultati del 2021. Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti ma i fondamentali appaiono in deterioramento. Rimangono solide le aspettative di un ritorno in surplus dell'offerta petrolifera già a partire dal 2° trimestre di quest'anno, complice il possibile rallentamento dell'economia mondiale, che finirà per riflettersi sulla domanda di energia. Il mercato del greggio subisce la graduale e risicata politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+, che continuerà a spingere al rialzo sui prezzi.

### Metalli preziosi: Outlook Neutrale, il rialzo dei tassi li penalizzerà ancora

Le politiche monetarie più restrittive, messe in atto dalla maggioranza delle Banche centrali mondiali, dovrebbero continuare a indebolire la domanda di oro e argento. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai minori allarmi sanitari, sembrano non premere in alcun modo sui due metalli, nell'ottica di beni rifugio. Di contro, sembra invece migliorare il quadro per quei metalli che hanno una propensione maggiormente industriale, come platino e palladio.

### Metalli industriali: Outlook Mod. Positivo, quadro favorevole immutato

Sia lo scenario di fondo che i fattori che lo compongono appaiono intatti anche in queste prime battute del 2022. Il rincaro dei costi energetici resta il fattore determinante delle lavorazioni siderurgiche, a cui si sommano le difficoltà nelle forniture. Questo mix di elementi resterà alla base del rialzo delle quotazioni che sarà probabilmente più evidente nella seconda parte dell'anno, nonostante la buona performance registrata in queste prime settimane.

### Prodotti agricoli: Outlook ancora Neutrale ma la Cina preme sui prezzi

Il discreto quadro dei fondamentali, che aveva sostenuto la dinamica rialzista del 2021, si è trasferito sostanzialmente immutato nel 2022. In aggiunta, i piani di acquisto sui cereali promossi dalla Cina stanno generando ulteriore pressione rialzista sui prezzi. Il quadro sulle soft commodity resta meno roseo, con i prezzi che potrebbero frenare maggiormente, visti i record del 2021.

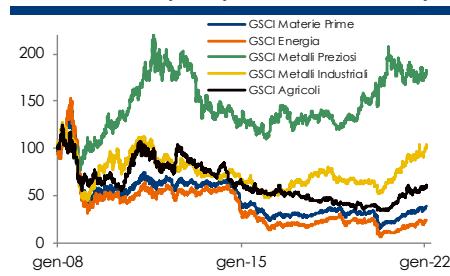
#### ■ Soft Commodity:

- Cotone:** la scarsità sosterrà i prezzi ma questa situazione potrebbe volgere al termine.
- Zucchero:** dubbi sul possibile deficit di offerta nel 2022.
- Caffè:** la CONAB stima la produzione brasiliana ancora in calo.
- Cacao:** focus sulla produzione del 2022.

#### Performance degli indici commodity

	Valore 25.01.22	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.034,1	9,3	25,7	25,8
GSCI Energia	487,9	13,7	9,8	15,4
GSCI Met. preziosi	2.115,9	1,4	14,7	45,1
GSCI Met. industriali	1.901,8	4,8	60,3	59,2
GSCI Prod. agricoli	521,6	4,6	50,4	15,7

#### Andamento dei principali indici commodity



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.01.2022

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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.01.2022 (salvo diversa indicazione).

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

**26 gennaio 2022 – 13:56 CET**

Data e ora di produzione

Nota mensile

**Direzione Studi e Ricerche**

**Ricerca per  
investitori privati e PMI**

**Mario Romani**

Analista Finanziario

**26 gennaio 2022 – 14:02 CET**

Data e ora di circolazione

**Outlook Settoriale\***

	Gen.	Dic.
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**

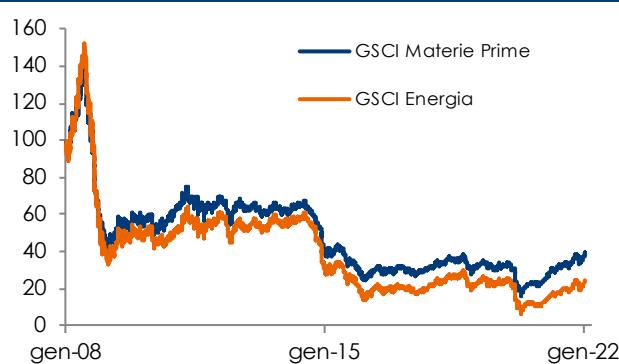
(%)	2022	2021
WTI	13,8	55,0
Brent	13,4	50,2
Gas Naturale	8,7	46,9
Oro	1,3	-3,5
Argento	2,3	-11,6
Rame	0,8	25,2
Alluminio	10,1	41,8
Zinco	0,2	31,5
Nickel	7,6	24,9
Mais	4,5	22,6
Frumento	6,1	20,3
Soia	5,9	1,0
Cacao	-0,7	-3,2
Zucchero	-0,5	21,9
Caffè (arabica)	5,2	76,3
Cotone	7,4	44,1

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 25.01.2022

## Energia: prosegue il rialzo del petrolio anche nel 2022

**Commodity: partenza in rialzo nel 2022 ma permangono le preoccupazioni.** I fattori che hanno determinato la performance positiva delle commodity nel 2021, le stanno sostenendo anche in questo inizio di 2022. Le strozzature logistiche (noli, trasporti, dogane) che hanno interrotto le catene di approvvigionamento stanno infatti estendendo i propri effetti anche in queste prime settimane. Ribadiamo 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 resta il principale responsabile dell'aumento dell'inflazione, che prosegue e ha già costretto molte Banche centrali a mutare velocemente il proprio approccio monetario in restrittivo, al fine di contrastarne gli effetti negativi. La modifica in senso meno accomodante 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 corso del 2022. Benché i timori sanitari, anche dopo la diffusione della variante Omicron, siano meno pressanti, resta il rischio che le stime sulla crescita delle principali economie siano oggetto di revisione: questo potrebbe incidere sulla futura domanda di materie prime. Non è cambiata 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 l'obiettivo formale di rispettare le nuove normative ecologiche ma, in realtà, con lo scopo di ridurre il più possibile i costi produttivi legati all'energia. Una strategia che si arricchisce di un nuovo strumento: la Banca centrale cinese ha infatti deciso di tornare velocemente espansiva, riducendo i costi di finanziamento a medio termine al fine di scongiurare qualsiasi impatto negativo sulla crescita generata dalla crisi energetica. Il 2022 resta carico di incognite: la maggior parte dei prezzi delle commodity ha già raggiunto livelli molto alti a causa dell'offerta fisica limitata proveniente dai paesi produttori. La scarsità di alcune risorse è ancora l'elemento negativo che maggiormente incide su quasi tutte le filiere di approvvigionamento: Energia, Agricoli e Metalli. Per tale motivo, la maggior parte delle nostre previsioni sulle commodity restano positive ma con target meno ambiziosi rispetto a qualche mese fa. Il nostro scenario resta nel complesso improntato alla cautela ma non escludiamo che un miglioramento delle stime di crescita delle grandi economie possa ampliare le attese di rialzo, per il 2022, su tutte le commodity.

**GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)**



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di lungo termine**

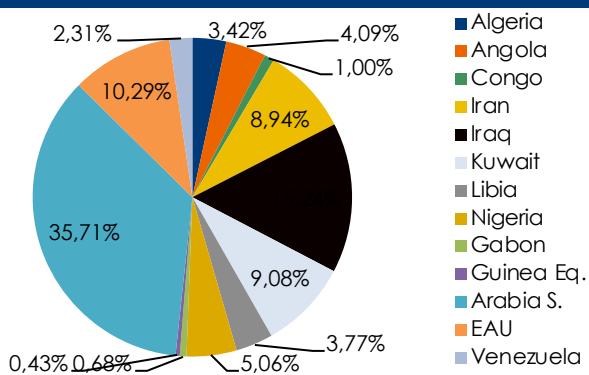
	Valore 25.01.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.034,1	9,3	25,7	25,8
GSCI Energia	487,9	13,7	9,8	15,4
WTI (\$)	85,6	13,8	58,0	59,2
Brent (\$)	88,2	13,4	45,3	56,8
Gas Naturale (\$)	4,1	8,7	114,1	19,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: petrolio e gas naturale tonici anche in questo inizio di 2022.** Non ha rallentato la dinamica rialzista sul comparto dell'energia, anche in queste prime battute del 2022, nonostante un fisiologico rallentamento del trend del gas naturale. Il petrolio, al contrario, si è spinto ai nuovi massimi da 7 anni, ben oltre gli 85 dollari al barile, per poi consolidare su quel livello. 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 tra

l'altro le blande revisioni al rialzo sulla domanda dell'ultimo mese del 2021. Le previsioni sul mercato petrolifero non cambiano e tratteggiano comunque un probabile surplus di offerta a partire dal 2° trimestre, con la domanda in crescita ma ad un ritmo probabilmente troppo lento. Le stime sui consumi appaiono coerenti con il rallentamento economico dei grandi paesi importatori di greggio. Uno scenario aggravato dalle fortissime tensioni sia in Medioriente che fra Russia e Stati Uniti sulla questione Ucraina: due diverse vicende che alimentano i timori dal lato dell'offerta, già limitata dalle decisioni dei produttori OPEC+. La pressione sulla domanda di gas naturale, utilizzato non solo per il riscaldamento ma anche per la generazione di energia elettrica, è ancora al centro della scena in Europa. L'acuirsi delle tensioni con la Russia e scelte commerciali che abbiamo già definito "discutibili" (cfr. Mensile Materie Prime di dicembre) zavorrano negativamente il sistema energetico europeo. L'unico fattore che potrebbe attenuare la pressione è, banalmente, il superamento di metà del periodo invernale. Un momento in cui, stagionalmente, la pressione sugli acquisti cala in maniera naturale: questo si è già riverberato sulle quotazioni del gas naturale europeo (TTF – Durth TTF Natural Gas), che ha stornato dai massimi di fine 2021.

**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 lo scorso 4 gennaio confermando nuovamente l'offerta giornaliera fissata a +400.000 barili, formalmente per tutto il 2022 ma con una revisione più stringente calendarizzata per il mese di agosto. La decisione verte sulla convinzione che l'impatto della variante Omicron sulla domanda petrolifera sia lieve e di breve durata, mentre le prospettive economiche sia nei paesi emergenti che in quelli avanzati appaiono stabili. In aggiunta, alcuni membri dell'OPEC+ (ad esempio Russia, Nigeria e Libia) stanno avendo problemi di produzione e non riescono a rispettare gli obiettivi fissati. Già da qualche mese, infatti, l'offerta concordata non viene totalmente immessa nel mercato, creando un marginale gap che preme al rialzo sulle quotazioni petrolifere. L'OPEC+ tornerà a riunirsi il prossimo 2 febbraio: dubitiamo che cambi la strategia dei produttori, visti gli ottimi risultati in termini di royalties che stanno incassando ormai da molti mesi.

**Produzione membri OPEC (%)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.12.2021

**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
Libia	-	37,9	68,4	155,0	108,0	84,3
Nigeria	-	53,6	53,7	67,8	65,8	65,4
Kazakhstan	-	74,6	48,3	36,1	141,7	55,2
Gabon	-	80,3	67,9	87,6	70,9	60,5
Guinea Eq.	-	44,5	49,3	50,6	48,8	46,5
Arabia S.	-	88,6	81,9	76,6	82,4	72,4
EAU	-	64,2	61,7	62,5	69,0	66,8
Venezuela	-	-	-	-	-	-

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

**OPEC: alza le stime di domanda di petrolio per il 2022.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio afferma che, sebbene si preveda che l'impatto della variante Omicron possa essere lieve e di breve durata, permangono alcune incertezze riguardo alle possibili nuove varianti e alle restrizioni alla mobilità eventualmente decise. Tutti aspetti che potrebbero minacciare la ripresa economica globale e la domanda di energia. L'OPEC stima una crescita della domanda globale di petrolio pari a 4,15 milioni di barili al giorno per il 2022, per un totale di 100,79 milioni di barili al giorno. Ha leggermente ridotto le sue stime per la domanda nel 3° trimestre, a 101,28 milioni di barili al giorno da 101,53 milioni di barili al giorno, e ha aumentato le sue previsioni per il 4° trimestre a 102,90 milioni di barili

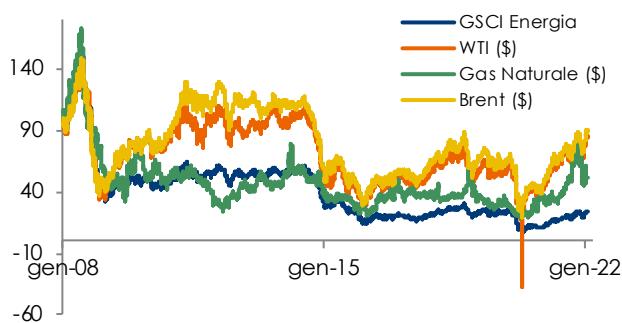
al giorno da 102,64 milioni di barili al giorno. Anche le stime dell'OPEC circa la domanda del proprio greggio, nel 2022, sono confermate 28,85 milioni di barili al giorno. Un ammontare complessivo che comunque significherebbe un aumento di 1,01 milioni di barili al giorno rispetto al 2021.

**EIA: consumo di petrolio a rischio nel 2022, probabile calo dei prezzi e aumento delle scorte.**

Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di gennaio, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, si segnala un possibile storno dei prezzi del petrolio dovuto al cambio di dinamica sulle scorte globali, che archivieranno i cali del 2021 e registreranno forti aumenti nel 2022 e nel 2023, portando il mercato in surplus. L'EIA prevede che la produzione mondiale di petrolio aumenti di 5,5 milioni di barili al giorno nel 2022, trainata dall'offerta di Stati Uniti, OPEC e Russia. Il consumo globale di petrolio aumenterà di 3,6 milioni di barili al giorno nel 2022, sostenuto dalla domanda di Stati Uniti e Cina (che insieme rappresentano il 39% dei consumi mondiali) ma questo non impedirà che ci sia un avanzo di offerta nel mercato.

**IEA: i consumi sono destinati a salire nel 2022 ma l'offerta appare troppo rigida.** Nel suo Oil Market Report (OMR) di gennaio, l'IEA ha migliorato le stime di crescita della domanda globale di petrolio alzandole di 200.000 barili al giorno sia per il 2021 che per il 2022, quando la domanda dovrebbe raggiungere i 99,7 milioni di barili al giorno. Nell'ultimo trimestre del 2021 l'aumento della domanda di greggio ha superato le precedenti stime di 345.000 barili arrivando a 1,1 milioni di barili, per un totale di 99 milioni di barili al giorno. La stima della crescita dei consumi per il 2022 sale di 3,3 milioni di barili giornalieri. Grazie a questa nuova previsione, il consumo globale di greggio dovrebbe raggiungere il livello precedente la pandemia, toccando i 99,7 milioni di barili al giorno, già nel 2022. L'offerta globale e giornaliera, per il 2022, dovrebbe salire, dagli attuali livelli, di circa 6,2 milioni di barili grazie all'incremento produttivo di Arabia Saudita, USA, Canada e Brasile; gli ultimi tre toccheranno così il loro record storico di produzione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	25.01.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	487,9	1,2	16,2	45,3	13,7
WTI (\$)	85,6	1,1	19,0	62,7	13,8
Brent (\$)	88,2	2,1	18,4	57,8	13,4
Gas Naturale (\$)	4,1	-31,1	-1,2	52,6	8,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale per il 2022 anche se le quotazioni resteranno su livelli alti.** Dopo la straordinaria performance del comparto dell'Energia registrata lo scorso anno, e benché il 2022 si sia aperto nuovamente al rialzo, riteniamo che difficilmente si ripeteranno i risultati del 2021. Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti ma i fondamentali appaiono in deterioramento. Un quadro che alimenta le aspettative di un ritorno in surplus di offerta petrolifera già a partire dal 2° trimestre di quest'anno, complice il possibile rallentamento dell'economia mondiale, che finirà per riflettersi sulla domanda di energia. Il mercato del greggio subisce la graduale e risicata politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+: una strategia che mantiene alta la pressione rialzista sulle quotazioni e amplifica i costi energetici, alimentando l'inflazione su scala globale. Ribadiamo il nostro scenario di cautela sui prezzi del greggio, che restano soggetti a fisiologiche prese di beneficio. Per questo 2022 il potenziale rialzista delle quotazioni del petrolio

è probabilmente destinato a ridursi ma non ad esaurirsi. Resta intossa invece l'idea di fondo legata al processo di transizione energetica "green", che non porterà ad un tracollo immediato della domanda petrolifera. I combustibili fossili rimarranno un fattore chiave per la realizzazione delle infrastrutture indispensabili al funzionamento del nuovo sistema energetico. Resta però molto probabile che, al termine di questo processo di cambiamento, si avrà nel 2030 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 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	85,6	76,4	72,0	71,5	71,3	70,0
Brent (\$)	88,2	79,0	75,0	74,0	74,4	73,3
Gas Naturale (\$)	4,1	4,0	3,8	3,7	4,0	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

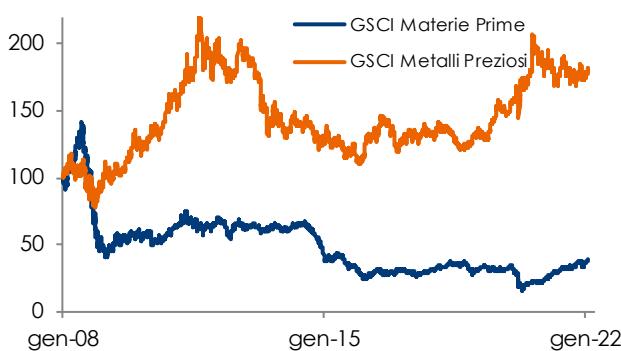
	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	85,6	73,0	65,0	66,0	65,5	68,0
Brent (\$)	88,2	75,0	67,0	68,0	67,5	70,0
Gas Naturale (\$)	4,1	4,0	3,8	3,8	3,9	3,8

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: il rialzo dei tassi li penalizzerà ancora

**Si apre un 2022 ricco di insidie per i Preziosi: il generale rialzo dei tassi, guidato dal tapering della Fed, unito alla forza del dollaro, restano i principali fattori negativi.** Accantonata la negativa performance del 2021, restano immutati gli impatti sfavorevoli legati al generale movimento di rialzo dei tassi in tutte le principali aree economiche; ciò vale anche in quei paesi in cui formalmente le banche centrali non hanno ancora mutato il proprio approccio monetario espansivo, come l'Eurozona (BCE), ma che subiscono, inevitabilmente, il cambio di passo restrittivo della Fed. I timori per il rialzo dell'inflazione stanno costringendo tutte le banche centrali a reagire per contrastare l'indesiderato surriscaldamento dei prezzi. Questa dinamica appare ormai irreversibile, diventando il principale ostacolo al rialzo dei Preziosi, nonostante persista la ricerca di asset difensivi, sia come scudo alle turbolenze di mercato, sia come difesa nei confronti dell'inflazione. Le pressioni inflazionistiche, così come i rischi sanitari, restano in molti paesi i principali fattori di tensione, ma appare chiaro che l'insieme di questi due elementi non è in grado di sostenere la domanda di beni difensivi. Anche le preoccupazioni circa l'impatto della variante Omicron sembrano sfumare e, comunque, gli investitori hanno già 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 resterà sostanzialmente intatta anche nel corso di quest'anno. Di contro, sembra invece migliorare il quadro per quei metalli che hanno una propensione maggiormente industriale, come platino e palladio, che potrebbero recuperare ulteriormente, in scia alla ripresa economica globale.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



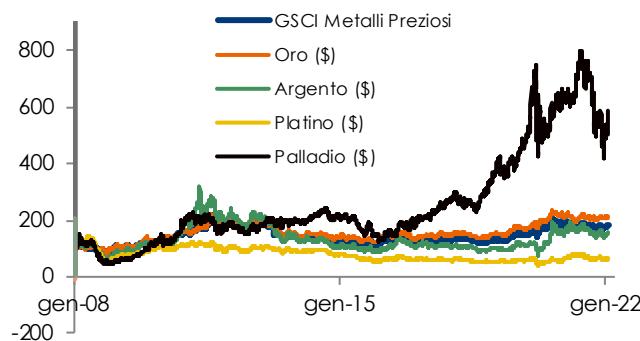
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.01.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.034,1	9,3	25,7	25,8
GSCI Met. preziosi	2.115,9	1,4	14,7	45,1
Oro (\$)	1.849,9	1,3	17,7	55,8
Argento (\$)	23,8	2,3	31,5	42,0
Platino (\$)	1.027,4	6,1	2,1	5,3
Palladio (\$)	2.196,2	15,3	-9,5	203,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento restano oppressi dal rialzo dei tassi e dalla forza del dollaro, ancora una volta ignorati dalle scelte difensive degli investitori.** Nonostante il surriscaldamento dei prezzi globali, oro e argento rischiano di esercitare un appeal solo limitato per le scelte difensive degli investitori, anche nell'ottica di protezione nei confronti dell'erosione dei rendimenti causata dall'inflazione. Appaiono decisamente ridimensionati i timori legati ai contagi della nuova variante Omicron: anche questo elemento non ha spinto gli investitori verso i due metalli, che invece continuano ad essere gravati dal generale rialzo dei tassi mondiali e dal dollaro forte. Le scelte difensive degli operatori appaiono ormai consolidate e probabilmente resteranno indirizzate verso i due principali asset concorrenziali all'oro: Treasury e dollaro USA. Un quadro che rischia di condannare l'**oro** ad una nuova stagione di rialzi limitati, finendo per zavorrare 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". Temiamo che questo però non sia sufficiente a renderlo totalmente autonomo, anche se restiamo cautamente positivi circa la prospettiva di crescita della domanda legata allo sviluppo delle tecnologie "green". Un fattore che potrebbe ancora favorirlo nel breve-medio termine.

**GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)****Performance di medio termine**

	25.01.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.115,9	2,8	1,7	-1,4	1,4
Oro (\$)	1.849,9	3,2	2,8	-0,2	1,3
Argento (\$)	23,8	-1,0	-5,7	-6,5	2,3
Platino (\$)	1.027,4	-0,4	-4,3	-6,8	6,1
Palladio (\$)	2.196,2	9,5	-18,1	-5,7	15,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Platino e palladio restano legati alla dinamica (in parziale miglioramento) del settore Auto.**

L'aggravarsi della scarsità di semiconduttori, che ha costretto le case automobilistiche a modificare i piani di produzione, ha gravato sulla performance 2021 di platino e palladio. Il quadro, pur complicato, sembrerebbe mostrare qualche segnale di miglioramento riducendo l'impatto negativo sulla domanda di questi metalli, componenti indispensabili per il settore automobilistico. Permane la prudenza, ma questo marginale segnale di ripresa potrebbe rendere più 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 più che mai al centro dello scenario, alimentando la prospettiva di un potenziale rialzo delle quotazioni, rispetto alle caute previsioni di fine anno.

**Outlook Neutrale: il marginale recupero di inizio anno non consente ancora un cambio di scenario sui Preziosi.** Le politiche monetarie più restrittive, messe in atto dalla maggioranza delle banche centrali mondiali, dovrebbero continuare a indebolire la domanda di oro e argento. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai minori allarmi sanitari, sembrano non premere in alcun modo sui Preziosi, nell'ottica di beni rifugio. Anche quest'anno (come lo scorso) è 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. Al contrario, pensiamo che platino e palladio possano recuperare parte delle recenti perdite, poiché la domanda del settore automobilistico dovrebbe aumentare grazie a una diminuzione della carenza di semiconduttori. In questo senso, in asset allocation di medio termine è probabile che platino e palladio possano essere preferiti rispetto all'oro. Ciò nonostante, il nostro sentimento sul comparto nel suo complesso resta, per ora, ancora Neutrale.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi**

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.849,9	1.782,5	1.750,0	1.706,5	1.744,2	1.650,0
Argento (\$)	23,8	22,9	22,4	22,2	22,5	21,3
Platino (\$)	1.027,4	1.007,5	1.037,5	1.065,0	1.044,4	1.173,1
Palladio (\$)	2.196,2	2.000,0	2.050,0	2.125,0	2.066,3	2.285,0

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi**

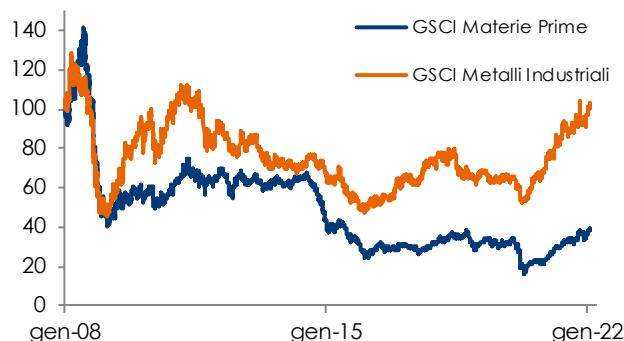
	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.849,9	1.770	1.730	1.700	1.720	1.650
Argento (\$)	23,8	24,0	24,0	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	1.027,4	1.025	1.050	1.100	1.075	1.125
Palladio (\$)	2.196,2	2.000	2.050	2.050	2.050	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: cauto ottimismo nel medio termine

**Inizio d'anno in rialzo, un trend che rafforza il nostro scenario di cauto ottimismo per il 2022.** Il comparto dei Metalli industriali apre il 2022 al rialzo dando seguito alla performance positiva del 2021. Restano pressoché invariate le aspettative di cauto ottimismo anche nel 2022. I fondamentali che hanno guidato il trend rialzista degli ultimi mesi influenzeranno l'andamento del comparto anche nel corso dei prossimi. Le Autorità cinesi proseguono la strategia di raffreddare il mercato del credito e quello immobiliare (costruzioni) con lo scopo dichiarato di ridurre l'inquinamento ma, sostanzialmente, con il reale obiettivo di arginare il surriscaldamento dei prezzi. Tutte le azioni realizzate per limitare il dispendio di energia elettrica che caratterizza molte lavorazioni ad alto assorbimento energetico, come appunto il settore siderurgico, sono state già estese al 2022. Anche in questo caso con il doppio obiettivo di perseguire il nuovo corso ecologico ma, allo stesso tempo, cercare di ridurre il più possibile i costi dell'industria metallurgica cinese, utilizzando l'energia elettrica nelle fasce di orario in cui le tariffe sono meno onerose. Una strategia che abbiamo già confermato aver dato i suoi risultati, visto il graduale ma costante abbassamento dei prezzi alla produzione (PPI) degli ultimi mesi. La novità di questo inizio d'anno è la rinnovata azione espansiva della Banca centrale cinese (PBoC). L'insieme delle azioni poste in campo dal Governo rischiava infatti di portare con sé alcune conseguenze negative, prima fra tutte la rinuncia a qualche decimo di punto percentuale di crescita economica, con riflessi anche sulla domanda di metalli, di cui la Cina è il principale consumatore. Proprio per scongiurare anche questo possibile effetto negativo, la PBoC ha deciso di tornare ad abbassare i tassi sui prestiti lungo tutta la curva temporale. Un modo per cercare di controbilanciare le restrizioni volte a calmierare i costi dell'energia con una maggior facilità di accesso al credito per le aziende in difficoltà. Il rialzo dei prezzi dell'energia e i rincari nei costi di trasporto resteranno i principali fattori a sostegno quotazioni dei Metalli industriali anche nel 2022.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.01.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.034,1	9,3	25,7	25,8
GSCI Industriali	1.901,8	4,8	60,3	59,2
Rame (\$)	9.801,0	0,8	65,4	67,3
Alluminio (\$)	3.092,0	10,1	73,6	69,9
Zinco (\$)	3.597,5	0,2	52,9	29,0
Nickel (\$)	22.340,0	7,6	72,5	137,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cambiano le componenti della strategia cinese: continua l'azione volta a raffreddare l'inflazione ma torna l'espansione monetaria, al fine di non intaccare la crescita.** Resta intatta la strategia cinese di controllo del ciclo economico ma cambiano gli strumenti in campo. L'azione volta a raffreddare le tensioni sia sui costi produttivi domestici che sul mercato immobiliare prosegue anche quest'anno ma la Cina non intende rischiare impatti sulla crescita economica. Per questo motivo torna in campo la Banca centrale cinese: la PBoC ha tagliato i costi di finanziamento dei prestiti a medio termine per la prima volta dall'aprile 2020. Questo potrebbe preludere ad 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. La PBoC ha inoltre abbassato i costi delle operazioni "repo" a 14 giorni. L'istituto ha anche iniettato altri 150 miliardi di yuan (20,93 miliardi di euro) nel sistema bancario. I reiterati interventi espansivi messi in campo a sostegno della seconda economia mondiale hanno spinto i rendimenti dei governativi decennali al di sotto della soglia di 2,7%. Il PIL ha registrato nel 4°

trimestre una crescita in rialzo del 4% annuo (meno del 4,9% di luglio-settembre ma oltre il +3,3% atteso dal consenso di mercato). Il consuntivo annuale vede quindi il PIL 2021 a +8,1%, il dato più alto degli ultimi 10 anni. Secondo l’Ufficio Nazionale di Statistica, l’aumento su base congiunturale è dell’1,6%, meglio dello 0,2% dei tre mesi precedenti. La produzione e la fornitura di elettricità, riscaldamento, gas e acqua hanno registrato una crescita annuale dell’11,4%. La produzione del settore manifatturiero è aumentata del 9,8%, mentre la produzione mineraria è salita del 5,3%. La struttura industriale ha continuato a migliorare l’anno scorso, con i comparti manifatturieri e delle attrezzature ad alta tecnologia in espansione rispettivamente del 18,2% e del 12,9%. Malgrado la crescita annuale sia migliore delle stime, l’economia cinese resta sotto pressione su almeno tre fronti: la contrazione della domanda, lo shock dal lato dell’offerta e le aspettative più deboli di futura crescita. La **produzione industriale** in dicembre è salita del 4,3% a/a, in aumento rispetto al precedente +3,8% a/a; le **vendite al dettaglio** dei beni di consumo sono cresciute dell’1,7% a/a, sempre a dicembre. Sul fronte della **bilancia commerciale**, nel mese di dicembre le esportazioni sono risultate più elevate del 20,9% a/a, mentre a novembre l’incremento era stato del 22%. Le importazioni sono aumentate del 19,5% a/a; a novembre avevano registrato un incremento del 31,7%. La Cina ha goduto in complesso nel 2021 di una robusta performance sul fronte del commercio internazionale, con esportazioni cresciute del 29,9% rispetto al 2020 e importazioni a +30,1%.

Infine, è apparsa in modesta accelerazione l’attività manifatturiera: il **Purchasing Managers Index (PMI) Caixin** in dicembre è stato pari a 50,9 punti, in aumento rispetto ai precedenti 49,9 punti; il **PMI-servizi Caixin** in dicembre è stato pari a 53,1 punti, in rialzo rispetto ai precedenti 52,1 punti. Va ricordato che, come ogni inizio d’anno, incombono le vacanze cinesi a seguito delle festività per il **Capodanno Lunare, quest’anno previste dal 31 gennaio al 6 febbraio**, a seconda dei diversi settori dell’economia. Un evento che stagionalmente ha sempre qualche impatto negativo sugli aspetti produttivi e di erogazione dei servizi del gigante asiatico, impatti che però dovrebbero essere compensati dai maggiori consumi da parte della popolazione.

**Metalli: fondamentali ancora favorevoli e immutati nel 2022.** Il focus sul surriscaldamento dei prezzi resta intatto mentre sembrano essersi smussati i timori relativi alle ricadute economiche della variante Omicron. Il settore dei Metalli industriali ha iniziato il nuovo anno consolidando la sua performance positiva, in linea col trend del 2021. Lo scenario di fondo per tutte le componenti del comparto ci appare sostanzialmente immutato rispetto all’anno appena concluso: la gran parte dei Metalli resterà ancora sotto pressione dal lato della domanda, così come da quello dell’offerta. Il mercato fisico prosegue la sua fase di adattamento ma resterà probabilmente ancora condizionato dall’incertezza delle forniture anche nel 2022.

La carenza di **rame** minaccia rinnovabili e veicoli elettrici: la forte domanda espressa da questi due comparti continuerà a premere fortemente sui prezzi di questo metallo. La media delle stime di mercato vede la domanda globale di rame superare l’offerta di oltre 6 milioni di tonnellate entro il 2030. Un deficit che rischia di avere un impatto notevole sul processo di transizione energetica poiché, stante l’attuale tecnologia, non vi è ancora un vero sostituto del rame per molte apparecchiature elettriche. La domanda di rame, si stima, aumenterà del 16% rispetto ai livelli attuali entro la fine del decennio, raggiungendo 25,5 milioni di tonnellate/anno nel 2030, mentre la fornitura calerà del 12%, scendendo a 19,1 milioni di tonnellate annue. Il rame ha ancora spazio per migliorare la propria performance: l’unico ostacolo a questo scenario resta l’inasprimento delle condizioni di liquidità e l’ulteriore probabile apprezzamento del dollaro USA, elementi che potrebbero frenare i rialzi.

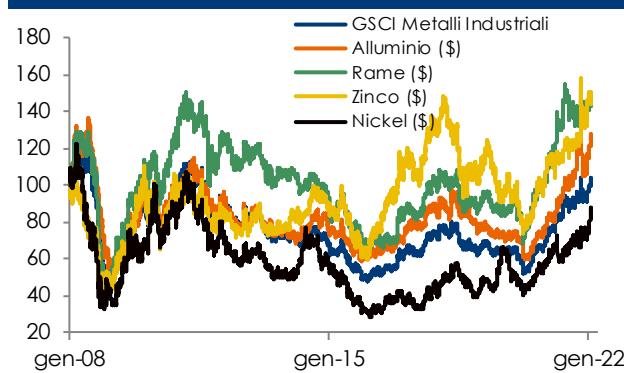
L’inizio del 2022, per **l’alluminio**, è stato di forte rialzo delle quotazioni. L’aumento dei prezzi dell’energia elettrica sta mettendo in crisi l’offerta del metallo, ridottasi a causa di più di un blocco produttivo. In aggiunta, anche in Cina la domanda resta robusta: un fattore anomalo visto che in questa stagione, di solito, le scorte di alluminio crescono perché le richieste si

contraggono, anche in vista delle festività legate al Capodanno cinese. Quest'anno, invece, gli stock continuano a diminuire e si trovano ad un livello molto al di sotto della media quinquennale, lasciando presagire che il solito rallentamento stagionale potrebbe non esserci. I produttori di alluminio restano scossi dai rincari energetici: i prezzi dell'energia sono aumentati, non solo per i contratti a breve termine, ma anche per quelli a lungo, costringendo diversi produttori a tagliare la produzione, col rischio che l'offerta di alluminio si riduca ulteriormente. Anche l'embargo indonesiano all'export di carbone verso Cina ed India rischia di impattare ulteriormente sui costi produttivi del settore siderurgico, contribuendo a tenere alta la pressione sull'alluminio.

Anche per lo **zinco**, come per la maggior parte dei Metalli industriali, il 2021 è stato un anno record, con i prezzi che hanno raggiunto i massimi da 14 anni. La forte pressione sulla domanda dopo le restrizioni pandemiche, insieme al rincaro dei costi energetici, ha sostenuto le quotazioni per tutto l'anno. Difficilmente ci sarà una pausa nella corsa dei prezzi nel 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. Questo non ha fatto altro che rendere ancora più teso il mercato dello zinco, spingendo al rialzo le quotazioni.

Situazione ancor più tesa per il **nickel**, che conferma il quadro di fondo positivo: 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. Lo scorso anno si è registrato un deficit tra domanda e offerta di circa 180.000 tonnellate. Si tratta di una quantità pari a circa il 6% del totale di mercato. E' apparso quindi inevitabile che i prezzi si siano spinti al rialzo fin dalle prime sedute del 2022, supportati anche dalla speculazione degli investitori. Secondo l'International Energy Agency (IEA), la domanda di nickel dovrà crescere in maniera quasi esponenziale, entro il 2040, se il mondo vorrà centrare gli ambiziosi target di transizione energetica. Anche supponendo che subentrino tecnologie alternative che potrebbero necessitare di meno nickel di quanto previsto, resta indubbio che la richiesta del metallo dovrà comunque crescere moltissimo. Uno scenario che preme in maniera preponderante sui prezzi del nickel, confermando le prospettive positive per i prezzi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.01.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.901,8	4,7	10,5	32,5	4,8
Rame (\$)	9.801,0	0,1	-0,1	22,4	0,8
Alluminio (\$)	3.092,0	9,3	22,7	53,1	10,1
Zinco (\$)	3.597,5	2,6	22,1	34,1	0,2
Nickel (\$)	22.340,0	11,2	13,3	23,7	7,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo: il favorevole quadro di fondo resta confermato anche nel 2022.

Sia lo scenario di fondo che i fattori che lo compongono appaiono intatti anche in queste prime battute del 2022. Il rincaro dei costi energetici resta il fattore determinante delle lavorazioni siderurgiche, a cui si sommano le difficoltà nelle forniture. Questo mix di elementi resterà alla base di un rialzo delle quotazioni probabilmente più evidente nella seconda parte dell'anno, nonostante la buona performance registrata in queste prime settimane. Il rischio di una correzione dei prezzi della maggior parte dei Metalli industriali potrebbe accentuarsi se la Federal

Reserve dovesse adottare un ritmo più veloce di rialzo dei tassi e i prezzi di gas ed elettricità subissero un fisiologico calo stagionale. Nel medio-lungo termine, il settore continuerà a trarre beneficio delle attese legate ai forti investimenti indispensabili per la transizione ecosostenibile dei sistemi economici mondiali. Le infrastrutture che dovranno essere implementate prevedono tutte un'altissima componente di metalli e rappresentano il principale stimolo per la domanda. Restano prudentemente ottimistiche le nostre previsioni a medio e lungo termine per la gran parte dei Metalli industriali e ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, nel suo complesso.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.801,0	9.500	9.300	9.400	9.347	9.375
Alluminio (\$)	3.092,0	2.700	2.500	2.520	2.575	2.600
Zinco (\$)	3.597,5	3.200	3.042	2.975	3.000	2.850
Nickel (\$)	22.340,0	19.750	19.125	19.018	19.000	19.300

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

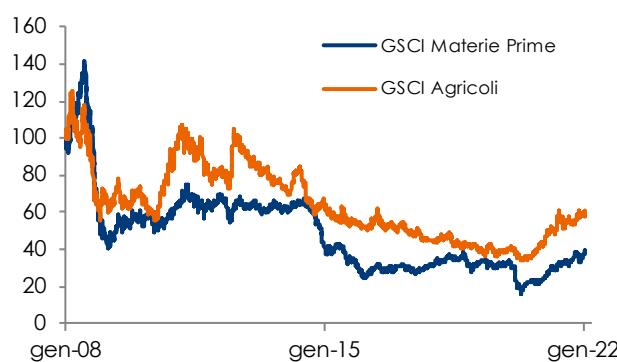
	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.801,0	9.800	9.850	9.950	9.500	10.000
Alluminio (\$)	3.092,0	2.700	2.500	2.600	2.550	2.800
Zinco (\$)	3.597,5	3.450	3.350	3.300	3.125	3.340
Nickel (\$)	22.340,0	20.600	20.000	20.600	20.000	21.250

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti agricoli: inizio d'anno al rialzo sugli acquisti cinesi

**Il 2022 parte positivo sulla scia dei forti acquisti cinesi di cereali.** Il comparto degli Agricoli prosegue il rialzo anche nel nuovo anno, dopo la buona performance del 2021. A guidare il rincaro dei prezzi, in particolare dei cereali, sono i piani di acquisto cinesi: la Cina si sta infatti assicurando circa la metà delle riserve mondiali di grano, riso e mais (destinato in particolare alla zootecnia) su scala mondiale. Il gigante asiatico potrebbe riuscire a garantirsi il 69% delle riserve mondiali di mais, il 60% del riso e il 51% del grano, portando a termine il proprio piano di accumulo di scorte alimentari addirittura entro la prima metà del 2022. L'obiettivo cinese appare abbastanza chiaro e verde su due concetti: sicurezza alimentare e dominanza geopolitica. Da un lato, la Cina vuole garantirsi da possibili proteste, soprattutto nelle aree più rurali, e scongiurare qualsiasi blocco delle forniture assicurando la massima disponibilità alimentare. Dall'altro, le tensioni geopolitiche fra la Cina e paesi come gli Stati Uniti e l'Australia, per esempio, hanno spinto Pechino a reagire su scala internazionale con l'arma che più si è dimostrata efficace negli ultimi anni: la pressione commerciale. Questa situazione si innesta in uno scenario che resta comunque piuttosto teso. Il recupero della domanda di derrate alimentari, legato all'aumento dei consumi mondiali, unito al rincaro dei costi di produzione (carburanti, pesticidi e fertilizzanti), in un quadro di fondo caratterizzato da condizioni meteo sempre più imprevedibili a causa del cambiamento climatico, stava già esercitando pressioni rialziste. In conclusione, alla minaccia dei cambiamenti climatici e al rincaro dei costi di produzione si è sommata la strategia cinese di accumulo di cereali, amplificando le tensioni rialziste sui prezzi degli alimenti.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



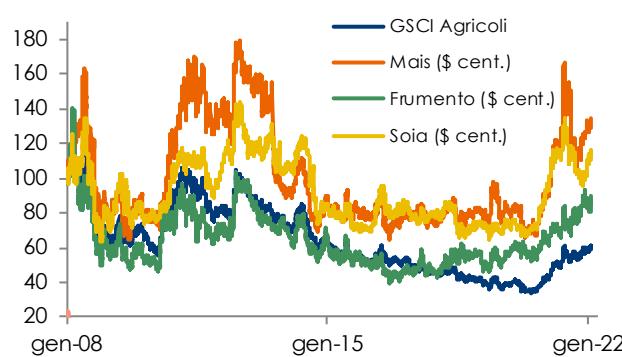
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.01.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.034,1	9,3	25,7	25,8
GSCI Agricoli	521,6	4,6	50,4	15,7
Mais (\$ cent.)	620,0	4,5	60,1	70,4
Frumento (\$ cent.)	818,0	6,1	42,6	91,6
Soia (\$ cent.)	1.407,3	5,9	56,0	34,1
Cotone (\$ cent.)	120,9	7,4	74,2	63,0
Cacao	2.503,0	-0,7	-8,4	14,2
Zucchero	18,8	-0,5	30,5	-7,7
Caffè (arabica)	237,9	5,2	116,0	55,6
Caffè (robusta)	2.322,0	-6,7	76,7	

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

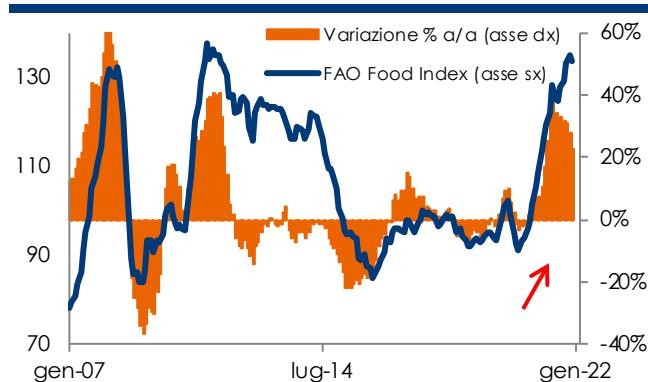
	25.01.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	521,6	9,1	9,1	9,1	4,6
Mais (\$ cent.)	620,0	14,1	12,8	16,5	4,5
Frumento (\$ cent.)	818,0	8,7	20,8	23,0	6,1
Soia (\$ cent.)	1.407,3	13,7	-0,4	2,7	5,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: il prezzo degli alimenti è salito del 28,1% nel 2021.** L'indice dei prezzi alimentari della FAO (FAO Food Price Index) ha registrato una media di 133,7 punti nel mese di dicembre, in calo dello

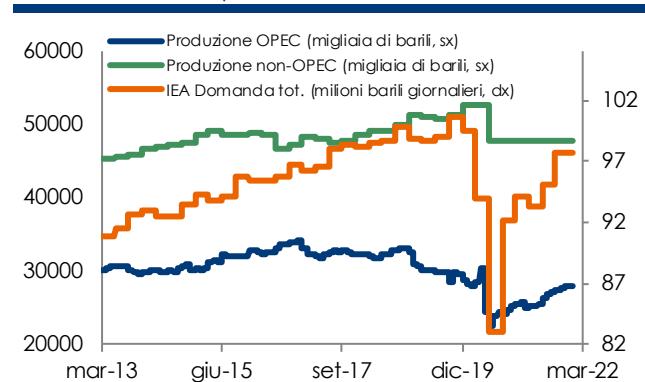
0,9% rispetto a novembre, ma pur sempre in aumento del 23,1% rispetto al dicembre 2020. Per l'intero 2021 l'indice dei prezzi alimentari ha registrato una media di 125,7 punti, pari ad un rialzo del 28,1% rispetto all'anno precedente. L'indice dei prezzi cerealicoli è diminuito dello 0,6% rispetto al mese di novembre ma ha raggiunto il livello annuale più alto dal 2012, pari ad una variazione positiva del 27,2% rispetto al 2020. Nel 2021 il mais è aumentato del 44,1% e il grano del 31,3% mentre il riso è sceso del 4,0%. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 3,3% a dicembre a causa di quotazioni più deboli per l'olio di palma e l'olio di girasole. Nel 2021 l'indice degli oli vegetali ha raggiunto il suo massimo storico, crescendo del 65,8% rispetto al 2020. Infine, l'indice dei prezzi dello zucchero è diminuito del 3,1% rispetto a novembre, riflettendo le preoccupazioni per il possibile impatto della variante Omicron sulla domanda globale, così come l'indebolimento del real brasiliano e il calo dei prezzi dell'etanolo. Nel 2021 l'indice dei prezzi dello zucchero è aumentato del 29,8% rispetto all'anno precedente, raggiungendo il livello più alto dal 2016.

#### FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook ancora Neutrale ma ai discreti fondamentali si somma ora anche la campagna acquisti cinese sui cereali.

Il discreto quadro dei fondamentali, che aveva sostenuto la dinamica rialzista del 2021, si è trasferito sostanzialmente immutato nel 2022. In aggiunta, i piani di acquisto sui cereali, promossi dalla Cina, stanno generando ulteriore pressione al rialzo sui prezzi. I fattori fondamentali del comparto restano i soliti: 1) le preoccupazioni per le forniture di quasi tutte le derrate alimentari; 2) il rincaro dei costi di produzione: fertilizzanti, pesticidi e carburanti; 3) il cambiamento climatico. La novità inattesa di questo inizio 2022 è l'intraprendenza cinese nel rastrellare la maggior quantità possibile di cereali sul mercato. Alla luce di questa situazione, prima di cambiare in positivo le nostre previsioni sulle commodity agricole attendiamo di vedere come evolverà questa questione, mantenendo un approccio ancora cauto per il 2022. In aggiunta, 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 meno roseo, con i prezzi che potrebbero frenare maggiormente, visti i record registrati nel 2021.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	620,0	577,5	562,5	542,5	560,0	500,0
Frumento (\$ cent.)	818,0	780,0	752,5	723,3	737,9	650,0
Soia (\$ cent.)	1.407,3	1.290,0	1.265,0	1.205,0	1.285,0	1.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	620,0	560	520	520	520	500
Frumento (\$ cent.)	818,0	780	750	720	740	670
Soia (\$ cent.)	1.407,3	1.280	1.180	1.160	1.170	1.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Soft commodity

### Cotone: la scarsità di offerta sosterrà i prezzi ma questa situazione potrebbe volgere al termine.

Si complica lo scenario sul cotone che, da inizio anno, ha registrato una buona performance. Il deficit mondiale del 2021 ha guidato il rialzo dei prezzi della commodity ben oltre il 40%: una situazione che rischia di verificarsi anche nel 2022, per il secondo anno consecutivo. Le tensioni geopolitiche legate alla questione dello Xinjiang (la regione cinese dove è concentrata la produzione di cotone, su cui gli Stati Uniti hanno imposto il blocco delle importazioni anche nel 2022 a causa della violazione dei diritti umani) riducono l'export di cotone da quell'area. A questo si sommano una forte domanda e raccolti inferiori alle attese in Cina. Tutti fattori che rischiano di alimentare il deficit mondiale e confermare le previsioni di carenza di cotone per il 2022. Tuttavia, questa previsione potrebbe subire qualche modifica perché i produttori starebbero aumentando i livelli di output proprio a seguito del rialzo dei prezzi, col rischio di generare addirittura un leggero surplus sul mercato per l'anno in corso. In attesa di capire se il deficit di offerta mondiale verrà eroso da una maggior produzione di cotone nella prossima stagione, confermiamo le nostre previsioni di marginale consolidamento per il prezzo della commodity.

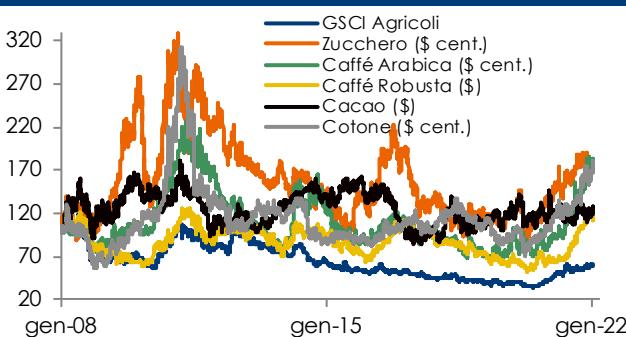
**Zucchero: dubbi sul possibile deficit di offerta nel 2022.** La corsa dei prezzi del 2021 si è retta su due elementi: meteo avverso e rincaro del petrolio. Il clima sfavorevole ha condizionato la gran parte dei raccolti mondiali, in particolare quello in Brasile, incidendo su produzione e scorte. Contemporaneamente, il rialzo delle quotazioni petrolifere ha spinto i produttori trasformare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero in etanolo piuttosto che in dolcificante raffinato. Il 2022 si è aperto sostanzialmente sulla scia dei medesimi fattori: sta infatti proseguendo il rincaro dei prezzi dei combustibili fossili, una situazione che rischia di incidere nuovamente sulle scelte dei produttori di zucchero, anche se non va dimenticato che le tensioni sul petrolio sono attese diminuire nella seconda parte dell'anno. In aggiunta, a metà gennaio la produzione di zucchero proveniente dall'India avrebbe raggiunto quota 15,14 milioni di tonnellate, secondo le stime della Indian Sugar Mills Association (ISMA): un'offerta in aumento di oltre il 6% rispetto allo stesso periodo della stagione precedente ed in grado di compensare la riduzione dell'export di zucchero in arrivo dal Brasile. Per questo motivo confermiamo previsioni di prezzo in marginale contrazione per l'anno prossimo.

**Caffè: la CONAB stima la produzione brasiliana ancora in calo.** I nuovi dati relativi al mercato del caffè diffusi dalla CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) indicano che il raccolto del Brasile di caffè Robusta sarà probabilmente il più ampio mai registrato e stimato ben oltre i 16 milioni di sacchi, in crescita del 13,8% rispetto al raccolto 2020 e superiore di 1,14 milioni di sacchi rispetto a quello del 2019 (che era il precedente record storico). Al contrario, il raccolto delle piantagioni di caffè Arabica è atteso in discesa, rispetto all'anno passato, ed è stimato ammontare a soli 31,4 milioni di sacchi. Una produzione annuale che risulterebbe inferiore del 35,5% rispetto a quella della passata stagione. Il volume totale di caffè prodotto dal Brasile è attualmente stimato in 47,7 milioni di sacchi, in flessione di oltre il 24% rispetto al 2020. Il calo produttivo era però già scontato dal mercato e alla base del rally del prezzo registrato nel 2021. I motivi della contrazione sono il classico "ciclo off" delle piantagioni di Arabica (cioè la stagione in cui le piante aumentano il fogliame ma ovviamente riducono i frutti) e le condizioni climatiche avverse (siccità) che hanno pesato sulla resa media delle superfici coltivate. Questo inizio di 2022 è invece stato caratterizzato da intense precipitazioni che hanno colpito alcune piantagioni di caffè nelle aree centro-orientali del Brasile: un possibile danno nel breve (le eccessive piogge fanno cadere le bacche, quasi mature, riducendo la resa) anche se l'irrigazione di quelle aree potrebbe rivelarsi un vantaggio per il prossimo raccolto, dopo un 2021 caratterizzato da scarse precipitazioni. La media delle stime di mercato avverte che la produzione globale dovrebbe diminuire di 1,4 milioni di sacchi, non riuscendo a soddisfare la domanda, col rischio di generare un deficit stimabile in 11,2 milioni di sacchi. Questo potrebbe ulteriormente aumentare lo slancio

rialzista dei prezzi che, nel 2021, sono già aumentati dell'80%, il più grande rialzo annuale dal 2010.

**Cacao: focus sulla produzione del 2022.** Le temperature calde unite alle precipitazioni adeguate, a cui si è aggiunto un Harmattan mite (il pericoloso vento caldo che arriva dal Sahara) registrato nei mesi scorsi, stanno garantendo un buon raccolto per la stagione in corso. Nonostante ciò, gli acquisti di fave di cacao sono diminuiti del -4% in Costa d'Avorio e di un allarmante -54% in Ghana (i due principali paesi coltivatori): le grandi aziende dolciarie, trasformatrici della materia prima, hanno infatti reagito in maniera forte alle imposizioni di prezzo varate dai due Governi. La ICCO (International Cocoa Organization) segnala che non sembrano esserci, in questa fase, fattori che stanno influenzando il trasporto del cacao dall'entroterra ai porti: si tratterebbe invece di una minor domanda da parte dell'industria del cioccolato. Il 2021 si è chiuso con una tendenza complessivamente positiva per i prezzi dei contratti sul cacao. Il rincaro è stato alimentato dall'ottimismo sulla domanda di prodotti derivati dal cacao, almeno nel medio termine; anche la difficoltà di trasporto via nave delle fave dai porti dei principali paesi produttori africani ha spinto ulteriormente il rialzo delle quotazioni. Il focus per il 2022 resta sulla produzione di Costa d'Avorio e Ghana. Le stime della International Cocoa Organization confermano un surplus globale (benché in calo) per la stagione in corso. Queste condizioni di crescita dell'offerta rischiano di pesare negativamente sui prezzi del cacao, qualora la domanda dovesse indebolirsi.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	25.01.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	521,6	9,1	9,1	9,1	4,6
Cotone	120,9	11,2	33,9	48,0	7,4
Cacao	2.503,0	-4,3	7,8	-0,2	-0,7
Zucchero	18,8	-3,1	3,4	19,3	-0,5
Caffè (arabica)	237,9	17,5	25,9	93,0	5,2
Caffè (robusta)	2.322,0	5,2	21,1	78,1	-6,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	120,9	99,2	96,6	92,4	90,0	85,5
Cacao	2.503,0	2.500	2.470	2.460	2.470	2.543
Zucchero	18,8	18,5	17,0	17,2	17,6	15,5
Caffè (arabica)	237,9	210,0	215,0	220,0	202,5	153,0
Caffè (robusta)	2.322,0	1.959	1.828	1.697	1.778	1.515

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 25.01.22	1° trim. 2022	2° trim. 2022	3° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	120,9	110	100	95	98	86
Cacao	2.503,0	2.480	2.470	2.460	2.465	2.450
Zucchero	18,8	18,5	17,0	16,3	16,8	15,5
Caffè (arabica)	237,9	210	200	170	185	153
Caffè (robusta)	2.322,0	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 Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrade	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 formatasi 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 fra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza fra 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 14.12.2021.

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 Emissenti 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 Risso

---

##### **Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

---

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi