

Mensile Materie Prime

Commodity: spinte al rialzo da incertezza e volatilità

Energia: Outlook Mod. Positivo da Neutrale, visto il prolungarsi del conflitto

Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti nonostante l'eccessiva corsa dei prezzi delle ultime settimane. Il nostro scenario sui prezzi del greggio cambia e diventa strutturalmente impostato a un consolidamento su alti livelli delle quotazioni del petrolio. Dubitiamo che cambi la strategia dei produttori, in particolar modo quella dell'Arabia Saudita, che in nessun modo intende alterare il compromesso politico, all'interno dell'OPEC+, con la Russia, assecondando le richieste dei consumatori occidentali. In un orizzonte più lungo, riteniamo sempre che il processo di transizione energetica "green" non porterà a un crollo immediato della domanda petrolifera.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, nonostante la pressione rialzista in atto

Avversione al rischio, rischi geopolitici e pressioni inflazionistiche sono i fattori che controbilanceranno il rafforzamento del dollaro e le politiche monetarie più restrittive, premiando oro e argento. Il consolidamento della crescita e il superamento dei colli di bottiglia, uniti alla fine della crisi dei semiconduttori che sta limitando il settore Auto, devono però restare elementi di un quadro positivo che non dovrà deteriorarsi. Se le conseguenze del conflitto modificheranno in negativo questo scenario, anche metalli dalla natura più industriale ne risentiranno.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, prezzi sostenuti dai rischi di fornitura

Non cambia il quadro sul comparto: il conflitto in Ucraina e le ripercussioni sulla commercializzazione di molti beni provenienti dalla Russia (metalli, gas e petrolio) si sommano al positivo scenario di fondo sui Metalli, esercitando una costante pressione al rialzo sui prezzi.

Prodotti agricoli: Outlook Mod. Positivo da Neutrale, a causa del conflitto

A fronte di un quadro già positivo dei fondamentali, si è aggiunta la fortissima pressione rialzista legata al conflitto in Ucraina. L'andamento della guerra, le sanzioni adottate dai governi occidentali, le misure di ritorsione russe e l'interruzione delle spedizioni e dei flussi commerciali, soprattutto attraverso il Mar Nero, stanno creando una generale tensione sulle quotazioni delle granaglie. Un quadro che necessariamente spinge a un cambio di Outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale e che sottende tutta una serie di rischi di ulteriore rincaro dei prezzi.

Soft Commodity:

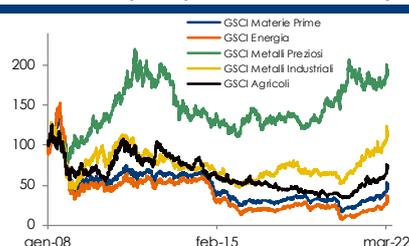
- Cotone:** la scarsità di offerta resta alla base del rincaro dei prezzi.
- Zucchero:** prezzi in consolidamento e deficit di mercato in contrazione.
- Caffè:** possibili ulteriori rincari a causa della limitata produzione di Arabica.
- Cacao:** prezzi stabili nonostante un possibile marginale deficit di produzione.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.03.22	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.732,6	34,5	150,7	63,1
GSCI Energia	640,7	49,3	231,9	63,9
GSCI Met. Preziosi	2.185,3	4,7	16,5	42,9
GSCI Met. Industriali	2.107,4	16,2	113,6	69,2
GSCI Prod. Agricoli	603,2	20,9	91,2	43,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.03.2022

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

30 marzo 2022 - 12:16 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

30 marzo 2022 - 12:22 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Mar.	Feb.
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	38,6	55,0
Brent	41,7	50,2
Gas Naturale	43,1	46,9
Gasolio	59,4	58,5
Oro	4,6	-3,5
Argento	5,8	-11,6
Rame	6,1	25,2
Alluminio	22,4	41,8
Zinco	12,3	31,5
Nickel	53,2	24,9
Mais	22,4	22,6
Frumento	31,6	20,3
Soia	23,7	1,0
Zucchero	1,2	21,9
Caffè	-4,6	76,3
Cotone	21,5	44,1

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 29.03.2022

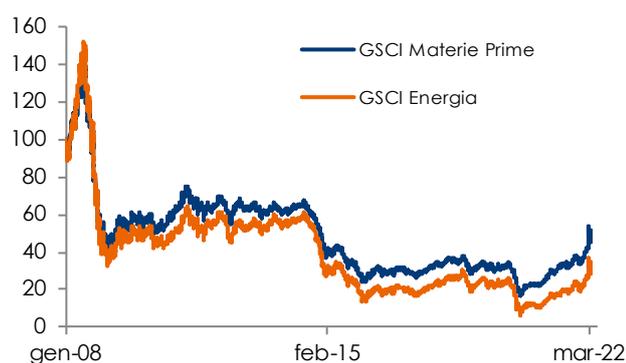
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.03.2022 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: consolidamento dei prezzi su livelli molto alti

**Commodity: forti tensioni e rincaro dei prezzi.** Le tensioni legate alla crisi in Ucraina sfociate nell'intervento militare russo hanno accentuato la pressione rialzista su tutti i prezzi delle materie prime, che hanno registrato un forte incremento; i premi al rischio sono aumentati come diretta conseguenza del clima di incertezza. L'adozione di sanzioni verso la Russia e la maggior preoccupazione circa la sicurezza delle forniture hanno contribuito al rincaro di tutte le commodity. L'obbligo di limitare l'esposizione alle materie prime russe di operatori finanziari ed aziende ha ovviamente assottigliato i mercati fisici di tutte le risorse di base, ampliandone la volatilità. La Russia è il terzo maggior fornitore globale di materie prime, è un soggetto chiave nella produzione di agenti chimici ed è fra le prime dieci economie al mondo; era pertanto inevitabile attendersi forti contraccolpi sui prezzi delle materie prime. Il semplice elenco dei settori rende l'idea dell'impatto delle sanzioni alla Russia: palladio (40% produzione mineraria mondiale), platino (10% circa della produzione mondiale), oro (10%), argento (5%), uranio (20%), titanio (13%), nickel (7%), alluminio (6%), piombo (5%), cobalto (4%), rame (4%), acciaio (4%), ferro (4%), gas naturale (18% del totale e oltre il 40% del solo consumo europeo), petrolio (13%), carbone (5%), orzo (12%), grano (10% della produzione e 17% dell'export globale), fertilizzanti (13%), pesticidi (8%) e diamanti grezzi (30%). Alla Russia va poi sommato il peso delle produzioni ed esportazioni dall'Ucraina, che non dispone di giacimenti significativi di petrolio o gas naturale, e anzi queste due risorse costituiscono ampia parte delle sue importazioni dall'estero. Il grosso dell'export ucraino è piuttosto costituito da prodotti agricoli come mais, oli vegetali e grano, insieme a materie prime come ferro e derivati. Tutti questi elementi, sommati assieme, sono i primi sei principali prodotti esportati dall'Ucraina. Purtroppo, in questo momento lo scenario più probabile, nonostante le trattative in corso, è un conflitto ancora prolungato, anche se un compromesso potrebbe essere raggiunto nelle prossime settimane. In quest'ultimo caso, buona parte dei flussi di materie prime provenienti dalla Russia potrebbe comunque tornare su livelli vicini a quelli attuali. È quindi plausibile attendersi che le forniture di metalli e merci agricole, queste ultime anche solo per un banale effetto stagionale, resteranno comunque al di sotto dei livelli precedenti al conflitto, mentre quelle di gas naturale non dovrebbero subire prolungate contrazioni. In conclusione, prezzi e volatilità delle materie prime sono destinati a rimanere su alti livelli a lungo, ma i picchi registrati nelle prime settimane di guerra potrebbero restare solo delle rare eccezioni. Se i flussi si manterranno vicini agli attuali volumi, le quotazioni della maggior parte degli idrocarburi, delle merci agricole e dei metalli dell'export russo sono comunque destinati a rimanere sopra i livelli pre-conflitto ancora per diversi mesi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.03.22	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.732,6	34,5	150,7	63,1
GSCI Energia	640,7	49,3	231,9	63,9
WTI (\$)	104,2	38,6	418,9	107,0
Brent (\$)	110,2	41,7	384,3	108,1
Gas Naturale (\$)	5,3	43,1	215,7	67,2

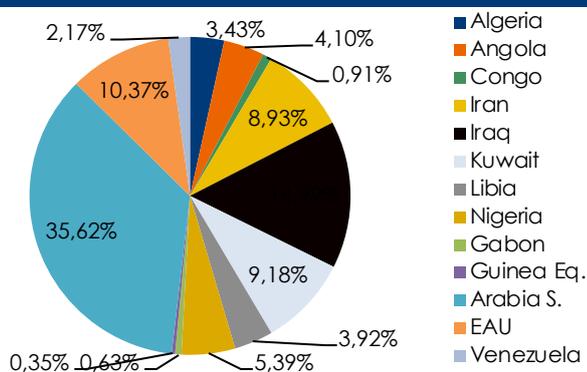
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: petrolio e gas naturale travolti dal conflitto in Ucraina.** Petrolio stabilmente sopra area 100 dollari per WTI e Brent 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. La guerra è giunta nel peggior momento possibile 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 (scorte ai minimi storici); la politica di abbandono del nucleare in molti paesi; e sullo sfondo, ovviamente, la scelta obbligata di transizione ecologica decisa dall'Eurozona. Dopo la conferma delle forniture, entro l'anno, di 15 miliardi di metri cubi di gas liquefatto (LNG) dagli Stati Uniti (50 miliardi entro il 2030), tutti i paesi europei hanno avviato una serie di colloqui con gli altri produttori, in particolare col Qatar. Questo perché è probabile che Spagna e Benelux assorbano gran parte della fornitura promessa dagli USA. In questo senso, appare significativa la dichiarazione del ministro dell'Energia del Qatar, Saad Sherida Al-Kaabi, che intervenuto al Forum dell'Energia di Doha ha avvertito che nessun paese è in grado di sostituire la fornitura energetica russa, all'Europa, a breve termine. Il volume di cui si parla varia dal 30% al 40% del gas proveniente dalla Russia, una dimensione che non è possibile fornire in poco tempo anche in virtù dei contratti pluriennali che l'Emirato ha già siglato con molti consumatori in Asia. La Russia è il secondo produttore di gas a livello mondiale dopo gli Stati Uniti, con 761 miliardi di metri cubi (mmc) prodotti nel 2021, pari al 18% del totale mondiale. La Russia è però il primo esportatore al mondo, con circa 250 mmc esportati nel 2021, di cui solo 40 mmc sono trasportati come LNG, il resto delle spedizioni viene effettuato attraverso i gasdotti e l'Europa riceve circa 155 mmc, pari al 40% circa del consumo di gas. Ecco perché, in aggiunta, in Europa resta il problema della rigassificazione dell'LNG. La Germania sembra aver già bloccato tre navi di rigassificazione, disponibili sul mercato, e anche l'Italia vorrebbe affittare due navi con contratti pluriennali, di cui una possa essere operativa già entro l'inverno.

**L'OPEC+ conferma, anche a marzo, +400.000 barili giornalieri fino alla fine del 2022.** Gli esportatori di petrolio OPEC+ (OPEC più Russia e produttori minori) si sono riuniti lo scorso 2 marzo, confermando nuovamente l'offerta giornaliera fissata a +400.000 barili per aprile 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. L'OPEC+ tornerà a riunirsi il prossimo 31 marzo: i produttori presteranno particolare attenzione alla situazione del Covid in Cina e anche questo mese è probabile che non ci sia un aumento significativo della produzione ma verrà riconfermata l'immissione dei concordati 400.000 barili al giorno. Dubitiamo che cambi la strategia dei produttori, in particolar modo quella dell'Arabia Saudita, che in nessun modo intende alterare il compromesso politico, all'interno dell'OPEC+, con la Russia, prendendo posizioni troppo contrarie alle scelte di Mosca e assecondando troppo le richieste dei consumatori occidentali. Un equilibrio difficile ma che pensiamo possa resistere ancora per qualche mese, a patto che il conflitto in Ucraina non si prolunghi eccessivamente.

**Produzione membri OPEC (%)**

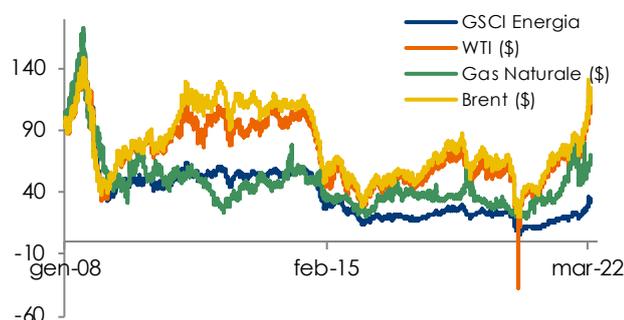


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 28.02.2022

**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

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	29.03.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	640,7	46,4	36,6	65,7	49,3
WTI (\$)	104,2	35,4	38,9	72,2	38,6
Brent (\$)	110,2	39,0	40,4	71,9	41,7
Gas Naturale (\$)	5,3	49,8	-9,1	103,4	43,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale, le quotazioni resteranno su alti livelli a causa del prolungarsi del conflitto.**

Le quotazioni petrolifere aggiornano i massimi a 7 anni restando stabilmente sopra 100 dollari per WTI e Brent in scia al prolungamento della guerra in Ucraina. Resta alto il prezzo del TTF (gas europeo per Megawattora) ancora in area 105 euro, nonostante la conferma delle consegne in Europa (via Ucraina) di Gazprom: 109,6 milioni di metri cubi medi giornalieri, la scorsa settimana. I paesi del G7 hanno respinto la richiesta russa di pagare il gas in rubli; il rifiuto, secondo Mosca, rischia di portare a un blocco delle forniture. Petrolio e gas naturale resteranno su livelli medio-alti nonostante 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. Il prolungarsi del conflitto non ha fatto altro che inasprire ancor di più questa situazione, nonostante le sanzioni alla Russia continuino a non riguardare gas e petrolio. Il nostro scenario sui prezzi del greggio cambia e diventa strutturalmente impostato a un consolidamento su alti livelli delle quotazioni del petrolio. 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 sono e resteranno un elemento indispensabile per la realizzazione delle infrastrutture necessarie al funzionamento del nuovo sistema energetico. La corsa a nuovi contratti di fornitura di LNG, per sostituire il gas russo, è la prova di come questo combustibile fossile sia ancora al centro del quadro energetico mondiale. Solo al termine di questo processo di cambiamento, previsto per il 2030, è probabile che vi sia un reale abbandono del petrolio, del gas e del carbone, con conseguenti effetti negativi sulle loro quotazioni.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.03.22	2022	2022	2022	2022	2023
WTI (\$)	104,2	95,2	87,0	80,7	89,8	77,8
Brent (\$)	110,2	97,8	90,0	82,5	88,3	79,5
Gas Naturale (\$)	5,3	3,6	3,6	3,8	4,0	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.03.22	2022	2022	2022	2022	2023
WTI (\$)	104,2	118,0	108,0	98,0	108,0	88,0
Brent (\$)	110,2	120,0	110,0	100,0	110,0	30,0
Gas Naturale (\$)	5,3	4,3	4,4	4,8	4,5	4,2
TTF (€/MWh)	107,00	120,0	110,0	110,0	115,0	80,0

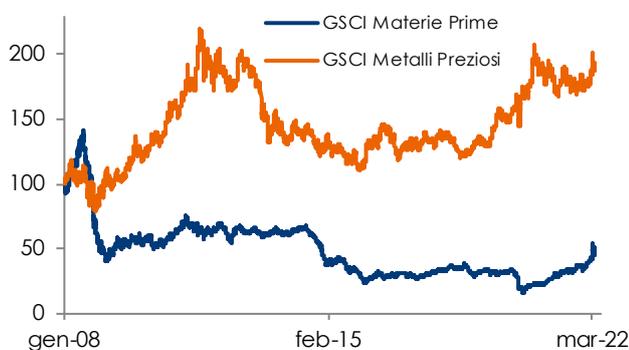
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: sostenuti da inflazione e avversione al rischio

**Inflazione ai massimi e avversione al rischio compensano il rialzo dei tassi e la forza del dollaro.**

Preziosi in rialzo da inizio anno grazie al surriscaldamento della dinamica dei prezzi a livello mondiale e alla forte avversione al rischio dovuta al conflitto in Ucraina. L'impatto sfavorevole dovuto al generale movimento di rialzo dei tassi in tutte le principali aree economiche e all'apprezzamento del dollaro è stato così mitigato. 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. Una dinamica che appare assolutamente irreversibile, per nulla contrastata dai timori riguardo alla crescita economica legati alle conseguenze negative della guerra fra Russia e Ucraina. Un fattore, quello dell'aumento del costo del denaro, che resta il principale ostacolo al rialzo dei Preziosi. Da inizio anno, i prezzi dei Metalli Preziosi sono saliti non solo grazie alla domanda di beni rifugio ma anche al rischio di minori forniture dalla Russia, in particolare di palladio ma in seguito anche di oro, viste le sanzioni decise da Stati Uniti ed Alleati alla commercializzazione del metallo aureo.

### GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



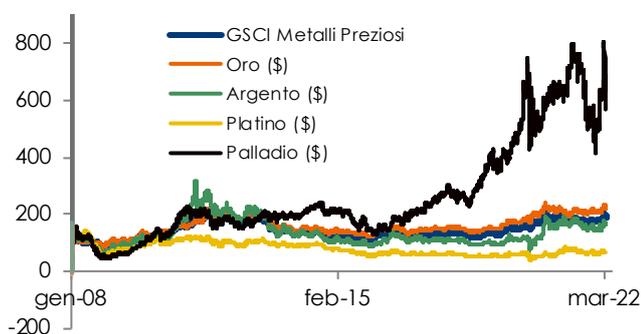
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.03.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.732,6	34,5	150,7	63,1
GSCI Met. preziosi	2.185,3	4,7	16,5	42,9
Oro (\$)	1.915,5	4,6	18,2	53,5
Argento (\$)	24,6	5,8	76,7	35,4
Platino (\$)	980,0	1,2	35,3	2,8
Palladio (\$)	2.124,7	11,5	-8,4	166,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento in recupero grazie a inflazione e avversione al rischio ma sempre ostacolati dal rialzo dei tassi e dalla forza del dollaro.** Immutato il quadro su oro e argento con l'escalation della crisi in Ucraina, sfociata nel conflitto militare, che ha favorito un ulteriore rialzo delle quotazioni. Anche il surriscaldamento dei prezzi globali, che in precedenza non era riuscito in alcun modo a sostenerli, ora esercita una discreta pressione rialzista. Le due principali asset class che fanno concorrenza all'oro, ossia Treasury e dollaro USA, continuano ad esercitare il loro appeal sugli investitori, ma il deciso rialzo dell'avversione al rischio sui mercati è riuscito a generare una certa pressione in particolare sull'**oro**. Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), la domanda di oro fisico ha recuperato buona parte delle posizioni perse a causa dell'epidemia di Covid-19. Tutti i settori hanno registrato un aumento della domanda di oro grazie alla ripresa della crescita economica globale, ma proprio la domanda per investimento in strumenti finanziari che hanno l'oro fisico come sottostante è quella che resta ancora deficitaria. Anche l'**argento**, proprio in virtù del suo legame con l'oro, ha beneficiato (parzialmente) dell'avversione al rischio, venendo investito da parte della liquidità difensiva allocata dagli investitori. Non cambia l'idea di fondo secondo la quale l'argento potrebbe distinguere la propria performance dall'oro grazie alla sua natura più "industriale". Uno scenario cautamente positivo legato alla prospettiva di crescita della domanda di argento inerente allo sviluppo delle tecnologie "green", la cui accelerazione potrebbe essere data proprio dal conflitto in corso e dalla crisi energetica che ne sta conseguendo.

**GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)**

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	29.03.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.185,3	5,6	9,1	11,8	4,7
Oro (\$)	1.915,5	5,6	8,9	13,6	4,6
Argento (\$)	24,6	6,9	12,0	2,3	5,8
Platino (\$)	980,0	1,2	1,9	-15,6	1,2
Palladio (\$)	2.124,7	7,2	10,6	-17,6	11,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Platino e palladio in rialzo in scia alla crisi in Ucraina.** Non cambia il quadro che vede la crisi ucraina e le possibili conseguenze sull'economia russa come i principali driver per questi due metalli. Le sanzioni alla Russia si stanno già riverberando in negativo su molte economie, a partire dalla crisi energetica in atto. Oltre che dal gas molte aziende europee dipendono da altre materie prime che sono estratte o trasformate dalla Russia. Fra queste abbiamo già chiarito il ruolo chiave del palladio, il cui 40% del fabbisogno globale viene soddisfatto proprio dalla Russia. Resta quindi un cauto ottimismo per i prossimi trimestri: non escludiamo infatti che il platino e il palladio possano accentuare ancora i propri rialzi, 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, a patto però che non si deteriori il ciclo economico mondiale e si manifesti, per alcune aree economiche, lo spettro della recessione.

**Outlook Neutrale: l'avversione al rischio e l'inflazione sosterranno i prezzi ma non oltre un certo livello.** Avversione al rischio, rischi geopolitici e pressioni inflazionistiche sono i fattori che controbilanceranno il rafforzamento del dollaro e le politiche monetarie più restrittive delle principali banche centrali, che inaspriscono il costo del denaro. Le banche centrali procederanno con cautela nel rialzo dei tassi di interesse per proteggere la ripresa economica dai rischi legati agli effetti negativi della guerra. Pur aumentando il loro appeal come asset difensivi, 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. Ancora una volta, platino e palladio dovrebbero trarre vantaggio dalla forte incertezza riguardante le forniture di materiale grezzo e semilavorati provenienti dalla Russia. Il consolidamento della crescita mondiale e il superamento dei colli di bottiglia, uniti alla fine della crisi dei semiconduttori che sta limitando il settore Auto, devono però restare elementi di un quadro positivo che non dovrà deteriorarsi. Se le conseguenze del conflitto in Ucraina modificheranno in negativo questo scenario, anche metalli dalla natura più industriale rischiano di essere penalizzati.

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

	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.915,5	1.814,5	1.815,0	1.791,5	1.850,0	1.751,3
Argento (\$)	24,6	23,4	23,5	22,0	23,2	20,7
Platino (\$)	980,0	1.075,0	1.080,0	1.100,0	1.050,0	1.190,6
Palladio (\$)	2.124,7	2.100,0	2.150,0	2.250,0	2.071,3	2.355,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.915,5	2.200	2.100	2.000	2.050	1.950
Argento (\$)	24,6	26,0	25,5	25,0	25,3	24,9
Platino (\$)	980,0	1.180	1.200	1.200	1.160	1.200
Palladio (\$)	2.124,7	2.670	2.600	2.600	2.600	2.650

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: il conflitto mette a rischio molte forniture

**I maggiori timori legati alle forniture in arrivo dalla Russia premono al rialzo sui prezzi.** Consolidato il rialzo dei Metalli industriali, spinti dalle tensioni sulle forniture di materiale grezzo e manufatti siderurgici in arrivo dalla Russia. Timori che si sono sommati ai già buoni fondamentali che hanno guidato il trend rialzista degli ultimi mesi. L'escalation militare e le sue conseguenze si innestano in un quadro che vedeva già un generale rincaro dei costi energetici e la limitazione della produzione siderurgica cinese, accrescendo ulteriormente la pressione rialzista sui prezzi dei metalli. Il tutto in un contesto già caratterizzato da limitata offerta mondiale, bassissimi livelli delle scorte e continue revisioni al rialzo delle prospettive di consumi futuri. La conferma della volontà dell'Europa di ridurre la dipendenza da combustibili fossili di origine russa, pur con i limiti legati alla reale fattibilità nel breve, non fa altro che accrescere le previsioni sulla domanda di metalli impiegati nel processo di transizione verde.

### GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.03.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.732,6	34,5	150,7	63,1
GSCI Industriali	2.107,4	16,2	113,6	69,2
Rame (\$)	10.316,5	6,1	116,3	73,2
Alluminio (\$)	3.436,0	22,4	124,5	74,2
Zinco (\$)	4.033,0	12,3	115,9	42,1
Nickel (\$)	31.803,0	53,2	180,9	213,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

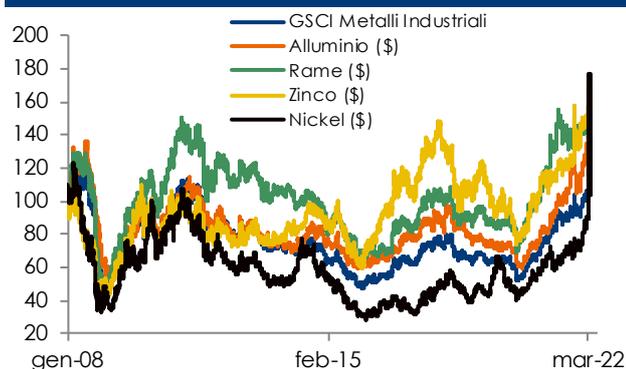
**Metalli industriali: un rialzo dettato da un insieme di fattori.** Il settore dei Metalli industriali non ha mai smesso di essere sotto pressione, nel corso degli ultimi mesi. Dalla fine del 2021, il caro-energia in Europa aveva già costretto il comparto siderurgico e metalmeccanico a tagliare parte della produzione per far fronte alle mancate coperture sui prezzi di gas o energia elettrica. Gli impatti maggiori si sono registrati sulla produzione di alluminio e zinco raffinato. In Cina, le chiusure invernali volte a ridurre l'inquinamento dell'aria, in concomitanza dei Giochi Olimpici Invernali che si sono svolti a Pechino a inizio febbraio, hanno inevitabilmente contratto la produzione del settore siderurgico cinese, responsabile della gran parte delle emissioni inquinanti, limitando così l'offerta di acciaio, alluminio e altri metalli raffinati. In America Latina, le proteste anti-inquinamento in Perù sono sfociate in blocchi stradali che hanno colpito soprattutto il settore minerario, in particolare danneggiando le miniere di rame e zinco. Le proteste delle comunità rurali contro l'inquinamento e le difficili condizioni dei lavoratori si sono intensificate nel corso degli ultimi trimestri e sono sostenute dai leader delle comunità che vorrebbero veder aumentare anche la propria quota di ricavi proveniente dal settore minerario. L'intenzione dei governi di Cile e Perù di incrementare i livelli di tassazione e introdurre norme ecologiche più severe nei settori estrattivi genererà, probabilmente, un aumento dei costi di produzione e maggiori difficoltà di approvazione di nuovi piani di ampliamento dell'estrazione. Forti incertezze anche in Indonesia, dove il governo ha annunciato la possibile introduzione di un'imposta progressiva sulle esportazioni di nickel e altri minerali a partire da quest'anno, ma senza fornire informazioni su tempi ed ammontare della tassazione, lasciando nell'incertezza tutte le multinazionali che hanno concessioni estrattive nel paese. Le molteplici complicazioni che caratterizzano il quadro dell'offerta si scontrano poi con una domanda prevista in costante crescita; i processi di elettrificazione, implementazione di energia da fonti rinnovabili e abbandono dei combustibili fossili implicano una fortissima integrazione delle reti elettriche nazionali e sovranazionali, che richiedono ingenti investimenti in nuove infrastrutture ad alto assorbimento di metalli.

**Rame: la transizione energetica mantiene alta la tensione rialzista sui prezzi.** Non cambiano i driver alla base della nostra view positiva sul rame. La domanda crescerà grazie agli investimenti nelle infrastrutture necessari per rendere concreta la transizione verde. Gli impieghi del rame nei processi di elettrificazione, generazione e trasmissione di energia, allo stato attuale della tecnologia, lo rendono un metallo indispensabile per questo tipo di impiego. Il successo nell'integrazione delle reti elettriche, in particolare in Europa, sembra essere la chiave per ridurre la dipendenza dalle importazioni di combustibili fossili, tra cui quella dal gas russo. Sul fronte dell'offerta, l'aumento della produzione di rame dovrebbe rimanere soggetto ad oggettivi limiti tecnici e incertezze politiche, soprattutto in Sud America.

**Alluminio: la crisi in Ucraina preme sui prezzi.** Le sanzioni nei confronti della Russia hanno limitato l'offerta di materiale e manufatti, una situazione che si è sommata ai tagli alla produzione in Cina volti a ridurre le emissioni e l'inquinamento ambientale. Il tutto in un contesto caratterizzato dal rincaro dell'energia e dai dubbi sulla disponibilità di allumina, viste le difficoltà di estrazione in alcune realtà minerarie che alimentano i timori che le scorte globali possano esaurirsi entro il 2024. Come nel caso del rame, la domanda di alluminio dovrebbe registrare una forte espansione nei settori elettrico ed elettronico ma anche nel comparto automobilistico e aerospaziale.

**Zinco: consolidamento e timori sull'offerta.** La forte pressione sulla domanda dopo il lockdown e il rincaro dei costi energetici hanno sostenuto le quotazioni dello zinco consentendoci di ribadire uno scenario di cauto ottimismo per il 2022. Il principale timore per il mercato dello zinco è legato al rincaro dei costi energetici che penalizza l'attività delle fonderie in Europa (16% della produzione mondiale di zinco raffinato) che hanno già ridotto la propria capacità produttiva nel corso del 2021. Una situazione che si è sommata alla riduzione dei volumi lavorati, attuata dai produttori cinesi sempre a causa dei costi dell'elettricità, e che renderà ancora più teso il mercato fisico scaricandosi sui prezzi.

**Nickel: le tensioni in Ucraina sostengono il rialzo.** Il nickel continua a sovraperformare rispetto al resto del comparto dei Metalli industriali, complici le tensioni derivanti dal conflitto. In aggiunta, anche l'aspetto speculativo ha pesato sull'andamento del metallo vista la vicenda che ha coinvolto CCBI Global Markets (controllata di China Construction Bank), che avendo una grossa posizione short, ovvero contraria al forte rialzo registrato dal nickel allo scoppio del conflitto, è stata costretta a chiudere questa posizione pur non avendo la liquidità sufficiente per farlo. Questo ha creato una forte distorsione sulle quotazioni del nickel all'LME; l'autorità regolatrice del mercato ha quindi deciso di sospendere la quotazione del derivato sul metallo e attendere la regolazione in denaro della posizione di CCBI Global Markets, riaprendo poi alla libera contrattazione il future sul nickel. Dal lato dei fondamentali, invece, a fronte dei persistenti timori di una carenza delle forniture, dovuta al conflitto tra Russia e Ucraina, l'offerta mondiale potrebbe migliorare nel 2° semestre 2022. Questo perché il maggior produttore di nickel grezzo a livello mondiale, l'Indonesia, potrebbe incrementare la sua capacità produttiva di circa 400.000 tonnellate nel corso di quest'anno, portando la propria offerta a quasi 1,4 milioni di tonnellate. Un quadro che conferma la pressione rialzista sui prezzi del nickel ma che nel medio termine non ci fa escludere un ridimensionamento dei prezzi su valori meno speculativi e più inerenti alla realtà industriale.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	29.03.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	2.107,4	16,2	24,0	37,9	16,2
Rame (\$)	10.316,5	6,4	15,4	17,6	6,1
Alluminio (\$)	3.436,0	21,9	20,2	54,0	22,4
Zinco (\$)	4.033,0	13,5	32,6	43,2	12,3
Nickel (\$)	31.803,0	54,5	77,3	99,4	53,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo in scia ai timori legati alle conseguenze del conflitto fra Russia**

**e Ucraina.** Non cambia il quadro sul comparto: il conflitto in Ucraina e le ripercussioni sulla commercializzazione di molti beni provenienti dalla Russia (metalli, gas e petrolio) si sommano al positivo scenario di fondo sui Metalli, esercitando una costante pressione 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. Ancora una volta questa appare come una combinazione di fattori in grado di garantire, almeno nel breve, una decisa tensione rialzista sulle quotazioni. 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, rafforzando il nostro Outlook Moderatamente Positivo sul comparto nel suo complesso.

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

	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	10.316,5	9.850	9.762	9.605	9.730	9.170
Alluminio (\$)	3.436,0	3.125	2.988	2.938	3.000	2.742
Zinco (\$)	4.033,0	3.643	3.531	3.583	3.500	3.075
Nickel (\$)	31.803,0	22.625	23.100	22.675	22.000	19.841

Fonte: consenso Bloomberg

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

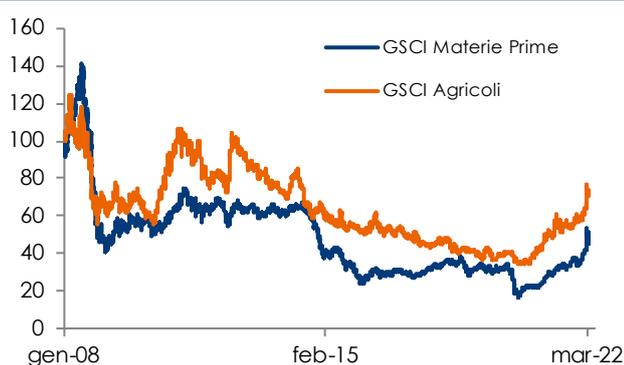
	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	10.316,5	10.200	10.250	10.300	10.200	10.600
Alluminio (\$)	3.436,0	3.500	3.600	3.700	3.550	3.800
Zinco (\$)	4.033,0	4.200	4.200	4.200	4.100	4.300
Nickel (\$)	31.803,0	28.000	26.000	26.000	27.500	26.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: rincari e rischio di crisi alimentare

**La pressione rialzista esercitata dal conflitto in Ucraina spinge ulteriormente gli Agricoli.** Il comparto degli Agricoli prosegue il rialzo di inizio anno ma si accentuano i timori che la crisi energetica originata da quella geopolitica possa tradursi, rapidamente, in una nuova crisi alimentare. Nel breve e medio termine, garantire adeguate forniture di derrate agricole resterà l'obiettivo principale di quasi tutti i paesi, a fronte di un'elevata inflazione nel comparto alimentare, di una crescente domanda di importazioni dall'Asia e aspettative di scarsi raccolti per siccità in Sud America e Sud-Est Asiatico. Anche l'Unione Europea, con la presentazione del piano agro-alimentare redatto dal commissario Dombrovskis, ha cercato di scongiurare i rischi per le forniture di derrate per l'Unione ma non ha mancato di sottolineare gli impatti del rialzo dei prezzi e le difficoltà per le famiglie a basso reddito. Il blocco di frumento, mais, olio vegetale ma anche fertilizzanti, provenienti da Ucraina e Russia, ha infatti generato un forte surriscaldamento dei costi di molte materie prime alimentari. Aumenta il numero dei Paesi che stanno introducendo limitazioni all'esportazione di prodotti agricoli per ridurre gli aumenti dei prezzi nel mercato domestico e sono intenzionati a varare una serie di incrementi sui dazi sulle esportazioni. Lo scenario sugli Agricoli resterebbe caratterizzato da una costante pressione anche qualora le tensioni geopolitiche dovessero allentarsi o le filiere produttive dovessero essere ripristinate. Questo perché elementi come il cambiamento climatico, il riscaldamento globale e condizioni meteorologiche particolarmente avverse costituiscono comunque una minaccia per le forniture di merci agricole, creando volatilità e tensioni al rialzo sui prezzi agricoli.

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



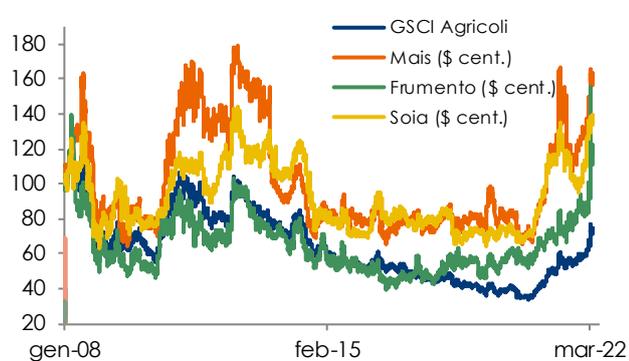
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.03.22	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.732,6	34,5	150,7	63,1
GSCI Agricoli	603,2	20,9	91,2	43,7
Mais (\$ cent.)	726,3	22,4	112,8	103,1
Frumento (\$ cent.)	1.014,3	31,6	78,1	140,9
Soia (\$ cent.)	1.643,0	23,7	86,2	70,6
Cotone (\$ cent.)	136,8	21,5	169,8	79,5
Cacao	2.639,0	4,7	16,9	26,5
Zucchero	19,1	1,2	78,1	13,7
Caffè (arabica)	215,7	-4,6	86,2	54,8
Caffè (robusta)	2.125,0	-14,6	75,8	-1,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di medio termine

	29.03.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	603,2	20,2	20,2	20,2	20,9
Mais (\$ cent.)	726,3	21,9	35,3	34,7	22,4
Frumento (\$ cent.)	1.014,3	30,1	39,8	68,6	31,6
Soia (\$ cent.)	1.643,0	23,7	30,8	20,2	23,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: il prezzo degli alimenti sale ai massimi storici, spinto dalle tensioni legate al conflitto in Ucraina.** L'indice FAO dei prezzi alimentari, che rileva le variazioni mensili dei prezzi internazionali dei generi alimentari, ha raggiunto a febbraio i 140,7 punti, pari a un aumento del 3,9% rispetto

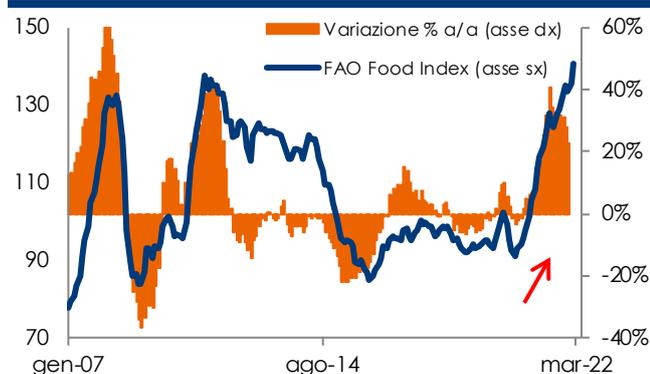
a gennaio e del 24,1% rispetto al livello di un anno fa. Il dato rappresenta inoltre un nuovo massimo storico. La Russia e l'Ucraina sono responsabili del 29% del commercio mondiale di grano, è quindi evidente che l'interruzione della produzione e delle esportazioni da quella regione potrebbe spingere i prezzi dei generi alimentari oltre i massimi attuali nell'arco di pochissimi mesi. Il rialzo di febbraio è stato guidato da forti aumenti dei sotto-indici degli oli vegetali (le navi che trasportano olio e semi di girasole sono ferme, in particolare, presso Mariupol e Odessa) e dei prodotti lattiero-caseari. Anche i prezzi dei cereali e della carne sono aumentati, mentre il sotto-indice dei prezzi dello zucchero è sceso per il terzo mese consecutivo.

**FAO: nuovo possibile aumento della produzione mondiale di frumento ma la previsione sottosfuma l'impatto del conflitto in Ucraina.** La produzione mondiale di grano dovrebbe aumentare fino a 790 milioni di tonnellate nel 2022, grazie a maggiori rese in Nord America e Asia, che andranno a compensare un probabile lieve calo nell'Unione Europea e l'impatto negativo delle condizioni di siccità sulle colture in alcuni paesi del Nord Africa. Lo si legge nell'ultimo bollettino FAO sull'offerta e la domanda di cereali. La FAO ha anche migliorato le stime per il commercio mondiale di cereali a 484 milioni di tonnellate, in aumento dello 0,9% rispetto al livello 2020/2021. L'insieme di queste previsioni, per motivi temporali, presuppone impatti marginali dal conflitto in Ucraina. La raccolta del mais inizierà presto nell'emisfero australe, con la produzione del Brasile che dovrebbe raggiungere un livello record e la produzione in Argentina e Sud Africa al di sopra dei livelli medi. La FAO ha anche rivisto le sue previsioni per la produzione mondiale di cereali nel 2021, ora fissata a 2.796 milioni di tonnellate, con un aumento dello 0,7% rispetto all'anno precedente. L'utilizzo globale dei cereali nel 2021/2022 è ora di 2.802 milioni di tonnellate, con un aumento annuo dell'1,5%.

**WASDE: statistiche poco significative, l'USDA non ha ancora incorporato le conseguenze del conflitto in Ucraina.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, 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, la cui significatività è apparsa subito molto scarsa. Il documento, per motivi temporali, non ha potuto tener conto degli impatti negativi della guerra in Ucraina. Secondo le stime contenute nel report, la produzione mondiale di **frumento** potrebbe aumentare dello 0,3% a/a a 778,5 milioni di tonnellate nel 2021/22, toccando un nuovo massimo storico, così come il consumo mondiale dovrebbe aumentare più rapidamente dell'offerta, facendo registrare una crescita dello 0,6% a/a e attestandosi a 787,3 milioni di tonnellate (nuovo massimo storico). Si prevede quindi una diminuzione delle scorte finali del 3,0% a/a a 281,5 milioni di tonnellate. In questo quadro, la Russia avrebbe dovuto fornire circa l'11% della produzione mondiale di frumento ed esportare oltre il 19% del totale mondiale nel 2021/22, mentre l'Ucraina avrebbe dovuto fornire circa il 4% della produzione mondiale ed esportare oltre l'8% del totale mondiale. È probabile che entrambi le nazioni difficilmente riusciranno a centrare questi obiettivi di produzione ed export. Il mercato mondiale del **mais** dovrebbe tornare a registrare un ampio surplus nella stagione 2021/22, dopo quattro anni consecutivi di deficit e un aumento, il primo in sei anni, delle scorte finali del 3,3% a/a, che raggiungerebbero così i 301,0 milioni di tonnellate. Anche questi dati potrebbero rivelarsi troppo ottimistici e basati su un possibile aumento della produzione russa di circa 1,4 milioni di tonnellate nel 2021/22 a 15,2 milioni di tonnellate, corrispondente a circa l'1% della produzione mondiale totale. L'Agenzia prevede inoltre un possibile aumento della produzione ucraina di circa 11,6 milioni di tonnellate nel 2021/22 a 42 milioni di tonnellate, pari al 3% circa della produzione mondiale totale. Appare intuitivo supporre che tutte queste previsioni difficilmente verranno confermate nel prossimo report se la durata del conflitto dovesse protrarsi fino ad oltre la stagione primaverile. Secondo le stime dell'USDA, il mercato della **soia** dovrebbe tornare a registrare un deficit nella stagione 2021/22, dopo il surplus della stagione 2020/21. La produzione mondiale di soia potrebbe infatti subire una contrazione del 3,4% a/a, attestandosi a 353,8 milioni di tonnellate, e il consumo mondiale dovrebbe crescere dello 0,4% a/a, raggiungendo 363,7 milioni di tonnellate (nuovo massimo storico). Nella stagione 2021/22 le scorte mondiali dovrebbero diminuire dell'11,6% a/a a 90,0 milioni di tonnellate. La

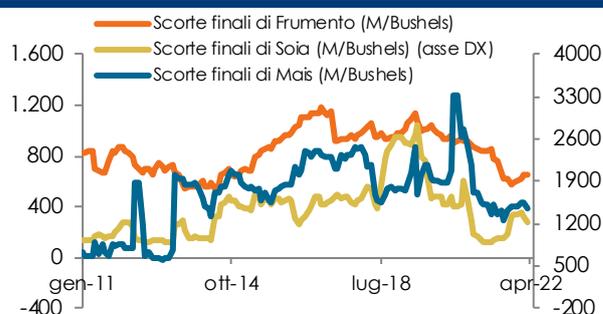
guerra in Ucraina produrrà effetti negativi diretti sul mercato mondiale degli oli vegetali per il ruolo chiave che hanno le produzioni nell'Est Europa e produrrà effetti negativi indiretti a causa delle misure protezionistiche messe in atto dai principali produttori globali di soia, in particolare in Sud America (Argentina, Brasile, Paraguay).

#### FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale, la pressione rialzista esercitata dal conflitto muta le prospettive, il rialzo potrebbe accentuarsi anche oltre le nostre prudenti stime.

A fronte di un quadro già positivo dei fondamentali, caratterizzato da una forte ripresa della domanda globale, accompagnata da un'offerta debole dovuta a condizioni meteorologiche avverse nella maggior parte delle regioni produttive e dagli imprevisti aumenti dei costi produttivi (combustibili, fertilizzanti, pesticidi), si è aggiunta la fortissima pressione rialzista legata al conflitto in Ucraina. L'andamento del conflitto, le sanzioni adottate dai governi occidentali, le misure di ritorsione russe e la grave interruzione delle spedizioni e dei flussi commerciali, soprattutto attraverso il Mar Nero, stanno creando uno stato di generale tensione sulle quotazioni delle granaglie. A complicare la questione è anche il periodo stagionale in cui la guerra si sta svolgendo. Si tratta infatti di una fase critica del ciclo di vita del grano: i campi ucraini stanno germogliando e necessiterebbero di cure che ovviamente, in questa fase, si stanno attuando con estrema difficoltà. Come conseguenza, in un meccanismo di bio-equilibrio molto fragile, l'ipotesi di un mercato del grano in forte deficit provocherebbe un aumento del consumo di mais e altre granaglie per mangimi e alimentazione animale, col conseguente aumento della domanda mondiale di cereali alternativi e forte rincaro dei prezzi zootecnici. La guerra tra Russia e Ucraina produrrà effetti negativi sul mercato mondiale degli oli vegetali soprattutto a causa delle contromosse attuate dagli altri principali produttori. Paesi come Argentina e Brasile stanno già diminuendo le proprie percentuali di export di soia e sono pronti a varare nuovi dazi per tutelare le loro produzioni. Un quadro che inevitabilmente spinge a un cambio di Outlook, che diventa Moderatamente Positivo da Neutrale e che sottende tutta una serie di rischi di ulteriore rincaro delle granaglie qualora la guerra dovesse protrarsi oltre la stagione primaverile e compromettere tutta la stagione agricola 2022 di quell'area.

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

	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	726,3	675,0	630,0	575,0	624,0	540,0
Frumento (\$ cent.)	1.014,3	925,0	875,0	825,0	835,0	780,0
Soia (\$ cent.)	1.643,0	1.575,0	1.425,0	1.275,0	1.381,5	1.250,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 29.03.22	2° trim. 2022	3° trim. 2022	4° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	726,3	760	750	740	735	740
Frumento (\$ cent.)	1.014,3	1.300	1.250	1.200	1.190	1.200
Soia (\$ cent.)	1.643,0	1.700	1.650	1.600	1.640	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

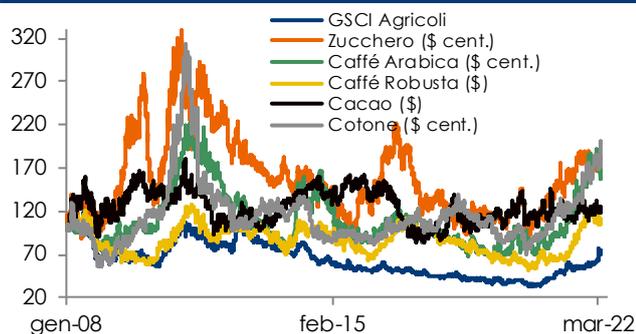
## Soff commodity

**Cotone: si accentua il rialzo da inizio anno, la scarsità di offerta resta alla base del rincaro dei prezzi.** Si conferma lo scenario sul cotone, che da inizio anno ha ampliato 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 conseguenze economiche della guerra, intanto, si moltiplicano e a farne le spese è anche il mercato del cotone, il cui prezzo è cresciuto fortemente a causa delle tensioni in Ucraina legate al rincaro dei costi energetici, ai fertilizzanti e ai mancati consumi. A pesare è anche la situazione di numerosi produttori americani di cotone che stanno fronteggiando una siccità grave e prolungata, che peserà sulla produzione negli stati meridionali degli Stati Uniti. Confermiamo le nostre previsioni di consolidamento per il prezzo di questa commodity, pur sottolineando l'aumento della probabilità di ulteriori rincari.

**Zucchero: prezzi in consolidamento e deficit di mercato in marginale riduzione.** I prezzi dello zucchero sono aumentati del 21,9% lo scorso anno, mentre in questi primi tre mesi del 2022 la performance è solo marginalmente positiva. Secondo le stime pubblicate a febbraio dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2021/22 il mercato mondiale dovrebbe registrare un moderato deficit di circa 1,9 milioni di tonnellate, un dato inferiore rispetto al deficit più ampio di 2,6 milioni di tonnellate previsto in precedenza e che aveva supportato il rincaro dei prezzi di fine 2021. Deficit inferiore dovuto alla revisione al ribasso delle stime sul consumo mondiale a 172,4 milioni di tonnellate e al rialzo della produzione a 170,5 milioni di tonnellate. Questo in un quadro che resta caratterizzato da minori esportazioni provenienti dal Brasile, complici i costi di trasporto e i prezzi di mercato elevati. Lo scenario descritto conferma le nostre previsioni di prezzo in marginale consolidamento per quest'anno.

**Caffè: la produzione resterà limitata col rischio di ulteriori rincari dei prezzi.** L'International Coffee Organization (ICO) ha diffuso il 14 marzo le prime stime sul mercato del caffè relative alla stagione 2021/2022 segnalando un mercato in deficit, a causa della limitata offerta di chicchi di alta qualità per via delle avverse condizioni meteorologiche, soprattutto in Sud America, e delle distorsioni delle esportazioni causate dall'adozione di misure più restrittive legate ai contagi di Covid-19. La stagione 2021/22 dell'Arabica, in Brasile, è stata caratterizzata da scarsi raccolti dovuti anche al "ciclo off" (annata ciclica in cui si registra una bassa produzione di frutti) delle piante di Arabica, oltre che alla siccità. Le scorte di caffè del Brasile sono ai livelli più bassi degli ultimi 10 anni a causa della sensibile diminuzione della produzione domestica di caffè rispetto alla stagione precedente. In aggiunta, la guerra in Ucraina potrebbe penalizzare il mercato del caffè in maniera indiretta, a causa del rincaro o della diminuzione dei fertilizzanti, dovuti al rialzo dei costi energetici e, infine, per via del possibile minor consumo in Russia e in Europa, qualora il ciclo economico europeo dovesse peggiorare.

**Cacao: prezzi stabili nonostante un possibile marginale deficit di produzione.** Le ultime stime pubblicate dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICO) a febbraio segnalano che nel 2021/22 il mercato mondiale dovrebbe registrare un deficit di circa 181.000 tonnellate, rispetto a al surplus di 215.000 tonnellate del 2020/21. Tale carenza di prodotto è dovuta a una diminuzione dei raccolti africani e alla crescita dell'attività di trasformazione del cacao, che ha recuperato completamente i volumi persi durante i mesi del lockdown dovuti al Covid-19. La produzione globale dovrebbe subire una contrazione del 5,2% a/a, attestandosi a 4,95 milioni di tonnellate, dai 5,2 milioni di tonnellate della stagione precedente. In conclusione, dopo tre anni consecutivi di raccolti abbondanti e il violento (ma limitato) calo dei consumi dovuto alla fase acuta della pandemia, i mercati fisici rimangono ben forniti e le scorte su buoni livelli, un quadro che rafforza l'idea di un prosieguo del consolidamento dei prezzi attuali.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	29.03.22	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	603,2	20,2	20,2	20,2	20,9
Cotone	136,8	19,7	26,9	69,7	21,5
Cacao	2.639,0	4,9	1,9	8,3	4,7
Zucchero	19,1	1,8	-3,6	28,1	1,2
Caffè (arabica)	215,7	-5,8	11,5	69,8	-4,6
Caffè (robusta)	2.125,0	-14,4	0,4	54,4	-14,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.03.22	2022	2022	2022	2022	2023
Cotone	136,8	120,0	115,0	107,8	114,0	92,1
Cacao	2.639,0	2.488	2.463	2.500	2.523	2.460
Zucchero	19,1	19,1	18,8	18,5	17,9	16,5
Caffè (arabica)	215,7	230,0	220,0	200,0	222,5	180,0
Caffè (robusta)	2.125,0	2.150	1.975	1.825	2.055	1.640

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.03.22	2022	2022	2022	2022	2023
Cotone	136,8	125	120	115	121	110
Cacao	2.639,0	2.600	2.550	2.510	2.565	2.450
Zucchero	19,1	19,5	19,0	19,0	19,1	18,0
Caffè (arabica)	215,7	240	220	190	225	180
Caffè (robusta)	2.125,0	2.200	2.000	1.800	2.070	1.700

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 24.02.2022.

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.intesasanpaolo.com>).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

### Certificazione Analisti

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

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

### Note metodologiche

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

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

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

### **Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

#### **Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

#### **Analista Azionario**

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

#### **Analista Obbligazionario**

Paolo Leoni  
Serena Marchesi  
Fulvia Risso

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

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi