

Le tensioni sui mercati gravano sulle Commodity

Energia: outlook Mod. Positivo, permane la tensione rialzista su gas e petrolio

Il nostro quadro previsivo indica prezzi comunque alti per il petrolio e una maggior pressione sul gas nella seconda parte del 2023. Anche i costi dell'energia elettrica dovrebbero rimanere elevati, subendo qualche ulteriore aggravio dovuto alle normative sulle emissioni di anidride carbonica. Le quotazioni petrolifere potrebbero recuperare parte del terreno perso, in queste ultime settimane, già entro fine anno, in scia alla ripresa della domanda. L'accelerazione dei consumi è collocata nell'ultima parte del 2023, mentre l'offerta resterà limitata dai produttori.

Metalli preziosi: outlook Neutrale nonostante le tensioni in atto sui mercati

Lo scenario di crescita economica, auspicato rallentamento dell'inflazione e contenuti rischi finanziari dovrebbe favorire lo storno delle quotazioni dell'oro, mentre quelle dell'argento dovrebbero consolidare e quelle di platino e palladio mantenere un profilo rialzista. L'unico scenario che vedrebbe un ritorno della tensione sull'oro è rappresentato dall'inasprimento della crisi bancaria: un'ipotesi che finirebbe per deteriorare in maniera significativa la crescita economica, costringendo le principali banche centrali (Fed in primis) a invertire le proprie politiche sui tassi in senso espansivo, col rischio di interrompere il contrasto all'inflazione.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve, più ottimismo nel lungo termine

Nonostante i timori per l'effettivo apporto, nel breve termine, che daranno l'economia di Cina e India alla domanda di metalli, ribadiamo il nostro scenario rimarcando la distinzione fra la cautela di breve e una maggior fiducia nel medio-lungo termine. La richiesta di Metalli industriali dovrebbe tornare a crescere, trainata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'elemento chiave sarà l'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta, derivante dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale in vista delle prime stime sulla stagione 2023

Immutato lo scenario sugli Agricoli: l'impatto delle condizioni climatiche, le tensioni geopolitiche, nonostante il controverso rinnovo del Black Sea Grain Initiative, e il rincaro dei fattori produttivi restano gli elementi che condizioneranno maggiormente il 2023. Prezzi in consolidamento per le principali materie prime coloniali, l'attenzione resta sui futuri livelli dell'offerta globale.

■ Soft Commodity:

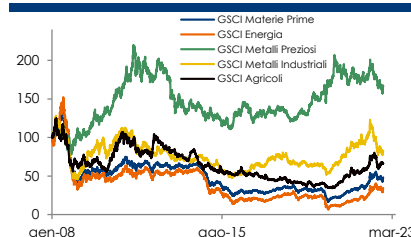
- **Cotone:** l'incertezza sulla produzione indiana rende meno chiaro lo scenario.
- **Zucchero:** l'ISO prevede un mercato dello zucchero in surplus quest'anno.
- **Caffè:** l'ICO non ha ancora redatto le stime globali sul caffè per la stagione in corso.
- **Cacao:** l'ICCO prevede un mercato in deficit per il secondo anno consecutivo.

Performance degli indici commodity

	Valore 27.03.23	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.255,3	-6,9	43,0	25,4
GSCI Energia	544,7	-10,8	63,9	12,8
GSCI Met. Preziosi	2.205,8	6,2	9,5	39,2
GSCI Met. Industriali	1.673,7	-0,1	7,1	24,3
GSCI Prod. Agricoli	544,3	-2,7	29,8	41,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 27.03.2023

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

28 marzo 2023 - 16:29 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 marzo 2023 - 16:35 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

(%)	2023	2022
WTI	-9,3	6,7
Brent	-9,1	10,5
Gas naturale	-53,3	20,0
Gasolio	-16,6	38,1
Oro	7,0	-0,1
Argento	-4,1	2,9
Rame	7,1	-13,9
Alluminio	-0,6	-15,3
Zinco	-2,0	-16,3
Nickel	-20,7	44,8
Mais	-4,5	14,4
Frumento	-11,9	2,8
Soia	-5,1	14,3
Cotone	-4,6	-26,0
Caffè Arabica	5,7	-24,9

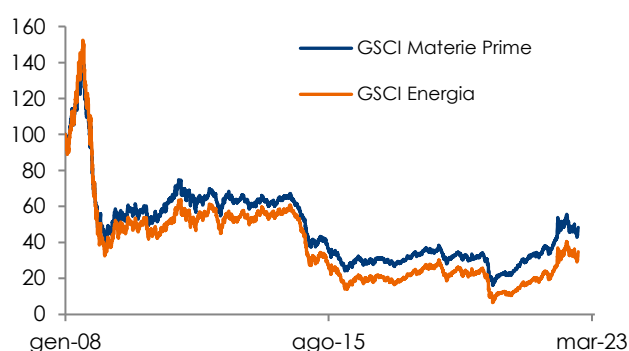
Fonte: Bloomberg; Dati al 27.03.2023

Energia: consolida il fragile equilibrio fra domanda e offerta

Commodity: l'avversione al rischio dovrebbe rientrare facendo tornare al centro del quadro i fondamentali di domanda e offerta.

La capacità della Cina di riprendersi, dopo quasi tre anni di sostanziale isolamento, a seguito dell'abolizione delle strette misure sanitarie è stato il fattore che, a inizio anno, ha alimentato le stime di domanda mondiale di energia, metalli preziosi e industriali e merci agricole. Nelle ultime settimane il cauto ottimismo è andato sfumando per due motivi. A preoccupare gli investitori, nel breve termine, sono stati prima i dati macroeconomici provenienti da Cina ed India, che stanno ridimensionando le aspettative sul reale apporto che queste due realtà daranno al recupero del ciclo economico mondiale e, conseguentemente, alla domanda di risorse che saranno in grado di esprimere. Il secondo elemento è il cambiamento delle aspettative sul probabile andamento delle politiche monetarie sia negli Stati Uniti che in Europa a fronte di dati macroeconomici più positivi del previsto che rischiano di mantenere i tassi alti per lungo tempo. La stretta in atto negli Stati Uniti tende a far scontare una minore domanda di risorse, agendo da stabilizzatore dei prezzi contrastando l'inflazione (ma facendo apprezzare il dollaro) e, al contempo, riducendo le aspettative di crescita globale e quindi di domanda di materie prime. A completare il quadro delle ultime settimane, un'altra crisi imprevista ha investito il mercato, amplificandone l'avversione al rischio e penalizzando le commodity: il fallimento di Silicon Valley Bank (SVB) che ha creato timori per il sistema bancario statunitense (e i possibili riflessi su quello europeo), con lo spettro della crisi finanziaria del 2007-2008 ancora vivo nella memoria degli investitori. La fragilità di alcune banche statunitensi ed europee di medie dimensioni, che hanno accusato il repentino e corposo aumento dei tassi di interesse di riferimento senza porre in atto le opportune contromosse per alleviare gli effetti negativi sui bilanci societari, ha costretto le banche centrali a rassicurare i mercati ponendo in campo più di uno strumento a supporto del settore bancario. La prontezza di reazione sta consentendo una riduzione della volatilità e una maggior fiducia nella tenuta del sistema ma non possiamo sottovalutare i rischi che attualmente pesano sull'economia globale e sulle materie prime, a causa della loro forte e positiva correlazione con il ciclo economico. In conclusione, pur restando cauti, pensiamo che i problemi emersi sul sistema creditizio non dovrebbero trasformarsi in una crisi sistemica, grazie all'efficace intervento delle autorità monetarie che hanno stoppato sul nascere il possibile contagio. Questo scenario ci consente di confermare le nostre previsioni macroeconomiche che stimano una prosecuzione della crescita economica e quindi della domanda mondiale di materie prime.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.03.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.255,3	-6,9	43,0	25,4
GSCI Energia	544,7	-10,8	63,9	12,8
WTI (\$)	72,8	-9,3	19,4	13,1
Brent (\$)	78,1	-9,1	21,0	12,4
Gas Naturale (\$)	2,1	-53,3	-18,3	-22,6

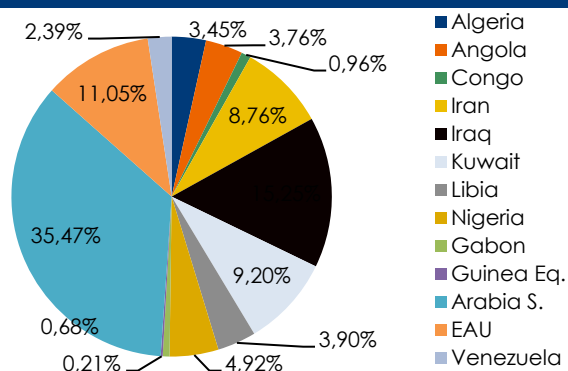
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: superata la volatilità delle ultime settimane, la dinamica della domanda contrapposta a quella dell'offerta resta l'elemento chiave del comparto. Se il comparto dell'Energia appare comunque in deciso calo, complice il forte ribasso registrato dal gas naturale, sorprende invece la resiliente performance del petrolio che, pur negativa da inizio anno e scossa dalla volatilità delle ultime settimane, consente alle quotazioni di restare su livelli comunque sostenuti.

Il consolidamento del petrolio è dovuto principalmente al delicato equilibrio tra rischi al rialzo in caso di ulteriori revisioni della futura domanda di greggio e mercati decisamente forniti nel breve termine. Un quadro che viene però minacciato da vari elementi di incertezza che gravano sullo scenario nel medio termine, alcuni indipendenti dai fattori alla base del mercato dell'energia. Dal lato della domanda, la conferma di positivi (ma moderati) tassi di crescita economica su base annua nelle principali economie, sommati al calo dell'inflazione verso i target indicati dalle banche centrali, dovrebbe consentire una minor tensione sui tassi, favorendo la domanda di energia. Il dollaro americano dovrebbe indebolirsi ulteriormente per la riduzione dei differenziali dei tassi di interesse. La richiesta di carburanti (specie per aerei) dalla Cina, e in generale da tutto il continente asiatico, resta un elemento fondamentale di tensione rialzista sulle quotazioni del greggio. Ovviamente, un contesto macroeconomico meno favorevole con crescita più asfittica in Cina implicherebbe una revisione ribassista delle stime di domanda globale di petrolio e raffinati. Sul fronte dell'offerta, sono l'evoluzione dei rischi geopolitici e le scelte strategiche dei principali produttori a rendere incerto il quadro. Gli Stati Uniti sono preoccupati dalla variazione delle riserve strategiche e dalla difficoltà nel ripristinarle. La Russia minaccia ulteriori tagli volontari alla propria produzione, come ritorsioni verso le sanzioni comminate, creando tensione sui mercati. L'Arabia Saudita e l'OPEC appaiono determinate a sostenere la stabilità dei prezzi (alti) e il contenimento della produzione commercializzata. Le stime di consenso convergono nell'indicare una crescita dell'offerta mondiale superiore alla domanda per il 2023 e per il 2024 ma derivante soprattutto dai produttori "non OPEC+", mentre l'offerta dalla Russia potrebbe registrare un'ulteriore diminuzione. Le tensioni interne al Cartello fra Arabia Saudita ed Emirati e il difficile equilibrio fra l'OPEC e la Russia rischiano di portare al mantenimento del target di produzione attuale, lasciando però aperta la discussione sulla reale efficacia dell'azione dell'OPEC+ e su quanto questa influenzi realmente il mercato petrolifero.

Gas naturale: il sistema europeo ha retto durante questo inverno ma la sfida sulle forniture resta aperta. Il prezzo del gas naturale europeo prosegue imperterrito la sua discesa, ormai al -90% dai massimi di agosto, spinto da una serie di fattori favorevoli: robusti flussi di gas e LNG; minori consumi interni; un inverno straordinariamente mite, che ha limitato la domanda per riscaldamento; grossi volumi di energia elettrica prodotta da nucleare e carbone. Le scorte europee di gas sono mediamente intorno al 56% della capienza massima (al 26 marzo 2023), un valore al di sopra della media stagionale degli scorsi anni, dopo i regolari consumi durante la stagione fredda che non hanno registrato particolari picchi inattesi. Lo scenario resta comunque sfidante: il sistema energetico europeo dovrà ora rifornire i serbatoi senza far conto del metano russo, come invece era avvenuto lo scorso anno. Riteniamo probabile che questa estate i volumi di gas da rifornire siano inferiori alla media, grazie ai livelli record raggiunti dalle scorte a fine inverno e alle minori pressioni politiche sul riempimento "ad ogni costo", verificatesi invece la scorsa estate. Permane un cauto ottimismo sulla capacità del sistema di rimpinguare le scorte; le simulazioni effettuate segnalano come, in condizioni medie o favorevoli, l'Europa potrebbe riempire gli stoccaggi al 100%, in vista di fine anno. Di contro, in condizioni molto sfavorevoli, il livello di riempimento rischierebbe di attestarsi a malapena all'80%, un livello già visto all'incirca nel 2021, quando le riserve ammontarono solo al 77%. In aggiunta, il comparto della generazione di elettricità, anche in vista del condizionamento degli ambienti legato alla stagione stiva, rimarrà fortemente dipendente dal gas naturale e dovrà fronteggiare i probabili ammanchi di generazione alternativa derivanti dal nucleare e dall'idroelettrico. L'incertezza dei flussi via gasdotto (Russia e altri fornitori) e sui flussi di LNG, il gas naturale liquefatto (meteo, contratti, tempistiche di consegna), e l'inevitabile concorrenza dei consumatori di gas dall'Asia restano i fattori che premeranno al rialzo sui prezzi. Pertanto, lo scenario fondamentale del mercato europeo del gas prevede una robusta fornitura nel breve termine, ma anche un'intensificazione delle tensioni in estate (per il riempimento degli stoccaggi) e in inverno (per l'inevitabile aumento della domanda per riscaldamento). Questo scenario si trasforma in una previsione sui prezzi in potenziale ribasso nel breve termine e in una maggior pressione rialzista a medio-lungo termine.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 28.02.2023

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

	Media 2000-18	2019	2020	2021	Stime 2022	Stime 2023
Algeria	...	106,3	89,7	111,7	169,2	149,2
Azerbaijan	52,1	42,8	66,5	58,1	46,7	35,7
Bahrain	81,8	98,9	120,7	131,9	127,6	124,1
Iran	80,9	166,6	548,1	236,6	291,5	372,6
Iraq	...	52,3	55,2	54,2	60,7	60,6
Kazakistan	...	68,2	157,1	153,9	135,8	118,2
Kuwait	...	57,6	80,1	67,7	56,7	57,8
Libia	73,1	36,0	141,7	52,2	69,7	54,1
Oman	...	64,7	86,4	76,7	70,9	75,1
Qatar	44,8	50,5	50,5	49,0	48,1	49,9
Arabia Saudita	...	81,8	76,3	84,6	73,3	66,8
Turkmenistan	...	37,6	40,5	32,6	37,3	37,0
Emirati Arabi Uniti	49,8	62,5	61,4	61,3	63,9	65,8

Fonte: FMI Outlook, ottobre 2022, elaborazioni Intesa Sanpaolo

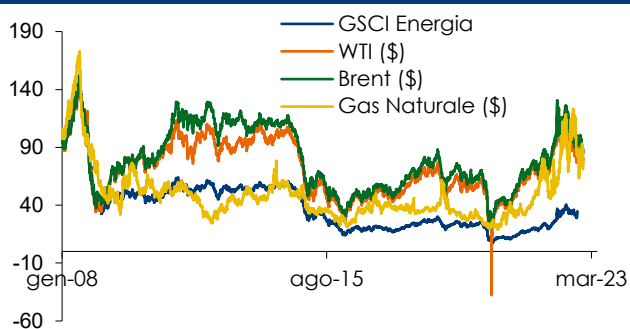
OPEC: domanda di petrolio solida nel 2023 e scorte globali in marginale accumulo. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di marzo, l'Organizzazione dei paesi produttori prevede che la domanda mondiale possa passare da una media di 99,6 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (+2,5 mb/g a/a, invariata rispetto a febbraio) a una media di 101,9 mb/g nel 2023 (+2,3 mb/g a/a, anch'essa invariata). L'offerta non-OPEC dovrebbe crescere da 65,8 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, rivista al rialzo da 65,6 mb/g del mese scorso) a 67,2 mb/g nel 2023 (+1,4 mb/g a/a, rivista al rialzo da 67,0 mb/g lo scorso mese). Pertanto, la "call on OPEC crude", ovvero l'offerta necessaria per bilanciare i mercati, è stimata in crescita da 28,4 mb/g nel 2022 (+0,5 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 28,6 mb/g del mese scorso) a 29,3 mb/g nel 2023 (+0,8 mb/g a/a, rivista al ribasso da 29,4 mb/g del mese scorso). La produzione OPEC totale di febbraio è stata di 28,9 mb/g. A gennaio 2023 le scorte di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE sono cresciute di circa 35 mb a 2,802 mb, corrispondenti a circa 60,8 giorni di forniture in caso di blocco dei flussi.

EIA: surplus di offerta e dinamica dei consumi petroliferi in aumento ma senza accelerazione.

Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di marzo, a cura della Energy Information Administration (EIA) statunitense, si prevede che, dopo un surplus di 0,5 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,6 mb/g, pubblicata a febbraio), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,6 mb/g nel 2023 (invariato rispetto al mese scorso) e di circa 0,3 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso da una precedente stima di un avanzo di 0,4 mb/g). Il surplus di offerta, secondo l'EIA, dovrebbe verificarsi strutturalmente ogni trimestre di quest'anno: uno scenario ottimistico, che significherebbe una crescita costante (oltre la media a 5 anni) di riserve e prodotti petroliferi nell'area dell'OCSE. Il consumo globale di petrolio dovrebbe aumentare da 99,4 mb/g nel 2022 (invariato rispetto alle previsioni del mese scorso) a 100,9 mb/g nel 2023 (+1,5 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 100,5 mb/g del mese scorso) e a 102,7 mb/g nel 2024 (+1,8 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 102,3 mb/g del mese scorso). L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,7 mb/g nel 2022 (rivisto al ribasso da 65,8 mb/g del mese scorso) a 67,4 mb/g nel 2023 (+1,7 mb/g a/a, rivista al rialzo da 67,0 mb/g il mese scorso) e a 68,3 mb/g nel 2024 (+0,8 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 67,9 mb/g del mese scorso). La produzione statunitense di greggio dovrebbe aumentare da 11,9 mb/g nel 2022 (invariata) a 12,4 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 12,5 mb/g) e a 12,6 mb/g nel 2024 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 12,7 mb/g del mese scorso). L'offerta di greggio OPEC è vista mediamente a 28,7 mb/g nel 2022 (invariata) e 28,6 mb/g nel 2023 (-0,0 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 28,7 mb/g del mese scorso), ma potrebbe espandersi a 29,3 mb/g nel 2023 (+0,7 mb/g a/a, invariato rispetto al mese scorso). Si stima che la capacità produttiva in eccesso dell'OPEC (o capacità inutilizzata) aumenti da una media di 2,4 mb/g nel 2022 a una media di 3,2 mb/g nel 2023 (+0,8 mb/g a/a) per poi diminuire modestamente a 3,1 mb/g nel 2024 (-0,1 mb/g a/a).

IEA: ancora una revisione rialzista per la domanda di petrolio, in scia ai consumi dall'Asia. Nel suo Oil Market Report (OMR) di marzo, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) stima che la domanda globale debba crescere dai 100,0 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (invariato dalle stime di febbraio) a 102,0 mb/g nel 2023 (+2,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 101,9 mb/g del mese scorso). Un livello che rappresenterebbe il nuovo record storico per i consumi mondiali. La maggior parte dell'aumento della domanda arriverà dalla regione Asia-Pacifico (+1,6 mb/g) e circa la metà dell'aumento annuale globale è spiegata dalla riapertura della Cina, dopo l'abolizione delle restrizioni sanitarie. Il carburante per aerei dovrebbe rappresentare la principale fonte di crescita della domanda: dovrebbe infatti espandersi di +1,1 mb/g a/a a 7,2 mb/g. L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da 65,7 mb/g nel 2022 (invariata rispetto alle stime di febbraio) a 66,9 mb/g nel 2023 (+1,2 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 66,6 mb/g del mese scorso). Considerando anche i paesi OPEC, la crescita annuale dell'offerta mondiale di petrolio è +1,2 mb/g. Nel 2023 gli Stati Uniti dovrebbero rappresentare il principale artefice della crescita dell'offerta, mentre le forniture OPEC+ dovrebbero calare a causa delle riduzioni produttive in Russia. La "call on OPEC crude", ovvero la quantità di greggio necessaria ad equilibrare il mercato, è stimata in crescita dai 29,0 mb/g del 2022 (rivisti al rialzo dai 28,9 mb/g delle stime di febbraio) a 29,7 mb/g nel 2023 (+0,7 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 29,9 mb/g di febbraio).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	544,7	-9,6	-5,4	-14,5	-10,8
WTI (\$)	72,8	-7,8	-11,4	-31,3	-9,3
Brent (\$)	78,1	-6,2	-12,5	-30,5	-9,1
Gas Naturale (\$)	2,1	-55,7	-69,6	-62,1	-53,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: ribadiamo la previsione di prezzi ancora medio-alti per il petrolio e uno scenario differenziato per il gas. Resta immutata l'idea di fondo che il mercato energetico possa restare ancora sotto pressione, nonostante le turbolenze sui prezzi generate dalle tensioni sui mercati finanziari, seguite ai timori sul settore bancario. Il nostro quadro previsivo stima prezzi comunque alti per il petrolio e una bassa pressione sul gas nel breve e maggiore nella seconda parte del 2023. Anche i prezzi dell'energia elettrica dovrebbero rimanere elevati, restando strettamente correlati a quelli del gas naturale, subendo inoltre qualche ulteriore aggravio dovuto alle normative sulle emissioni di anidride carbonica che penalizzano i combustibili fossili inquinanti impiegati nella generazione di elettricità. Le quotazioni petrolifere potrebbero recuperare parte del terreno perso in queste ultime settimane di tensione già entro fine anno, in scia alla ripresa della domanda. L'accelerazione nei consumi è collocata proprio nell'ultima parte del 2023, mentre l'offerta resterà limitata dalle scelte dei produttori. Queste considerazioni sostengono il nostro profilo di previsione rialzista per i prezzi del gas e del petrolio e rafforzano il nostro outlook Moderatamente Positivo per tutto il comparto dell'Energia.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.03.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	72,8	79,4	80,8	84,0	82,1	81,8
Brent (\$)	78,1	85,0	87,5	90,0	87,1	88,1
Gas Naturale (\$)	2,1	3,5	3,5	4,1	3,6	3,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.03.23	2023	2023	2023	2023	2024
WTI (\$)	72,8	82,0	81,0	79,0	80,3	77,0
Brent (\$)	78,1	88,0	84,0	86,0	86,0	82,0
Gas Naturale (\$)	2,1	2,8	3,0	3,2	3,0	3,4
ITF (€/MWh)	41,5	47,0	87,0	80,0	52,5	48,0

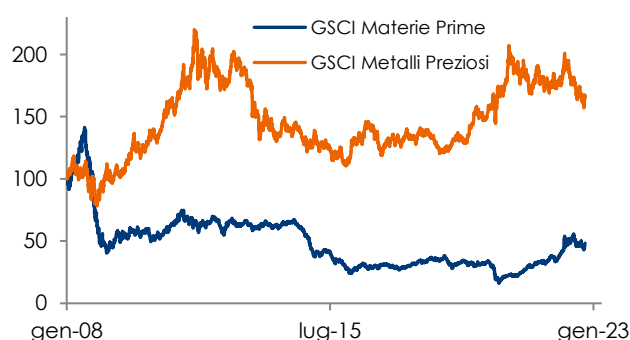
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: attenzione alle prossime mosse delle banche centrali

Il recupero dei Preziosi è stato alimentato dalle tensioni sui mercati: l'attenzione si sposta ora sulle future mosse delle banche centrali. Il rialzo dei Preziosi nelle ultime settimane è stato generato dai crescenti timori sulla solidità del settore finanziario statunitense e sui possibili effetti anche su quello europeo. Una situazione che (oltre ad accrescere l'avversione al rischio sui mercati, alimentando la ricerca di asset rifugio) ha provocato anche un deciso cambio di aspettative di mercato circa le prossime mosse sui tassi delle principali banche centrali. Si complica infatti lo scenario futuro, con le decisioni di politica monetaria che appaiono influenzate da diversi elementi: le pressioni inflazionistiche faticano a diminuire e la crescita economica appare resiliente rispetto alle attese di contrazione formulate a fine 2022, mentre l'elemento nuovo è ora l'instabilità del settore finanziario. Quest'ultimo fattore è diventato il principale elemento di attenzione per Fed e BCE, dopo il fallimento di Silicon Valley Bank (SVB) e la crisi che ha portato al discusso salvataggio di Credit Suisse. Nonostante le criticità emerse sul sistema bancario, legate al veloce rincaro del costo del denaro (i.e.: rialzo dei tassi) che ha portato allo scontato deprezzamento dei titoli di stato (statunitensi ed europei) detenuti nei portafogli degli istituti di credito, le tensioni sui prezzi hanno costretto Fed e BCE a mantenere l'orientamento restrittivo. La Banca Centrale Europea ha alzato i tassi di 50pb nella riunione di marzo, come annunciato in precedenza, e la Federal Reserve di 25pb, come atteso dal mercato, interrompendo il marginale deprezzamento del dollaro, tornato ad essere preferito, insieme all'oro, come asset difensivo. Sul fronte dei Metalli preziosi con natura maggiormente industriale, non cambia la nostra idea di fondo ma aumenta la cautela: le prospettive di recupero delle quotazioni restano confermate a patto che lo scenario macroeconomico non si complichino e il processo di transizione ecologica prosegua, alimentando la futura domanda di questi metalli.

Il quadro dei fondamentali dell'oro e il ruolo delle riserve delle banche centrali. Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 2022 si è registrata la più forte domanda di oro da oltre dieci anni. Nel 4° trimestre 2022 gli acquisti netti nel settore ufficiale sono aumentati per il nono trimestre consecutivo grazie agli acquisti record effettuati dalle banche centrali e all'aumento della domanda per investimenti, mentre i deflussi dagli ETF aventi oro fisico come sottostante hanno continuato ad aumentare. I prezzi in rialzo delle ultime settimane non hanno scoraggiato la domanda di oro nel mercato all'ingrosso cinese, prolungando così la sequenza ininterrotta di rialzi mensili (oltre 6 mesi) negli acquisti del primo paese consumatore del metallo prezioso. Al contrario, il secondo consumatore, l'India, ha invece assistito a un brusco calo degli acquisti da parte delle famiglie (si stima intorno al 40% a/a) che ha penalizzato la domanda di gioielleria in vista dell'Akshaya Tritiya, festività del calendario indù tradizionalmente caratterizzata da questo tipo di regali. Per quanto riguarda la domanda delle banche centrali, i dati ufficiali dicono che la Banca Popolare Cinese (PBoC) ha incrementato di 62 tonnellate le sue riserve auree nel 2022, mentre la Reserve Bank of India (RBI) ha acquistato 33 tonnellate. Ma mentre la PBoC ha continuato ad acquistare oro anche in questi primi mesi del 2023 (le stime parlano di oltre 40 tonnellate tra gennaio e febbraio), per un totale di 2.050 tonnellate, la RBI ha fermato gli acquisti, mantenendo le sue riserve di oro a 787 tonnellate (dato di fine 2022). Sorprende il dato sulle riserve auree della Russia: la banca centrale ha acquistato circa 28 tonnellate d'oro dall'inizio dell'invasione dell'Ucraina a oggi. A marzo 2023, la banca centrale russa detiene 2.098 tonnellate di oro, per un controvalore di 135,6 miliardi di dollari: una situazione paradossale visto che, teoricamente, Mosca avrebbe dovuto vendere parte delle sue riserve, per coprire il crescente deficit di bilancio generato dalle sanzioni imposte alla Russia.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

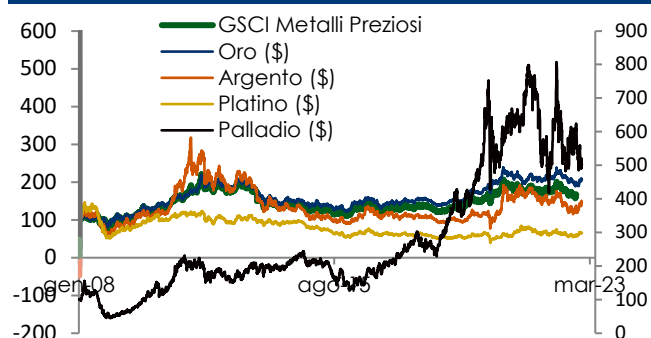
	Valore 27.03.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.255,3	-6,9	43,0	25,4
GSCI Met. preziosi	2.205,8	6,2	9,5	39,2
Oro (\$)	1.955,9	7,0	12,9	47,3
Argento (\$)	23,0	-4,1	-8,2	41,1
Platino (\$)	976,6	-9,1	-17,8	4,4
Palladio (\$)	1.411,3	-21,3	-47,3	45,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Lo scenario 2023 si complica mentre le tensioni sul settore bancario hanno spinto le quotazioni degli asset difensivi, premiando oro e argento.

Si complicano ulteriormente le prospettive sullo scenario 2023 per i Preziosi: i principali driver delle quotazioni di oro e argento sono le aspettative sulle politiche monetarie dei principali istituti centrali, con un occhio di riguardo in particolare al futuro andamento dei tassi di interesse statunitensi e alla relativa forza del dollaro. Le tensioni delle ultime settimane, scaturite dai timori sul sistema bancario, hanno ampliato l'avversione al rischio sui mercati investendo pienamente oro e argento (una situazione che in altre occasioni di tensione non si era invece verificata), che sono tornati ad esercitare un buon appeal come bene rifugio nei confronti degli investitori, e controbilanciando la correlazione negativa col dollaro (una dinamica che aveva dominato i Preziosi negli ultimi mesi). La quotazione dell'**oro** ha nuovamente superato 2.000 dollari l'oncia nel pieno delle tensioni sul sistema bancario USA, contrastando la correlazione inversa col dollaro e tornando ad esprimere la natura di asset class difensiva. Abbiamo più volte sottolineato come, paradossalmente, quando l'inflazione è cresciuta il valore dell'oro è rimasto pressoché invariato; ha invece reagito subito ai timori sul sistema creditizio americano, intercettando l'avversione al rischio degli investitori. Il quadro resta però complicato: solo l'aumento dell'instabilità finanziaria globale potrà mantenere, nel breve termine, i prezzi dell'oro su livelli alti e sopra la soglia dei 2.000 dollari l'oncia; viceversa, un rientro dell'avversione al rischio porterà a uno storno delle quotazioni. Nel medio termine invece è probabile che il rafforzamento del dollaro torni a far valere il proprio effetto, finendo per frenare il trend rialzista del metallo giallo. Di conseguenza, l'oro potrebbe tornare a indebolirsi se i timori sul settore bancario dovessero allentarsi e le banche centrali dovessero proseguire nelle proprie politiche monetarie restrittive, con l'obiettivo di controllare l'inflazione. Il rialzo dell'**argento**, come sempre, si è rivelato minore di quello dell'oro, a conferma della solita dinamica che lega i due metalli ma che ne amplifica (in positivo e in negativo) i movimenti. Pur con maggior cautela, confermiamo lo scenario previsivo di lungo termine: la domanda fisica di argento resta vincolata alla richiesta di materiale per usi industriali, a sua volta alimentata dalle aspettative sulla transizione "green". Per questo motivo, crediamo che il profilo di rialzo dei prezzi dell'argento nel medio termine possa restare valido, indipendentemente dall'evolversi della crisi bancaria e dalle conseguenti scelte delle banche centrali. Prospettive di moderato rialzo per **platino** e **palladio**, in scia alle attese di una moderata ripresa della domanda di entrambi i metalli. Confermiamo come, a lungo termine, il platino dovrebbe sovraperformare il palladio, in virtù delle differenti applicazioni nell'ambito della transizione energetica. Viceversa, la richiesta di palladio è destinata a ridursi di pari passo col processo di elettrificazione: i motori ibridi sono quasi totalmente a benzina e i filtri per i fumi di questi propulsori impiegano il platino e non il palladio, utilizzato invece nelle motorizzazioni diesel, destinate a scomparire nel lungo termine.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.205,8	6,8	18,1	-0,5	6,2
Oro (\$)	1.955,9	8,3	17,9	0,9	7,0
Argento (\$)	23,0	-2,8	22,1	-8,3	-4,1
Platino (\$)	976,6	-3,8	12,7	-1,6	-9,1
Palladio (\$)	1.411,3	-20,9	-34,8	-37,3	-21,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo, nonostante le tensioni sui prezzi seguite ai timori sul sistema bancario statunitense e globale.

Dopo la tensione sui prezzi dell'oro, dovuta ai timori sul settore bancario, la reazione delle banche centrali (ancora restrittiva) e il recupero del dollaro statunitense rischiano di frenare sul nascere il trend di recupero dei Preziosi. Le quotazioni dovrebbero rimanere volatili in vista delle future mosse delle banche centrali e in base all'evolversi della crisi. Lo scenario di crescita economica (auspicato rallentamento dell'inflazione e contenuti rischi finanziari) dovrebbe favorire lo storno delle quotazioni dell'oro, mentre quelle dell'argento dovrebbero consolidare e quelle di platino e palladio mantenere un profilo rialzista. L'unico scenario che vedrebbe un ritorno della tensione sull'oro è rappresentato dall'inasprimento della crisi bancaria: un'ipotesi che finirebbe per deteriorare in maniera significativa la crescita economica, costringendo le principali banche centrali (Fed in primis) a invertire le proprie politiche sui tassi, tornando espansive, col rischio di interrompere il contrasto all'inflazione. Alla luce di queste considerazioni, cambiamo il nostro outlook in Neutrale da Moderatamente Positivo per il comparto. Il probabile storno dell'oro difficilmente verrà compensato dalle prospettive che riguardano i Preziosi con natura più industriale: ci attendiamo una ripresa della domanda di platino e palladio nel 2023, sempre in scia alle prospettive di transizione "green".

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.955,9	1.837,0	1.875,0	1.912,5	1.862,5	1.844,0
Argento (\$)	23,0	22,3	23,0	23,0	22,4	23,5
Platino (\$)	976,6	1.000,0	1.025,0	1.072,5	1.008,0	1.107,5
Palladio (\$)	1.411,3	1.825,0	1.822,5	1.800,0	1.812,5	1.700,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.955,9	1.890	1.880	1.870	1.880	1.830
Argento (\$)	23,0	22,5	22,7	23,0	22,3	23,5
Platino (\$)	976,6	1.000	1.000	1.020	1.000	1.080
Palladio (\$)	1.411,3	1.500	1.550	1.650	1.550	1.700

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: tra timori sulla domanda e scarsi investimenti futuri

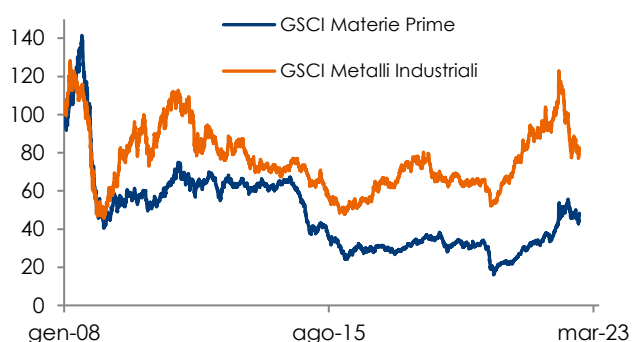
La debolezza di breve rischia di protrarsi mentre non cambia lo scenario di probabile recupero nel medio-lungo periodo.

Prosegue la volatilità sul comparto dei metalli; a preoccupare gli investitori nel breve termine sono i dati macroeconomici provenienti da Cina ed India. L'inizio del 2023 è stato caratterizzato da un forte slancio di fiducia nei confronti della domanda di metalli in arrivo dall'India (come fornitore alternativo dei prodotti siderurgici non più acquistabili dalla Russia) ma soprattutto dalla richiesta di metalli in Cina, dopo l'abbandono delle severe norme sanitarie. I dubbi che stanno emergendo sulla forza della crescita in Cina ed India costringono il mercato a rivedere un certo tipo di scenario che, a inizio anno, indicava queste due economie come i motori del recupero del ciclo mondiale, sostenendo le aspettative sulla futura domanda di materie prime e in particolare di energia e metalli. Un minor ottimismo circa l'accelerazione della crescita economica in Cina, dopo il livello di crescita preventivato dal Governo (5% nel 2023, sotto le attese del mercato), si è sommato a livelli delle scorte di metalli ancora elevati, sopra alla media degli ultimi cinque anni, a causa dei lunghi periodi di lockdown e per la volontà di ridurre determinate lavorazioni a forte assorbimento energetico, visti i rincari degli scorsi mesi. Entrambi i fattori hanno finito per amplificare il rallentamento della produzione industriale e i consumi delle materie prime. Anche le stime sul settore immobiliare e delle costruzioni sono in via di revisione: i piani di stimolo annunciati dal governo cinese non paiono così ambiziosi come atteso, abbassando le aspettative sul comparto che più di tutti contribuisce alla domanda di metalli. Pur non negando l'importanza delle riaperture cinesi, pensiamo che questo elemento inciderà sulla domanda di metalli soprattutto nella seconda parte del 2023, a patto che lo scenario globale non subisca ulteriori deterioramenti. Di contro, non cambia invece il nostro scenario di cauto ottimismo sul medio-lungo termine, che ha come driver principale la futura dinamica di domanda e offerta dei metalli, che appare ancora fortemente squilibrata. L'incertezza e tensione sui mercati degli ultimi anni ha scoraggiato gli investimenti: l'offerta e le scorte appaiono particolarmente risicate, dopo anni di mancata nuova produzione, mentre le attese sono per un forte incremento della domanda, stimolata dalla transizione ecologica e dalle infrastrutture necessarie a concretizzarla. D'altra parte, le autorizzazioni per lo sviluppo di nuovi progetti sono decisamente più complesse, soprattutto nei Paesi Emergenti, un aspetto che ci sembra sia stato inizialmente sottovalutato nelle analisi di settore. Il rapido cambio delle normative fiscali ed ambientali nelle principali regioni estrattive (Cile, Perù, Australia) ha fortemente allungato i tempi delle concessioni minerarie. L'aumento dei rischi geopolitici, l'impatto dell'inflazione e il conseguente aumento dei costi di finanziamento creditizio hanno poi contribuito a frenare i nuovi investimenti. Per questo insieme di ragioni, pensiamo che la mancanza di esplorazione di nuovi siti minerari possa essere la principale causa della possibile nuova ondata rialzista sui prezzi, quando la richiesta di forniture inizierà a premere con forza sul mercato.

Cina: delude il target di crescita per il 2023, fissato in calo al 5,0%. Il 5 marzo scorso, il neo-eletto premier Li Keqiang ha annunciato, durante l'annuale Assemblea del Popolo, l'obiettivo sul PIL del governo cinese per l'anno 2023: 5,0%, dopo il 5,5% del 2022. Questo livello rappresenta il valore target più basso in oltre trent'anni (era dagli anni '90 che non veniva fissato sotto al 6,0%). La notizia ha ovviamente colto di sorpresa i mercati che da inizio anno scommettono con forza sul ritorno della domanda cinese, dopo l'annuncio dell'uscita dalla strettissima "zero-Covid policy" e il ritorno alla normalità dell'attività lavorativa. Il PIL cinese nel 2022 è cresciuto appena del 3,0%, ben al di sotto dell'obiettivo inizialmente fissato, a causa dei lunghi blocchi alla produzione. Secondariamente, nella seconda parte del 2022, l'economia della Cina aveva dato prova di un'espansione più robusta del periodo precedente e questo, insieme al rinnovo del mandato di Xi Jinping alla Presidenza, aveva ulteriormente contribuito al clima di generale ottimismo circa la solidità dell'economia del Paese. Nei primi due mesi del 2023, la produzione industriale cinese è cresciuta del 2,4% su base annua, contro il +1,3% di dicembre 2022 ed inferiore alle attese del 2,6%. Meglio invece i consumi domestici: sempre a gennaio e febbraio, le vendite al dettaglio si confermano perfettamente in linea con le attese, al 3,5% su base annua, invertendo il trend in

calo dei tre mesi precedenti. Il mese scorso, il tasso di disoccupazione è cresciuto al 5,6% (la disoccupazione giovanile è però al 18,1%), entrambi in leggero aumento da dicembre. Infine, deludenti i dati su export ed import: le importazioni in calo del 10,2%, contro una stima di -5,5%, mentre le esportazioni registrano un -6,8%, leggermente migliore dell'atteso -9,0%. La bilancia commerciale segna così un surplus del valore di 116,88 miliardi di dollari deludendo comunque le attese di mercato. Quello che emerge dal quadro economico di questo primo trimestre, in Cina, è certamente un ritorno alla normalità di tutte le componenti del ciclo economico; quello che invece delude è l'entità, la dimensione e la forza di questo recupero, decisamente sotto le attese di mercato. Questa situazione rischia di incidere sulle aspettative di domanda di materie prime da parte del primo consumatore al mondo, riducendo l'ottimismo sulle commodity scaturito dalla fine delle restrizioni anti-Covid.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.03.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.255,3	-6,9	43,0	25,4
GSCI Industriali	1.673,7	-0,1	7,1	24,3
Rame (\$)	8.964,0	7,1	0,0	34,5
Alluminio (\$)	2.363,5	-0,6	2,9	16,6
Zinco (\$)	2.944,0	-2,0	4,5	-10,8
Nickel (\$)	23.843,0	-20,7	45,5	81,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: prezzi in consolidamento ma ruolo centrale anche nel 2023. Con l'inizio del conflitto in Ucraina gli investitori hanno temuto che la crisi energetica e la corrispondente risalita dei prezzi di gas e petrolio avrebbero impattato negativamente sulla domanda di tutti i metalli, e in particolare del rame, un metallo non solo centrale in molti processi manifatturieri ma da tempo diventato anche un indicatore della tranquillità (o meno) dello scenario economico mondiale. Le aspettative di ripresa economica in Cina, dovute alla riapertura dopo i blocchi sanitari ad inizio anno, hanno spinto al rialzo i prezzi del rame. Un trend che dovrebbe rallentare nel breve per poi riprendere nell'ultima parte dell'anno. Secondo le stime di mercato, le scorte di rame globali (ed ufficiali) rischiano di esaurirsi entro il 3° trimestre di quest'anno, se la domanda cinese dovesse, al minimo, mantenere l'attuale dimensione. La richiesta cinese di rame è cresciuta, a febbraio, del 13% a/a e questo non fa che alimentare le attese di veloce squilibrio tra domanda ed offerta. I prezzi del rame sembrerebbero non riflettere pienamente le aspettative del mercato sul deficit di offerta da mancati investimenti e sulla pressione che la transizione green eserciterà dal lato della domanda. Quando questo gap verrà metabolizzato dalle quotazioni, è probabile che assisteremo a un'ulteriore crescita delle stesse, più nel medio-lungo periodo e probabilmente protratta per più trimestri consecutivi, vista la sempre maggior difficoltà ad avviare nuovi progetti minerari.

Alluminio: domanda dalla Cina e dazi alla Russia i temi chiave. Per l'alluminio il 2022 è stato un anno contraddistinto da una riduzione dei consumi, sia in Cina (soprattutto nel 1° semestre) sia in Europa, mentre questo inizio di 2023 è stato caratterizzato da forti aspettative circa il ritorno della domanda proprio del gigante asiatico, dopo l'eliminazione delle rigide norme anti-Covid. I nuovi dazi sull'alluminio proveniente dalla Russia hanno parzialmente rilanciato le quotazioni, aumentando anche la volatilità. Il metallo dovrebbe essere ancora sostenuto da costi di produzione che restano elevati, poiché i prezzi dell'energia restano imprevedibili e ancora ampiamente superiori ai livelli pre-crisi; sanzioni statunitensi sulle forniture russe e accelerazione della domanda mondiale completano il quadro, consentendoci di confermare un profilo rialzista per i prezzi dell'alluminio. La misura contro il metallo di origine russa rischia di creare forti squilibri

sui mercati globali e premere al rialzo sui prezzi, perché costringerà gli Stati Uniti a mettersi in concorrenza con gli acquirenti europei, rendendo ancor più critico l'approvvigionamento di alluminio a livello globale.

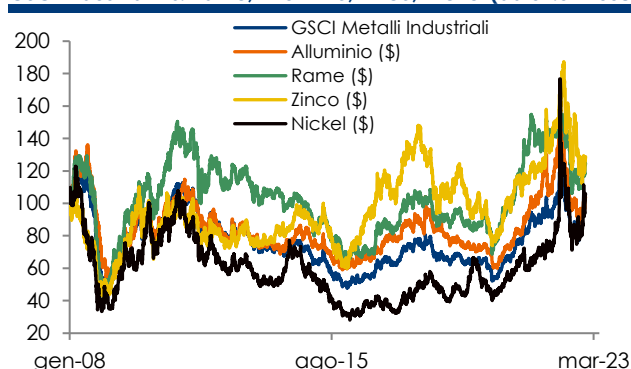
Zinco: minori costi produttivi e una domanda cinese meno forte delle attese freneranno i prezzi ma solo nel breve termine.

Se il 50% della capacità produttiva europea di metalli di base, in primis alluminio e zinco, è andata persa a causa del rincaro dei costi energetici che ne ha reso antieconomica la produzione, il calo del costo del metano sembra ora un elemento che frenerà ulteriormente la corsa dei prezzi dello zinco. Il processo siderurgico alla base della lavorazione dello zinco è fra i più energivori: il prezzo del gas (e conseguentemente della corrente), dopo aver superato i 340 euro al megawattora a fine agosto 2022 in Europa, ha iniziato a scendere, aggiornando costantemente i minimi e tornando a livelli di molto antecedenti lo scoppio del conflitto. In aggiunta, il 15 febbraio è entrato in vigore il tetto al prezzo del gas a 180 euro al megawattora imposto dall'Unione Europea e questo ha ulteriormente frenato i costi del gas. Per questa ragione, sta emergendo uno scenario di consenso che vede un rallentamento delle quotazioni dello zinco, in scia al fortissimo calo del prezzo del metano. A questo si aggiungono le aspettative al rialzo sull'offerta del metallo dovute al ritorno della siderurgia cinese, che completano il quadro di debolezza di breve. In prospettiva, però, gli sforzi globali per la decarbonizzazione metteranno a dura prova l'offerta mondiale di tutti metalli coinvolti nel processo di elettrificazione dei trasporti, fra cui anche lo zinco, mantenendo viva l'attesa di pressione rialzista nel medio-lungo termine.

Nickel: tensioni nel breve a causa dei dubbi sulle consegne.

Nel breve permane una certa volatilità sui prezzi del nickel. Nel 2023 la richiesta di nickel dovrebbe crescere del 5,3% rispetto al 2022 e nel 2024 dovrebbe salire del 4,2% grazie a una solida domanda nel settore delle batterie. I rischi geopolitici rimangono rilevanti; le possibili sanzioni all'export di nichel russo (vista l'importanza di quelle forniture), il rincaro del costo dell'energia e le politiche protezionistiche nel Sud-est asiatico restano fattori di supporto. La vicenda di cronaca che ha visto coinvolta Trafigura, uno dei principali trader globali di commodity, che ha registrato una svalutazione di 577 milioni di dollari dopo aver scoperto l'assenza di nickel "fisico" nei carichi acquistati nell'ambito di alcuni contratti, ha contribuito ad alimentare il nervosismo sul mercato della materia prima. Non cambia invece la previsione sull'aumento della domanda globale di nickel di lungo termine: il mercato stima che la richiesta potrebbe salire di oltre il 40% entro il 2030, a causa dell'ampio utilizzo nelle batterie dei veicoli elettrici. Gli alti prezzi degli ultimi anni hanno favorito gli investimenti e l'efficientamento del comparto è migliore, rispetto ad altri metalli, ma questo non elimina i timori che questo possa non essere sufficiente a fronteggiare la pressione che arriverà dalla transizione "green".

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.673,7	-0,5	15,5	-22,4	-0,1
Rame (\$)	8.964,0	6,2	20,8	-13,3	7,1
Alluminio (\$)	2.363,5	-0,7	11,3	-34,6	-0,6
Zinco (\$)	2.944,0	-2,7	2,6	-28,2	-2,0
Nickel (\$)	23.843,0	-21,6	9,3	-27,1	-20,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Confermiamo l'outlook Neutrale nel breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo termine.

Nonostante i timori per l'effettivo apporto, nel breve termine, che daranno l'economia di Cina

ed India alla domanda di metalli, ribadiamo il nostro scenario rimarcando la distinzione fra la cautela di breve e una maggior fiducia nel medio-lungo termine. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina resta un fattore che dovrebbe favorire il recupero della domanda di metalli anche se è probabile che questi effetti si manifestino con maggior vigore nella seconda parte dell'anno. Permane la preoccupazione per le future politiche monetarie attuate dalle principali banche centrali: se il rincaro del costo del denaro continuasse o rimanesse per lungo tempo su alti livelli, i costi di finanziamento creditizio per nuovi impianti, siti estrattivi o investimenti infrastrutturali diverrebbero un elemento fortemente negativo. I dubbi circa le future mosse sui tassi di interesse statunitensi, tolto lo storno delle ultime settimane, hanno consolidato il rafforzamento del dollaro: un altro aspetto negativo per i prezzi dei metalli e, in generale, per tutte le materie prime. La complessità del quadro sui metalli, nel breve periodo, impedisce una maggior fiducia, facendoci restare cauti per questa prima parte dell'anno. Al contrario, confermiamo un maggior ottimismo nel lungo periodo: la domanda di Metalli industriali dovrebbe tornare a crescere, trainata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. L'elemento chiave sarà l'erosione delle scorte e la scarsità dell'offerta, derivante dai ridotti investimenti effettuati negli ultimi anni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.964,0	8.663	8.500	8.550	8.500	9.050
Alluminio (\$)	2.363,5	2.418	2.500	2.513	2.474	2.700
Zinco (\$)	2.944,0	3.050	3.004	3.100	3.047	3.008
Nickel (\$)	23.843,0	24.868	23.775	23.430	24.843	24.331

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.964,0	8.800	9.000	9.200	9.000	9.400
Alluminio (\$)	2.363,5	2.300	2.450	2.550	2.425	2.700
Zinco (\$)	2.944,0	2.900	3.000	3.100	3.025	3.300
Nickel (\$)	23.843,0	23.000	24.000	24.500	24.500	25.300

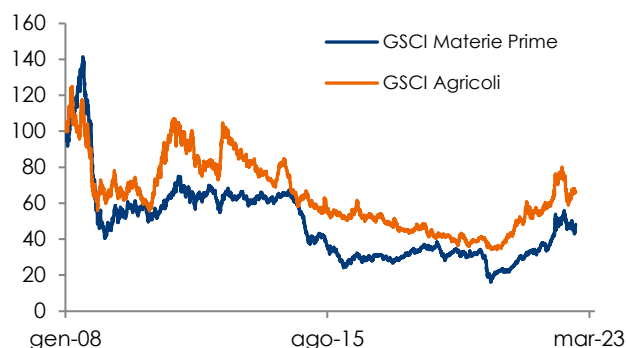
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: meteo e costi produttivi ancora al centro dell'attenzione

I fattori climatici e il rincaro dei fattori produttivi continuano ad essere gli elementi chiave del comparto mentre rassicura l'estensione dell'accordo sul grano.

La novità più recente, nello scenario degli Agricoli, è che Ucraina e Russia hanno prorogato per la seconda volta dall'inizio della guerra l'accordo (mediato da Turchia e Nazioni Unite) che garantisce le esportazioni di cereali in uscita dal Mar Nero (Black Sea Grain Initiative), ma né Onu né Turchia hanno confermato l'effettiva durata della proroga. Inizialmente il meccanismo automatico prevedeva un'estensione di 120 giorni ma la Russia ha chiesto che la nuova scadenza si limitasse solo a 60 giorni (18 maggio 2023). La Russia lamenta la difficoltà di commercializzazione, in particolare, di tutti quei prodotti chimici di compendio al settore agricolo, nonostante l'intesa ne preveda la libera circolazione. Mentre i fertilizzanti e i pesticidi sembrerebbero bloccati, la Russia ha esportato enormi quantità di grano: dopo un raccolto record si stima che l'export russo di frumento, nei mesi di dicembre/gennaio/febbraio, sia salito del 24% rispetto allo stesso periodo temporale della stagione precedente. Per il resto, l'analisi sul comparto resta sostanzialmente invariata rispetto al mese scorso. Il clima rimane un fattore determinante per le materie prime agricole nel 2023, con l'avvio della cosiddetta fase transitoria fra i fenomeni de El Niño e de La Niña: il timore è che possano ripetersi i fenomeni climatici estremi che hanno danneggiato i raccolti in Sud America e Australia lo scorso anno. Di nuovo, non cala la tensione sui fattori produttivi, che restano caratterizzati da forti rincari. Carburanti, fertilizzanti e pesticidi hanno ridotto solo marginalmente i prezzi e questo continuerà a pesare negativamente sui costi di produzione, mentre il marginale indebolimento del petrolio dovrebbe smussare il peso della competizione tra l'uso dei prodotti agricoli come derrata alimentare o per la produzione di carburante. Sullo sfondo resta la crescente domanda di combustibili "green", dovuta all'inasprimento delle normative sull'utilizzo dei carburanti di origine fossile, soprattutto in Europa, un elemento che continuerà a premere su soia, mais e molti oli vegetali.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



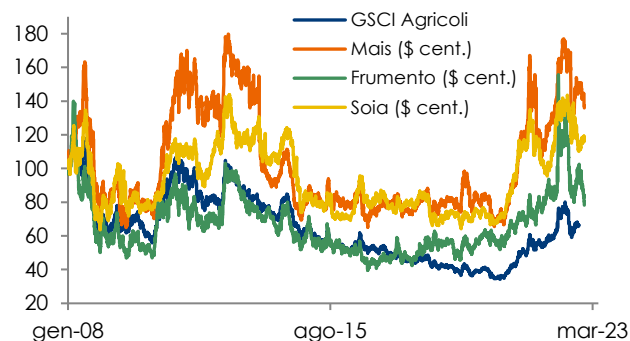
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.03.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.255,3	-6,9	43,0	25,4
GSCI Agricoli	544,3	-2,7	29,8	41,8
Mais (\$ cent.)	648,3	-4,5	17,3	73,6
Frumento (\$ cent.)	698,0	-11,9	13,8	56,7
Soia (\$ cent.)	1.442,3	-5,1	3,0	41,7
Cotone (\$ cent.)	79,5	-4,6	-1,1	-1,5
Cacao	2.902,0	11,6	18,1	11,7
Zucchero	20,9	4,4	37,8	71,4
Caffè (arabica)	176,9	5,7	37,7	50,2
Caffè (robusta)	2.163,0	15,7	54,6	21,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	544,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Mais (\$ cent.)	648,3	-5,1	-3,3	-13,4	-4,5
Frumento (\$ cent.)	698,0	-11,1	-22,7	-34,0	-11,9
Soia (\$ cent.)	1.442,3	-4,3	2,4	-13,3	-5,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

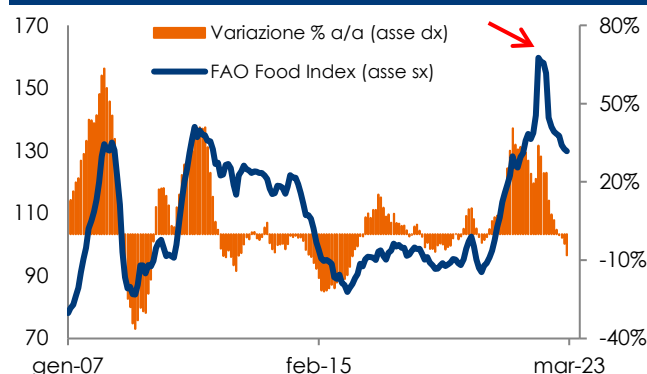
WASDE: revisioni nelle stime globali per mais e soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola negli Stati Uniti e a livello globale. Secondo le stime dell'USDA, nella stagione 2022/23 il mercato del **frumento** potrebbe essere prossimo a un livello di equilibrio, con un leggero surplus (+0,2%) dopo il forte deficit (-12,9%) della stagione precedente. Infatti, la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare dell'1,2% a/a, attestandosi a 788,9 milioni di tonnellate, un nuovo massimo, mentre il consumo mondiale dovrebbe aumentare soltanto dello 0,1% a/a, attestandosi a 793,2 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire dell'1,6% a/a, attestandosi a 267,2 milioni di tonnellate. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 33,7% nel 2022/23 dal 34,2% della stagione 2021/22. Nel 2022/23 la produzione mondiale di **mais** dovrebbe diminuire del 5,6% a/a, attestandosi a 1.147,5 milioni di tonnellate, mentre il consumo globale dovrebbe diminuire del 3,9% a/a, attestandosi a 1.156,8 milioni di tonnellate. Le scorte finali dovrebbero quindi diminuire del 3,0% a/a, attestandosi a 296,5 milioni di tonnellate, mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 25,6% dal 25,4% nella stagione precedente. Il mercato della **soia** dovrebbe tornare a registrare un surplus (+1,1%) nella stagione 2022/23, dopo il deficit della stagione 2021/22 (-1,1%). Tuttavia, tale surplus sarà probabilmente inferiore alle precedenti previsioni, a causa delle forti revisioni al ribasso delle stime di produzione per condizioni meteorologiche avverse, legate soprattutto alla siccità in Sud America. Tuttavia, la produzione mondiale potrebbe aumentare del 4,7% a/a, attestandosi a 375,2 milioni di tonnellate, toccando un nuovo massimo storico. Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 2,4% a/a, raggiungendo 371,1 milioni di tonnellate, anche in questo caso un nuovo massimo storico. Di conseguenza, nella stagione 2022/23 le scorte mondiali dovrebbero aumentare dell'1,0% a/a, attestandosi a 100,0 milioni di tonnellate, uguagliando il picco del 2020/21. Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe diminuire al 26,9% dal 27,3% registrato nella stagione precedente.

FAO: i prezzi dei prodotti alimentari calano anche a febbraio. I prezzi dei prodotti alimentari globali sono scesi dello 0,6% a febbraio rispetto a gennaio e del 18,7% rispetto al picco raggiunto a marzo 2022, segnando l'undicesimo calo mensile consecutivo. La riduzione è da imputare al ribasso degli indici dei prezzi degli oli vegetali e dei latticini. Cereali e carni sono rimasti sostanzialmente stabili, mentre lo zucchero ha avuto un sensibile aumento. L'indice FAO dei prezzi alimentari si attesta così ad una media di 129,8 punti. L'indice relativo ai prezzi dei cereali è rimasto sostanzialmente invariato rispetto a gennaio. I prezzi del grano sono aumentati marginalmente durante il mese, in quanto i timori per le condizioni di siccità negli Stati Uniti e la robusta domanda dall'Australia sono stati controbilanciati da una forte concorrenza tra gli esportatori. I prezzi del riso, tuttavia, sono diminuiti dell'1% rispetto a gennaio, a causa di un rallentamento dell'attività commerciale dei principali esportatori asiatici, le cui valute si sono deprezzate rispetto al dollaro statunitense. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 3,2% a gennaio: le quotazioni degli oli di palma, di soia, semi di girasole e colza sono tutte calate. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è sceso del 2,7% rispetto a gennaio, con prezzi in calo maggiore per burro e latte in polvere. L'indice dei prezzi della carne è rimasto invariato rispetto a gennaio: i prezzi mondiali della carne avicola hanno continuato a diminuire a causa dell'abbondante offerta per l'esportazione, nonostante le epidemie di influenza aviaria in diversi principali paesi produttori, mentre i prezzi internazionali della carne suina sono aumentati, principalmente a causa delle preoccupazioni per le limitate disponibilità di esportazioni in Europa. L'indice dei prezzi dello zucchero è salito del 6,9% rispetto a gennaio, raggiungendo la crescita maggiore degli ultimi 6 anni.

FAO: prime stime per il raccolto della stagione 2023. Nel rapporto sulla domanda e l'offerta di cereali, pubblicato a marzo, la FAO ha alzato le sue previsioni per la produzione mondiale di cereali del 2022: questa risulterà comunque in calo rispetto all'anno precedente, attestandosi a 2.774 milioni di tonnellate (-1,3% rispetto a quella del 2021). La FAO ha iniziato anche a dare qualche preliminare stima per l'anno appena iniziato: le prime indicazioni ipotizzano una possibile

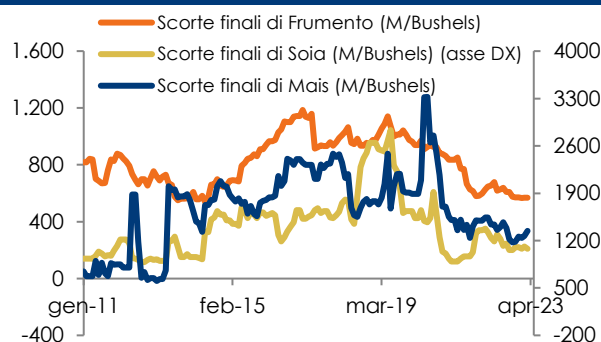
espansione dell'area coltivata a frumento invernale nell'emisfero settentrionale, in particolare negli Stati Uniti, come ovvia conseguenza del rincaro dei prezzi del grano dei mesi scorsi. In particolare, si stima una produzione mondiale di grano nel 2023 pari a 784 milioni di tonnellate (comunque in calo rispetto allo scorso anno). Tuttavia, i costi elevati dei fertilizzanti, dei pesticidi e (al margine) dei carburanti restano fattori che possono influire negativamente sulla redditività dei raccolti. La politica di calmieramento dei prezzi interni potrebbe comportare una piccola riduzione delle coltivazioni di grano in Russia, il più grande esportatore mondiale, mentre le conseguenze derivanti dal conflitto sul territorio ucraino ridurranno le colture di grano del 40% rispetto al periodo 2017-2022 (da una produzione media ucraina di 34 milioni di tonnellate sembra stimata a 21 milioni per il 2023). Nei paesi dell'emisfero meridionale, la maggior parte della semina di cereali secondari del 2023 è terminata. Il Brasile potrebbe registrare il record dei terreni destinati al mais, mentre in Argentina si prevede un drastico calo della produzione e della quota destinata all'export, per via dei bassi livelli di umidità del terreno. Dal lato dei consumi mondiali, l'utilizzo di cereali nel 2022/23 diminuirà dello 0,6% rispetto alla stagione precedente, per un ammontare di 2.780 milioni di tonnellate, in gran parte a causa di una prevista contrazione nell'uso di tutti i principali cereali secondari. Le scorte mondiali di cereali sono viste a 844 milioni di tonnellate alla fine della stagione 2023 (-1,2% rispetto ai livelli di apertura) portando il rapporto riserve/consumo mondiale per il 2022/23 al 29,5%. Ciò significherebbe un calo dell'1,2% rispetto ai livelli di apertura, motivato dalla previsione che i prelievi delle scorte di cereali secondari e, in misura minore, di riso supereranno il previsto aumento delle scorte di grano. La FAO prevede che il commercio internazionale di cereali nel 2022/23 cali dell'1,8% (a 473 milioni di tonnellate) rispetto al livello record della precedente stagione.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (marzo 2023)

Outlook Neutrale: condizioni meteorologiche e aumento dei costi produttivi restano i fattori determinanti. Immutato lo scenario sugli Agricoli: l'impatto delle condizioni climatiche, le tensioni geopolitiche, nonostante il controverso rinnovo del Black Sea Grain Initiative, e il rincaro dei fattori produttivi restano gli elementi che condizioneranno maggiormente il 2023. Restano inalterati i timori legati all'offerta, minacciata dai cambiamenti climatici, con le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari che sono leggermente aumentate nell'ultimo mese, favorendo il consolidamento su prezzi elevati, nonostante l'indice FAO degli alimenti continui a inanellare ribassi mensili. Resta l'idea che un ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica, che rendano meno aleatorie le stime sulla produzione agricola e, quindi, sull'offerta commerciale, sia la condizione auspicabile. Una speranza, quella che si riesca rallentare il più possibile il cambiamento climatico, che appare di difficile realizzazione, almeno nel breve termine, nonostante il continuo inasprimento delle regole di prevenzione dell'inquinamento in tutti i settori produttivi del ciclo economico. Il protrarsi di condizioni climatiche imprevedibili e dagli effetti negativi accresciuti estende la probabilità che si ripropongano gli stessi impatti negativi sulle colture anche quest'anno, alimentando le tensioni rialziste sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	648,3	660,0	640,0	620,0	645,0	620,0
Frumento (\$ cent.)	698,0	740,0	746,7	766,7	725,0	755,0
Soia (\$ cent.)	1.442,3	1.460,0	1.450,0	1.350,0	1.430,0	1.375,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Mais (\$ cent.)	648,3	650	640	640	645	630
Frumento (\$ cent.)	698,0	710	705	700	710	690
Soia (\$ cent.)	1.442,3	1.520	1.500	1.450	1.500	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

E' probabile che prevalga un generale consolidamento dei prezzi delle coloniali visti i minori timori di rallentamento economico nelle principali aree di consumo. Le maggiori preoccupazioni arrivano invece proprio dalle aree di produzione di molte di queste colture che rischiano di essere investite dagli anomali fenomeni meteorologici che rappresentano il principale fattore di attenzione al centro dello scenario 2023.

Cotone: l'incertezza sulla produzione indiana rende meno chiaro lo scenario. Gli arrivi di cotone dall'India, sui mercati internazionali, sono aumentati fino a raggiungere il massimo degli ultimi tre anni, questo è il dato che è stato comunicato dal Agricultural Produce Marketing Committee (APMC), ovvero l'organo istituito dai singoli governi statali indiani per assicurare che gli agricoltori siano salvaguardati dallo sfruttamento da parte della grande distribuzione, garantendo che la differenza di prezzo tra azienda agricola e vendita al dettaglio non raggiunga livelli eccessivamente elevati. L'aumento degli arrivi della materia prima, per di più di qualità sopra la media, ha lasciato gli operatori di mercato confusi sull'esatta produzione di cotone prevista per questa stagione (ottobre 2022-settembre 2023) in India. Preoccupazione sulla produzione mondiale di cotone era stata espressa anche dall'ICAC (International Cotton Advisory Committee) a gennaio. La stima per la produzione nel 2022/23 (da agosto a luglio) è stata di 24,2 milioni di tonnellate (700.000 tonnellate in meno rispetto al 2021/22), in contrasto quindi coi dubbi sull'effettivo ammontare del prodotto che potrebbe arrivare dall'India. Un quadro che, per ora, non sta eccessivamente influenzando le quotazioni ma che resta un fattore di possibile tensione per lo scenario del comparto. E' possibile che i prezzi del cotone si mantengano, nel corso dell'anno, su livelli simili a quelli attuali, anche se inizia ad emergere qualche elemento di maggior tensione rialzista nelle previsioni di consenso.

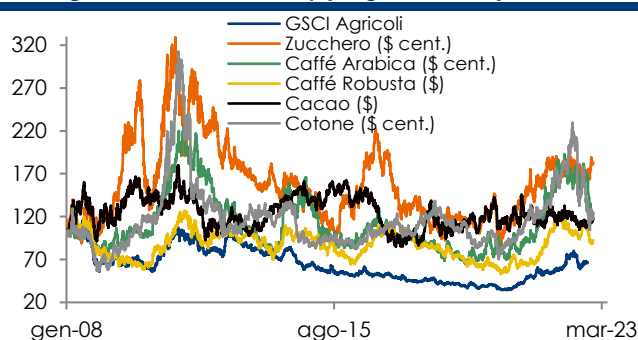
Zucchero: l'ISO prevede un mercato dello zucchero in surplus quest'anno. Secondo le ultime stime pubblicate a fine febbraio dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2022/23 il mercato mondiale dovrebbe registrare un surplus di circa 4,2 milioni di tonnellate, in calo rispetto alla precedente stima di circa 6,2 milioni di tonnellate. Il motivo è legato alla revisione al ribasso che l'ISO ha attuato sulla produzione in India, Messico ed Europa e al contestuale rialzo delle stime sul consumo mondiale nel post-Covid. Infatti, la produzione mondiale dovrebbe crescere meno di quanto previsto in precedenza, attestandosi a 180,4 milioni di tonnellate (comunque al massimo storico), mentre il consumo globale dovrebbe crescere più del previsto a 176,2 milioni di tonnellate. Lo zucchero potrebbe però registrare una volatilità superiore alla media se la correlazione con il prezzo del petrolio dovesse intensificarsi. Un ulteriore rincaro del prezzo del greggio potrebbe premere sulla domanda brasiliana di etanolo prodotto dalla canna da zucchero, riducendo la quantità di materia prima per la produzione del dolcificante e modificando l'equilibrio del mercato dello zucchero.

Caffè: l'ICO non ha ancora redatto le stime per la stagione in corso. L'International Coffee Organization (ICO) non ha ancora aggiornato le stime sui fondamentali di domanda e offerta per l'anno in corso. Gli ultimi dati si riferiscono alla precedente stagione 2021/22, quando il mercato mondiale ha registrato un deficit di circa 3,1 milioni di sacchi, rispetto al surplus di quasi 6,0 milioni di sacchi del 2020/21, a causa di condizioni meteorologiche avverse e bassa produttività in Brasile. Infatti, la stagione 2021/22 è stata caratterizzata da scarsi raccolti per le piantagioni di Arabica in Brasile a causa della consueta pausa nel ciclo vegetativo degli arbusti

del caffè. Secondo le stime pubblicate sempre dall'ICO, nel Coffee Market Report di febbraio, a gennaio le esportazioni totali di caffè sono diminuite del 14,0% a/a, attestandosi a 9,7 milioni di sacchi. Le esportazioni sia di Arabica che di Robusta hanno segnato un calo (rispettivamente -16,6% a/a e -9,8% a/a). Restano valide le prime stime CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) relative al raccolto di caffè del Brasile del 2023, pubblicate a gennaio, che indicavano una produzione pari a 59,4 milioni di sacchi, un volume superiore del 7% rispetto a quello registrato nel 2022 (50,9 milioni di sacchi), nonostante l'ingresso delle piantagioni nel ciclo biennale negativo (cioè quando le piante riducono la produzione di frutti per irrobustire la propria struttura). La superficie totale destinata alla coltivazione del caffè (Arabica e Robusta) ammonta a 2,26 milioni di ettari, con un incremento dello 0,8% rispetto a quella del raccolto precedente (solo 1,9 milioni di ettari destinati a colture in produzione).

Cacao: l'ICCO prevede un mercato in deficit per il secondo anno consecutivo. Secondo le prime stime sulla stagione 2022/23 pubblicate lo scorso 28 febbraio dall'International Cocoa Organization (ICCO), il mercato mondiale del cacao potrebbe registrare un deficit per il secondo anno consecutivo, anche se probabilmente sarà inferiore a quello registrato nella scorsa stagione. L'ICCO prevede una carenza di prodotto stimabile in circa 60.000 tonnellate di fave di cacao, rispetto al deficit di 287.000 tonnellate registrato nella stagione 2021/22. La produzione mondiale di cacao potrebbe aumentare del 4,1% a/a, attestandosi a 5,0 milioni di tonnellate, mentre l'attività di macinazione globale potrebbe diminuire dello 0,6% a/a a 5,0 milioni di tonnellate, a causa del calo in Europa e Nord e Sud America. Le scorte finali potrebbero segnare una diminuzione del 3,5% a/a, attestandosi a 1,7 milioni di tonnellate, mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe diminuire al 32,9% dal 33,9% della stagione precedente. Nonostante lo scenario tratteggiato, caratterizzato da fondamentali più deboli, l'ICCO sottolinea come il cambiamento climatico, le malattie dei raccolti e l'attuale scenario macroeconomico rappresentino forti rischi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	544,3	-2,7	-2,7	-2,7	-2,7
Cotone	79,5	-4,5	-12,1	-42,8	-4,6
Cacao	2.902,0	10,7	27,2	11,5	11,6
Zucchero	20,9	3,8	14,4	6,8	4,4
Caffè (arabica)	176,9	1,9	-22,6	-17,5	5,7
Caffè (robusta)	2.163,0	13,3	-2,0	1,1	15,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	79,5	81,0	83,5	87,5	83,9	87,5
Cacao	2.902,0	2.600	2.540	2.440	2.500	2.438
Zucchero	20,9	19,5	19,6	19,6	19,2	19,9
Caffè (arabica)	176,9	185,0	175,0	175,0	177,5	180,0
Caffè (robusta)	2.163,0	1.925	1.975	1.950	1.936	1.900

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 27.03.23	2° trim. 2023	3° trim. 2023	4° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Cotone	79,5	79,0	77,0	76,0	78,0	76,0
Cacao	2.902,0	2.600,0	2.540,0	2.480,0	2.580	2.450
Zucchero	20,9	21,0	20,9	20,8	20,9	20,0
Caffè (arabica)	176,9	180	175	170	175	160
Caffè (robusta)	2.163,0	2.100	2.050	1.950	2.050	1.900

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 formata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 21.02.2023.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi