

Mensile Materie Prime

Cina e timori di rallentamento sono i due fattori chiave

Energia: outlook Mod. Positivo, tensioni rialziste immutate su greggio e gas

L'idea che il mercato energetico possa restare ancora sotto pressione rafforza il nostro quadro previsivo, che stima prezzi comunque alti per petrolio e gas nel 2023. Alimenta la tensione l'effetto combinato tra la strategia OPEC+ di contenere la produzione, le stime in aumento della domanda per il 2023, le tensioni con la Russia (che si riverberano sul mercato petrolifero) e le attese di incremento della domanda di combustibili proveniente dalla Cina. Ancora incerto il contesto per il gas, il cui vero banco di prova sarà il riempimento degli stoccaggi.

Metalli preziosi: outlook Mod. Positivo ma aumenta la cautela sullo scenario

Cala l'ottimismo sullo scenario previsivo dei Preziosi: i segnali di allentamento delle pressioni inflazionistiche latitano e questo rischia di modificare le aspettative, soprattutto negli Stati Uniti. L'approccio restrittivo della Fed resta immutato ma il mercato, che aveva decisamente ampliato le attese circa un imminente cambio di strategia, potrebbe pensare, invece, che l'azione di rialzo dei tassi debba essere intensificata e non sfumata. Questo ci fa confermare il nostro outlook Moderatamente Positivo ma esprimendo una maggior cautela.

Metalli industriali: outlook Neutrale nel breve, maggior fiducia nel lungo

Confermiamo il nostro scenario ribadendo cautela nel breve e maggior fiducia nel medio-lungo termine, grazie alle attese sulla transizione energetica. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina può favorire il recupero della domanda di Metalli e, di conseguenza, il rialzo delle quotazioni. Il principale ostacolo resta il concretizzarsi delle aspettative accomodanti per le politiche monetarie delle principali economie, viste le perplessità emerse nelle ultime settimane.

Prodotti agricoli: outlook Neutrale ma focus su clima, geopolitica e rincari

Non cambia la sostanza dello scenario sugli Agricoli: l'impatto delle condizioni climatiche, le tensioni geopolitiche e il rincaro dei fattori produttivi restano gli elementi che condizioneranno maggiormente il quadro per quest'anno. La dinamica dei prezzi delle coloniali risentirà più della scarsità delle forniture (offerta) che del calo dei consumi (domanda), visti i minori timori di rallentamento economico nelle principali aree di consumo.

■ **Soft Commodity:**

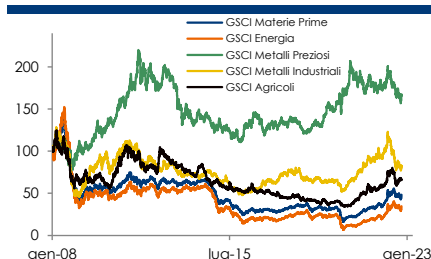
- Cotone:** inflazione, consumi e geopolitica restano ancora i temi chiave.
- Zucchero:** la Thailandia amplia produzione ed esportazione, alimentando il surplus.
- Caffè:** i primi dati CONAB, relativi al 2023, stimano una produzione molto forte in Brasile.
- Cacao:** lo scenario di deficit produttivo tratteggiato dall'ICCO trova qualche riscontro.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	17.02.23	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	3.352,2	-4,1	48,3	31,0
GSCI Energia	566,2	-7,3	73,6	23,1
GSCI Met. Preziosi	2.078,0	0,0	-0,1	30,5
GSCI Met. Industriali	1.696,1	1,2	9,0	17,7
GSCI Prod. Agricoli	566,3	1,3	31,5	45,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 17.02.2023

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

21 febbraio 2023 - 12:46 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

21 febbraio 2023 - 12:53 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Feb.	Gen.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas naturale	+	+
Gasolio	+	+
Oro	+	+
Argento	+	+
Rame	-	=
Alluminio	+	=
Zinco	=	=
Nickel	+	=
Mais	+	+
Frumento	=	=
Soia	=	=
Cotone	=	=
Zucchero	=	=
Caffè Arabica	+	+
Caffè Robusta	=	=
Cacao	-	=

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

Performance commodity

(%)	2023	2022
WTI	-4,9	6,7
Brent	-3,4	10,5
Gas naturale	-49,2	20,0
Gasolio	-14,1	38,1
Oro	0,8	-0,1
Argento	-9,7	2,9
Rame	7,4	-13,9
Alluminio	0,4	-15,3
Zinco	2,7	-16,3
Nickel	-14,2	44,8
Mais	-0,1	14,4
Frumento	-3,3	2,8
Soia	0,5	14,3
Cotone	-3,7	-26,0
Caffè Arabica	12,8	-24,9

Fonte: Bloomberg; Dati al 17.02.2023

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 17.02.2023 (salvo diversa indicazione).

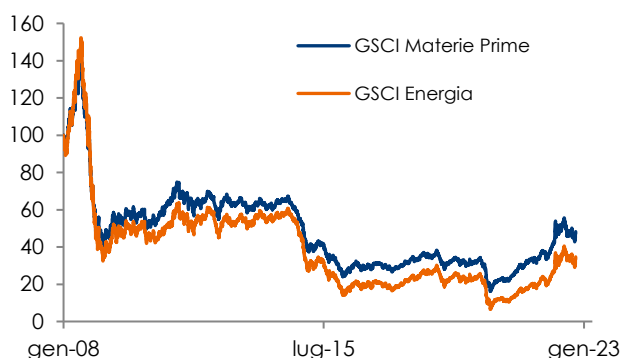
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: il contenimento dell'offerta preme al rialzo sul petrolio

Commodity: Cina e timori di rallentamento economico sono i due fattori chiave per le materie

prime. Non cambiano i fattori alla base del nostro scenario sulle materie prime. Da un lato, la capacità della Cina di riprendersi, dopo quasi tre anni di sostanziale isolamento, è molto probabilmente il fattore che più contribuirà alla crescita globale nel 2023 e, conseguentemente, sosterrà la domanda di materie prime; quello che molti si chiedono è se questo fattore sarà in grado di controbilanciare gli aumentati timori di un maggior rallentamento negli altri paesi. Permane infatti, dall'altro lato, una certa cautela sull'andamento delle principali economie occidentali. Il ciclo americano sembra ancora molto robusto, come dimostrano le statistiche sull'occupazione. Il dato sull'inflazione negli Stati Uniti a gennaio non è stato positivo: il processo di disinflazione in corso procede, ma a ritmi divenuti blandi dopo i progressi dei mesi passati. Era stato lo stesso Powell ad avvertire che, verosimilmente, servirà un biennio per normalizzare l'inflazione. I rendimenti americani segnalano una possibile recessione all'orizzonte per la prima economia mondiale: i titoli di stato a più lunga scadenza rendono infatti meno di quelli più corti e, quando questo accade, è una anomalia che segnala che i mercati si attendono un taglio dei tassi (ovvero un sostegno alla crescita da parte della banca centrale). In conclusione, non è esclusa la possibilità di una recessione tra la fine di quest'anno e l'inizio del prossimo. Non va invece dimenticato che il 2024 sarà un anno elettorale: si tornerà a votare per le Presidenziali e probabilmente, per allora, la Fed avrà smesso di alzare i tassi e potrebbe prepararsi proprio a tagliarli. In conclusione, la leva dei tassi resta fondamentale per orientare le aspettative dei mercati delle commodity. La stretta in atto negli Stati Uniti tende a far scontare una minore domanda di risorse, agendo da stabilizzatore dei prezzi ma, al contempo, riducendo le aspettative di crescita globale. FMI e Banca Mondiale hanno entrambi espresso una certa fiducia nell'accelerazione del PIL cinese, stimato al 4,4% complessivo per il 2023: si tratta di un fattore estremamente importante in un'ottica di recupero della crescita mondiale e della domanda di commodity, in grado di compensare le difficoltà (che rischiano di essere ora più concrete) delle altre grandi economie.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 17.02.23	Perf. (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	3.352,2	-4,1	48,3	31,0
GSCI Energia	566,2	-7,3	73,6	23,1
WTI (\$)	76,3	-4,9	28,9	23,3
Brent (\$)	83,0	-3,4	31,9	27,2
Gas Naturale (\$)	2,3	-49,2	-25,9	-13,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambiano i driver sull'Energia: il contenimento dell'offerta da parte dei produttori, le sanzioni alla Russia e le aspettative sulla domanda di combustibili dalla Cina.

Non cambiano i fattori chiave sul mercato petrolifero. La strategia dei produttori non subirà nessuna variazione, nonostante i report mensili di EIA, IEA e OPEC abbiano tutti e tre migliorato le stime sulla domanda di greggio per il 2023 evidenziando, con più o meno enfasi, come questo dipenderà soprattutto dal ritorno della domanda dall'Asia e, in particolare, dalla Cina. Nelle scorse giornate, il Ministro dell'Energia saudita ha ribadito che l'attuale accordo dell'OPEC+ sulla produzione di petrolio rimarrà in vigore fino alla fine dell'anno, aggiungendo di essere cauto circa le previsioni della domanda cinese. Un fattore che, a suo avviso, resta determinante per la domanda futura di petrolio ma che ha necessità di essere confermato nei prossimi mesi. L'Organizzazione dei paesi

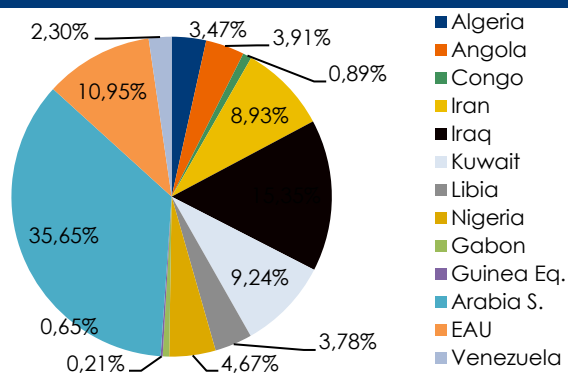
esportatori di petrolio ha concordato, lo scorso ottobre, di tagliare gli obiettivi di produzione di 2 milioni di barili al giorno fino alla fine del 2023, riconfermando la scelta nell'ultima riunione del 4 dicembre e dandosi poi appuntamento a giugno, a conferma di una strategia considerata solida ed esente da revisione nel breve termine. Per contrastare la tensione sulle quotazioni petrolifere, il Governo statunitense ha annunciato che rilascerà altri 26 milioni di barili di petrolio delle riserve strategiche, dopo i 180 milioni immessi nel sistema nel 2022, anche se le scorte americane sono già scese pericolosamente ai minimi dal 1983. Questa mossa resta da considerarsi solo "emergenziale": non è infatti con una strategia di questo tipo che gli Stati Uniti possono pensare di ottenere un calmieramento artificioso dei prezzi, nel lungo periodo. In quest'ottica va letta anche la riconferma della decisione di consentire a Chevron di lavorare il petrolio venezuelano anche oltre gli iniziali sei mesi stabiliti. Domenica 5 febbraio è partito formalmente l'embargo ai prodotti petroliferi russi via mare. L'Unione Europea e il G7 hanno ratificato un meccanismo che prevede una soglia di 100 dollari al barile per i prodotti di alta qualità, come il diesel, e di 45 dollari per i raffinati di fascia bassa, come ad esempio la nafta. Questa sorta di price cap si aggiunge a quello già approvato sul petrolio russo (fissato a 60 dollari al barile) e in vigore dallo scorso dicembre. Come ritorsione, la Russia ha annunciato di voler ridurre, a partire dal 1° marzo, la sua produzione giornaliera di petrolio di 500.000 barili (circa il 5% del totale; l'IEA ha stimato l'output russo del 2022 in circa 10 milioni di barili al giorno, mentre la Russia comunica un ammontare superiore a 11 milioni) come risposta alle sanzioni a cui è soggetta. In conclusione, il quadro di incertezza sul greggio non sembra destinato ad affievolirsi; aumentano, anzi, gli elementi di tensione, che rischiano di creare più di un problema nella lotta all'inflazione. Ancora una volta, è necessario calare lo scenario sul petrolio nel più ampio contesto macroeconomico: le banche centrali di tutto il mondo stanno cercando di contenere il surriscaldamento dei prezzi alzando il costo del denaro, con conseguenze più o meno negative sulle rispettive economie. Una componente determinante della dinamica inflattiva sono però proprio i rincari dei costi energetici e alimentari: il costante nervosismo presente sul mercato petrolifero, a causa dei fattori già elencati, rischia di vanificare l'azione di contrasto degli istituti centrali, con la conseguenza di veder peggiorare le stime economiche.

Gas naturale: il sistema europeo ha tenuto ma il banco di prova sarà il prossimo inverno.

Nonostante il ribasso delle temperature in Europa registrato in queste ultime settimane, le scorte europee di gas sono mediamente intorno al 60-65% della capienza massima, un valore al di sopra della media stagionale degli scorsi anni: ciò rassicura sulla tenuta del sistema energetico in questo finale di inverno. La domanda di gas ha continuato a diminuire, costantemente, negli ultimi tre mesi: questo ha contribuito a deprimere i prezzi del metano. Temperature invernali sopra la media, bassi consumi e prezzi contenuti hanno consentito di gestire al meglio le scorte. Intanto è partito formalmente il cosiddetto price cap sui prezzi del metano (dal 15 febbraio) che si attiverà solo se si registreranno due condizioni simultanee sul mercato: 1) quotazione del TTF superiore a 180 euro/MWh per 3 giorni lavorativi consecutivi; 2) differenza tra quotazione del TTF e prezzo spot dell'LNG sui mercati globali (calcolato come media di diversi benchmark internazionali) superiore a 35 euro/MWh per 3 giorni lavorativi consecutivi. Il meccanismo verrà sospeso in modo automatico al verificarsi di molteplici condizioni (sia di tipo finanziario che strutturale) e in caso di difficoltà nelle forniture fisiche di metano. L'attuale livello dei prezzi (molto basso), l'aspetto "dinamico" del meccanismo e le numerose cause di sospensione fanno comprendere come l'eventualità che esso si attivi realmente sono abbastanza remote. Prosegue intanto la definizione della piattaforma per gli acquisti comuni di gas a livello europeo (dopo il kick off ufficiale di gennaio), che resta tuttavia obbligatoria solo per il 15% dei volumi necessari a riempire gli stoccaggi degli Stati membri (senza però alcun obbligo vincolante). Sono in via di definizione anche il nuovo benchmark di prezzo dell'LNG e i meccanismi correttivi alla volatilità dei prezzi delle piattaforme nazionali per la negoziazione del gas, dopo gli approfondimenti effettuati (e comunicati) da ESMA (l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati) e ACER (l'Agenzia UE per la cooperazione fra i regolatori nazionali dell'energia). In conclusione, non cambia il nostro scenario di fondo: è probabile che la tensione rialzista sui prezzi torni a farsi

sentire a fine inverno e in estate. La necessità di rimpinguare gli stoccaggi, in vista dell'inverno 2023-24 e dei consumi estivi di elettricità dovuti al condizionamento degli ambienti (in caso di forte ondata di caldo in Europa), saranno il vero banco di prova per la tenuta del sistema energetico europeo.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.01.2023

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 in rialzo nel 2023. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di febbraio, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio 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 alle stime di gennaio) a una media di 101,9 mb/g nel 2023 (+2,3 mb/g a/a, rivista al rialzo) da 101,8 mb/g, stima del mese scorso. L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da 65,6 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, invariata rispetto al mese scorso) a 67,0 mb/g nel 2023 (+1,4 mb/g a/a, rivista al ribasso da 67,2 mb/g lo scorso mese). Pertanto, la "call on OPEC crude", ovvero l'offerta necessaria per bilanciare i mercati, è stimata in crescita da 28,6 mb/g nel 2022 (+0,5 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 28,5 mb/g del mese scorso) a 29,4 mb/g nel 2023 (+0,8 mb/g a/a, rivista al rialzo da 29,2 mb/g del mese scorso). La produzione OPEC totale si è attestata, a gennaio, a 28,9 mb/g. Nel dicembre 2022 le scorte commerciali di greggio e prodotti petroliferi dell'OCSE sono diminuite di circa 11 mb a 2.768 mb, corrispondenti a circa 60 giorni di forniture in caso di blocco dei flussi.

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

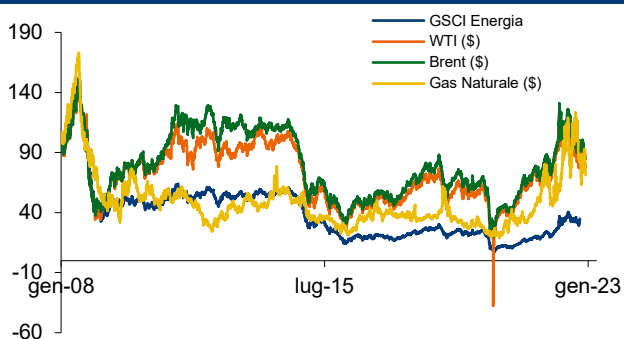
Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di febbraio, a cura della Energy Information Administration (EIA) degli Stati Uniti, si prevede che, dopo un surplus di 0,6 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di un surplus di 0,5 mb/g, pubblicata a gennaio), il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di circa 0,6 mb/g nel 2023 (invariato rispetto al mese scorso) e di circa 0,4 mb/g nel 2024 (rivisto al ribasso da una precedente stima di un avanzo di 0,6 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 100,5 mb/g nel 2023 (+1,1 mb/g a/a, invariato) e a 102,3 mb/g nel 2024 (+1,8 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 102,2 mb/g del mese scorso). L'offerta non-OPEC è stimata in espansione da 65,8 mb/g nel 2022 (invariata) a 67,0 mb/g nel 2023 (+1,2 mb/g a/a, rivista al rialzo da 66,8 mb/g il mese scorso) e a 67,9 mb/g nel 2024 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 67,8 mb/g del mese scorso). La produzione statunitense di greggio dovrebbe aumentare da 11,9 mb/g nel 2022 (invariata) a 12,5 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 12,4 mb/g) e a 12,7 mb/g nel 2024 (+0,2 mb/g a/a, rivisto al ribasso dai 12,8 mb/g del mese scorso). L'offerta di greggio OPEC è vista mediamente a 28,7 mb/g sia nel 2022 (invariata) che nel 2023 (+0,0 mb/g a/a, rivista al ribasso dai 28,9 mb/g del mese scorso), ma potrebbe

espandersi a 29,3 mb/g nel 2023 (+0,6 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 29,5 mb/g del 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: revisione rialzista record per la domanda di petrolio grazie alla richiesta in arrivo dall'Asia.

Nel suo Oil Market Report (OMR) di febbraio, l'Agenzia Internazionale dell'Energia (IEA) stima che la domanda globale debba crescere dai 100,0 milioni di barili giornalieri (mb/g) nel 2022 (rivisto al rialzo da 99,9 mb/g delle stime di gennaio) a 101,9 mb/g nel 2023 (+2,0 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 101,7 mb/g del mese scorso). Un livello che rappresenterebbe il nuovo record storico per i consumi mondiali. Analizzando i consumi per trimestre, questi dovrebbero aumentare da 100,1 mb/g nel 1° trimestre 2023 a un massimo di 103,5 mb/g nel 4°. 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 spiegato 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, corrispondente a circa il 90% della domanda globale del 2019, preso come riferimento pre-Covid. L'offerta non-OPEC dovrebbe aumentare da 65,7 mb/g nel 2022 (invariata rispetto alle stime di gennaio) a 66,6 mb/g nel 2023 (+0,9 mb/g a/a, rivista al rialzo dai 66,4 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 produttore e 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 28,9 mb/g del 2022 (rivisti al rialzo dai 28,8 mb/g delle stime di gennaio) a 29,9 mb/g nel 2023 (+1,0 mb/g a/a, invariato).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	17.02.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	566,2	-10,0	-9,0	4,1	-7,3
WTI (\$)	76,3	-4,7	-15,9	-16,2	-4,9
Brent (\$)	83,0	-5,3	-14,2	-11,3	-3,4
Gas Naturale (\$)	2,3	-63,9	-75,6	-48,7	-49,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: ribadiamo la previsione di prezzi ancora medio-alti per petrolio e gas.

L'idea che il mercato energetico possa restare ancora sotto pressione rafforza il nostro quadro previsionale, che stima prezzi comunque alti per petrolio e gas nel 2023. L'effetto combinato tra la strategia OPEC+ di contenere la produzione, le stime in aumento della domanda per quest'anno, le tensioni con la Russia (che si riverberano sul mercato petrolifero) e le attese di incremento della domanda di combustibili proveniente dalla Cina, alimenta lo scenario di tensione sull'Energia. Ancora incerto il contesto per il gas: l'arrivo del freddo in Europa ha immediatamente accentuato la velocità di consumo degli stoccaggi in tutti i paesi dell'Unione Europea (scesi a gennaio al 65% della loro capienza) ma senza creare pressioni rialziste sui prezzi. L'equilibrio fra l'utilizzo delle scorte e le forniture di gas liquefatto o ricevuto via gasdotto (per chi ha altri fornitori oltre alla Russia) ha consentito di mantenere in sicurezza il sistema energetico, che dovrà però fronteggiare, in primavera, il problema di ripristinare le riserve erose in vista

dell'estate (aria condizionata) e dell'inverno 2023-24 (riscaldamento termico). Un quadro che sostiene il nostro profilo di previsione rialzista per i prezzi del gas.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	76,3	80,0	82,0	83,0	83,0	82,4
Brent (\$)	83,0	85,5	88,0	87,8	87,5	88,0
Gas Naturale (\$)	2,3	4,1	4,0	4,3	4,4	4,3

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

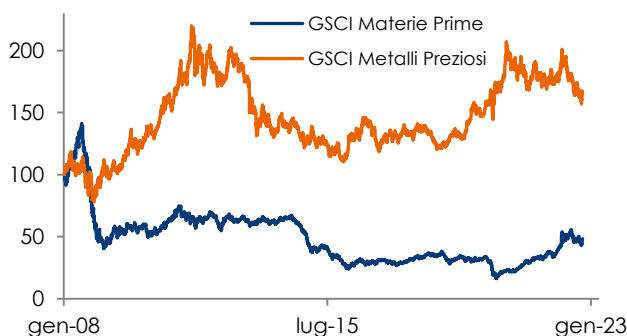
	Valore 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
WTI (\$)	76,3	80,0	82,0	81,0	80,5	77,0
Brent (\$)	83,0	86,0	88,0	86,0	86,0	82,0
Gas Naturale (\$)	2,3	3,2	3,5	3,8	3,6	3,4
TTF (€/MWh)	49,2	60,0	65,0	80,0	75,0	60,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: la volatilità del dollaro complica il quadro

Si complica lo scenario: la volatilità sui tassi e sul dollaro delle ultime settimane ha di fatto bloccato il recupero dei Preziosi. Il rialzo dei Preziosi, iniziato a fine 2022 e continuato nelle prime settimane del 2023, si è sostanzialmente azzerato. L'oro, dopo essere arrivato per un brevissimo momento fino a 1.960 dollari l'oncia (2 febbraio), ha iniziato una discesa che lo ha riportato sotto i 1.850 dollari. Gli ultimi dati sull'inflazione negli Stati Uniti non hanno mostrato i progressi sperati e anche alcune statistiche relative alla fiducia sul ciclo economico sono apparse deboli: questi elementi hanno alimentato le tensioni circa le future mosse sui tassi americani. La Fed era apparsa molto vicina ad interrompere il proprio approccio restrittivo, considerando anche i risultati ottenuti in termini di contrasto all'inflazione e limitazione del rialzo dei salari, ma si era cautelata, in vista della riunione di marzo, dicendosi attenta alle indicazioni che sarebbero state fornite dai dati; le evidenze emerse e la repentina inversione del dollaro (che ha immediatamente iniziato a rafforzarsi, dopo settimane di ribasso) hanno confermato tutte le perplessità degli operatori sulla strategia della banca centrale USA. Infine, sullo sfondo, non va dimenticato che un maggior deprezzamento del dollaro favorisce, in generale, tutte le materie prime i cui derivati finanziari sono espressi nella valuta statunitense. Non a caso, l'apprezzamento delle ultime settimane non solo ha penalizzato i Preziosi ma ha depresso tutte le materie prime, tornate negative da inizio anno. Sul fronte dei Metalli preziosi con natura maggiormente industriale, ribadiamo (ma con maggior cautela) che le prospettive di recupero delle quotazioni restano valide, in scia ai minori timori di recessione negli Stati Uniti e in Europa, a patto che le banche centrali non inaspriscano ulteriormente la loro politica monetaria.

GSCI Metalli preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 17.02.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.352,2	-4,1	48,3	31,0
GSCI Met. preziosi	2.078,0	0,0	-0,1	30,5
Oro (\$)	1.842,4	0,8	3,3	38,6
Argento (\$)	21,7	-9,7	-20,4	30,4
Platino (\$)	921,2	-14,2	-27,8	-7,4
Palladio (\$)	1.502,6	-16,2	-37,0	46,1

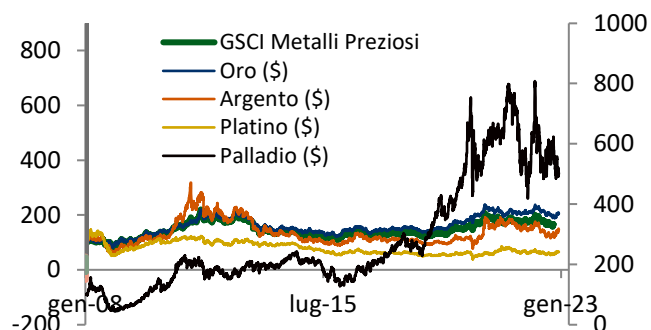
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Frenano le quotazioni dei Preziosi, con lo scenario 2023 che diviene più complesso. Si complicano le prospettive sullo scenario 2023 per i Preziosi: il cambiamento di attese riguardo a inflazione e politiche monetarie rischia di rendere meno favorevole il quadro, anche se è presto per esserne certi. Siamo quindi a un punto di svolta sui mercati, in cui l'incertezza è molto alta. E' però chiaro che, se l'avversione al rischio dovesse tornare a prevalere, paradossalmente questo sarebbe deleterio per oro e argento: entrambi sono caratterizzati infatti da una decisa correlazione negativa con il dollaro americano, che tornerebbe a rafforzarsi intercettando la domanda di beni rifugio degli investitori.

La quotazione dell'**oro**, dopo aver superato 1.950 dollari l'oncia, ha invertito la rotta, tornando sotto 1.850 dollari, di pari passo con il rafforzamento del dollaro. Il valore dell'oro sui mercati finanziari è da tempo inversamente correlato a quello del dollaro, avendo perso invece la natura di asset class a difesa dell'inflazione. Paradossalmente, quando l'inflazione è cresciuta, il valore dell'oro è rimasto invariato, mentre ha cominciato a scendere quando anche l'inflazione ha iniziato a calare. Quindi, più che essere correlato all'inflazione, il valore dell'oro reagisce ai cambiamenti della politica monetaria della Fed: questo è un fattore che andrà monitorato in maniera stringente nelle prossime settimane, visti i dubbi che stanno emergendo circa le future

mosse sui tassi americani. Il rischio è che, quando la Fed smetterà di alzare i tassi (deprezzando di conseguenza il dollaro), possa esserci una nuova fiammata dell'inflazione, che solo a quel punto potrebbe tornare a sostenere il valore dell'oro, ripristinando così lo storico legame fra il metallo giallo e la salvaguardia del potere d'acquisto degli investitori. Resta invece valida la considerazione, di taglio geopolitico, secondo cui la divisa USA potrebbe aver esaurito il proprio ruolo di riserva mondiale: la tendenza alla "de-dollarizzazione" delle riserve delle banche centrali, specie nei paesi emergenti, resta dunque un elemento a favore del rialzo dell'oro. Il ribasso dell'**argento**, come sempre, si è rivelato maggiore 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". Come per la maggior parte dei metalli, i bassi prezzi hanno scoraggiato gli investimenti minerari e hanno intaccato oltre misura le scorte, creando un deficit di offerta che, per il momento, ancora non preme al rialzo sui prezzi ma che può diventare il fattore chiave nel medio termine. Prospettive stabili rispetto allo scorso mese per **platino** e **palladio** in scia alle attese di una moderata ripresa della domanda di entrambi i metalli, sostanzialmente dovuta alle aspettative di crescita della richiesta da parte della Cina dopo l'allentamento delle misure sanitarie. Più a lungo termine, il platino dovrebbe registrare una performance superiore al palladio, come conseguenza della domanda derivante dalle applicazioni nell'ambito della transizione ecologica, sia nel settore dell'automobile che anche nelle nuove tecnologie di lavorazione dell'idrogeno. 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

	17.02.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. preziosi	2.078,0	4,7	6,1	-3,9	0,0
Oro (\$)	1.842,4	6,1	5,5	-2,9	0,8
Argento (\$)	21,7	4,3	14,1	-8,9	-9,7
Platino (\$)	921,2	-6,2	4,7	-14,2	-14,2
Palladio (\$)	1.502,6	-19,2	-24,6	-36,6	-16,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma sale la cautela, in un momento in cui lo scenario su tassi e andamento del dollaro appare incerto. Cala l'ottimismo sullo scenario previsivo dei Preziosi: i segnali di allentamento delle pressioni inflazionistiche latitano e questo rischia di modificare le aspettative del mercato, soprattutto negli Stati Uniti. L'approccio restrittivo della Fed resta immutato ma il mercato, che aveva decisamente ampliato le aspettative circa un imminente cambio di strategia da parte della banca centrale, potrebbe pensare che l'azione di rialzo dei tassi debba invece essere intensificata e non sfumata. Un quadro che ha finito per incidere su dollaro e Treasury, entrambi molto volatili, e ha amplificato la correlazione inversa con oro e argento, portando ad un deciso ribasso di entrambi i metalli. Nonostante le attese di recessione globale appaiano smussate e il cambio di strategia sanitaria in Cina rappresenti un fattore di sostegno alla crescita economica, le tensioni geopolitiche sembrano amplificarsi invece di recedere, mantenendo alta la richiesta di asset rifugio, che però si scarica sul dollaro e non più sui Preziosi. La somma di questi fattori ci fa confermare il nostro outlook a Moderatamente Positivo, esprimendo però una maggior cautela. Per quanto riguarda i Preziosi con natura più

industriale, confermiamo di attenderci una moderata 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 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.842,4	1.847,5	1.838,5	1.855,5	1.847,5	1.840,0
Argento (\$)	21,7	22,5	22,5	23,0	22,8	23,2
Platino (\$)	921,2	990,0	1.010,0	1.025,0	1.003,0	1.100,0
Palladio (\$)	1.502,6	1.800,0	1.850,0	1.850,0	1.831,3	1.735,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Oro (\$)	1.842,4	1.820	1.840	1.840	1.830	1.800
Argento (\$)	21,7	23,0	24,0	24,0	23,5	23,0
Platino (\$)	921,2	980	1.000	1.000	1.000	1.100
Palladio (\$)	1.502,6	2.000	2.050	2.100	2.075	2.100

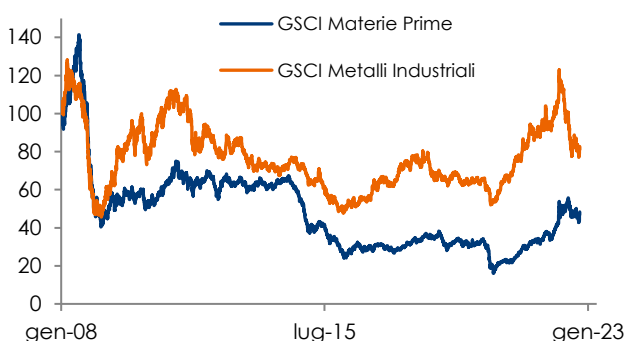
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: i mancati investimenti premeranno sui prezzi

Prevale una certa volatilità di breve ma il quadro rialzista di medio-lungo periodo si rafforza.

Dopo un 2022 che ha segnato un generale deprezzamento dei principali metalli ad uso industriale, il 2023 si è aperto all'insegna della volatilità. Il rincaro dei costi energetici innescato dall'invasione dell'Ucraina e dalle sanzioni imposte alla Russia, in particolare sui combustibili fossili, rischia di prolungarsi; la ricostruzione delle scorte di gas naturale in Europa sarà il vero banco di prova in vista dell'inverno 2023-24. Il legame tra i prezzi del metano e la generazione di elettricità è un fattore che alimenta l'inflazione ed è fortemente monitorato dalla Commissione Europea. Se i prezzi dell'elettricità si mantenessero su livelli eccessivi anche quest'anno, potremmo assistere nel breve ad una ulteriore riduzione della produzione di metalli ad alta intensità energetica in Europa, con riflessi negativi sulla crescita economica. Questa consapevolezza probabilmente accelererà la transizione energetica, spingendo invece la domanda di metalli nel medio lungo periodo. L'elemento nuovo e di maggior influenza resta la decisione della Cina di eliminare le misure sanitarie adottate a suo tempo per contrastare la diffusione del Covid. Questo cambio di strategia, unito al mantenimento di politiche monetarie e fiscali espansive, dovrebbe contribuire alla ripresa della crescita economica nel paese asiatico, dopo il dato sul PIL complessivo del 2022 in rialzo solo del 3%. Oltre a questo aspetto, la domanda di metalli in Cina sarà trainata anche dall'ambizioso processo di decarbonizzazione dell'economia, che prevede una vasta elettrificazione dei trasporti, un massiccio sviluppo della rete elettrica e l'installazione di ampie capacità di fonti rinnovabili: tutte infrastrutture ad elevato assorbimento di Metalli industriali. Infine, l'aspetto forse più sottovalutato, ma a nostro avviso probabilmente determinante nel medio-lungo termine, è la futura dinamica di domanda e offerta dei metalli, che appare ancora fortemente squilibrata. Il quadro di incertezza e tensione sui mercati ha depresso in maniera consistente gli investimenti: l'offerta e le scorte appaiono particolarmente limitate, dopo anni di mancata nuova produzione. D'altra parte, le autorizzazioni per lo sviluppo di nuovi progetti sono decisamente più complesse, mentre l'aumento dei rischi geopolitici e l'impatto dell'inflazione sui costi di finanziamento creditizio scoraggiano i nuovi investimenti. Pur in un quadro di modesto recupero dell'offerta nel 2023, permane una serie di elementi che continueranno a limitarla nei prossimi anni. Il rapido cambio delle normative fiscali ed ambientali nelle principali regioni estrattive (Cile, Perù, Australia), l'allungamento dei tempi di concessione mineraria, il rincaro dei costi energetici e le sempre più frequenti interruzioni delle attività (dovute o a condizioni meteorologiche avverse, o a scioperi e proteste) graveranno sistematicamente sul comparto. La mancanza di esplorazione di nuovi siti minerari rischia di creare una nuova ondata rialzista sui prezzi, quando la richiesta di forniture inizierà a manifestarsi con forza sul mercato.

GSCI Metalli industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 17.02.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.352,2	-4,1	48,3	31,0
GSCI Industriali	1.696,1	1,2	9,0	17,7
Rame (\$)	8.987,5	7,4	0,9	26,8
Alluminio (\$)	2.387,5	0,4	12,0	9,3
Zinco (\$)	3.085,8	2,7	7,7	-13,5
Nickel (\$)	25.793,0	-14,2	31,7	89,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: probabile protagonista del 2023. Il rame è il metallo che in misura sempre maggiore sembra essere diventato un indicatore della salute economica mondiale e un prevedibile protagonista della rivoluzione energetica guidata dalla transizione "green". Archiviata la chiusura negativa del 2022 (-15% a/a), le quotazioni del metallo sono cresciute molto in queste

prime settimane del 2023: questo pone qualche perplessità di breve sulla robustezza del rialzo e sulla sua natura forse eccessivamente speculativa. Un aspetto che, prudentemente, ci spinge ad indicare per la commodity un profilo ribassista, a dispetto degli elementi positivi che invece caratterizzano il suo scenario. Il prezzo del rame deve questo buon inizio d'anno all'indebolimento del dollaro e alle aspettative di aumento della domanda, dopo la riapertura dell'economia in Cina. A questi elementi si sono aggiunti grossi problemi di fornitura a breve termine, con l'esplosione di proteste in Perù (che rappresenta il 10% dell'offerta mondiale) proprio mentre si registrava un nuovo incremento della domanda. Mentre le scorte di rame sono vicine ai minimi storici, emerge un costante calo, negli ultimi 20 anni, della quantità disponibile questo metallo, a cui si aggiunge la sempre maggior difficoltà ad avviare nuovi progetti minerari. Questo quadro consolida la nostra idea di debolezza nel breve termine ma di probabile recupero del rame nel lungo termine, in virtù della prevedibile pressione a cui sarà sottoposto il mercato fisico.

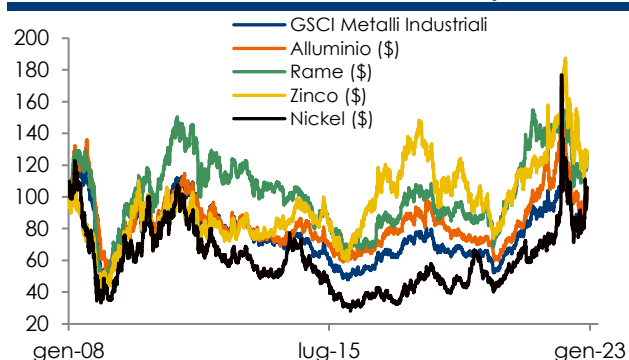
Alluminio: domanda dalla Cina e dazi alla Russia i temi chiave. Se i prezzi dell'alluminio hanno sofferto per una certa debolezza della domanda in Cina - che ha deluso le forti aspettative che il mercato aveva formulato dopo l'eliminazione delle rigide norme anti-Covid - alimentando il rapido aumento delle scorte nei magazzini di borsa (sia a Londra che in Oriente), la prospettiva di nuovi dazi sull'alluminio proveniente dalla Russia ha rilanciato invece le quotazioni. Gli Stati Uniti studiano nuovi dazi del 200% sull'alluminio russo ma, come contromossa, il Governo di Mosca minaccia di ridurre le esportazioni verso gli USA di materie prime indispensabili per la transizione energetica, come palladio e nickel: decisione che metterebbe a serio rischio la produzione statunitense di batterie. Le importazioni statunitensi di alluminio dalla Russia sono via via scese nel corso del 2022 e si attestano ora solo al 12%: ciò equivale comunque a oltre 200.000 tonnellate all'anno. Per eliminare completamente l'offerta russa, gli Stati Uniti dovrebbero iniziare ad acquistare più metallo dall'Asia, con tariffe di trasporto evidentemente più elevate. In aggiunta, una misura così forte contro il metallo di origine russa rischia di creare forti squilibri sui mercati globali e premere al rialzo sui prezzi, perché metterebbe gli Stati Uniti in concorrenza con gli acquirenti europei, rendendo più critico l'approvvigionamento di alluminio a livello globale. Il quadro rimane dunque gravato da forte incertezza: questo ci fa propendere per un consolidamento su livelli alti dei prezzi dell'alluminio lungo il nostro orizzonte temporale di previsione.

Zinco: difficoltà produttive e parziale delusione provocata dalla domanda cinese freneranno le quotazioni. Resta preoccupante lo scenario sul mercato fisico: 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 ha reso antieconomica la produzione, a fronte della bassa domanda presente sul mercato. Pesa, inoltre, la carenza di materia prima e componenti chimiche fondamentali per alcuni processi siderurgici, a causa del conflitto russo-ucraino. In aggiunta, la domanda cinese di zinco era attesa in recupero dopo l'abbandono delle stringenti norme sanitarie ma, nei fatti, si è rivelata ancora contratta, complice il rallentamento del settore immobiliare. Non a caso, molte aziende siderurgiche hanno deciso di anticipare, il mese scorso, la tradizionale chiusura per la festività del Capodanno lunare, comunicando di voler pianificare riduzioni produttive per tutto il 2023. In prospettiva, però, gli sforzi globali per la decarbonizzazione metteranno a dura prova l'offerta mondiale di tutti i metalli coinvolti nel processo di elettrificazione dei trasporti, fra cui anche lo zinco. Permangono quindi i motivi di cauto ottimismo legati a una prevedibile ripresa della domanda globale stimolata dal processo di transizione energetica, che dovrebbe amplificare l'erosione delle scorte, viste invece in accumulo per quest'anno.

Nickel: gli investimenti minerari risulteranno adeguati, quando la domanda dovuta alla transizione "green" si farà pressante? Preoccupano il rialzo e l'accresciuta volatilità dei prezzi del nickel registrati in queste prime settimane dell'anno. Il principale motivo del rincaro sui mercati finanziari è legato ad un aspetto tecnico che ha visto protagonisti alcuni operatori di trading sulle commodity, costretti a comprare rapidamente molti contratti di forniture di nickel per coprire la mancanza di garanzie di prodotto "fisico" su contratti di vendita verso terzi. Questa situazione ha

creato un'anomala tensione rialzista sui prezzi, legata quasi esclusivamente ad un errore sui contratti finanziari, piuttosto che ad una reale esigenza di metallo per l'industria. Per questo motivo, non è da escludere che - vista l'accelerazione registrata dalle quotazioni, che ha reso proibitivi i costi di approvvigionamento degli operatori "fisici" (i quali realmente utilizzano la materia prima) - si verifichi un fisiologico un calo della richiesta, che determinerebbe uno storno dei prezzi di breve periodo. Sullo sfondo non cambia invece la previsione sull'aumento della domanda globale di nickel: il consenso di mercato indica che la richiesta potrebbe salire di oltre il 40% entro il 2030, a causa del forte utilizzo nelle batterie che alimentano i veicoli elettrici. Gli alti prezzi degli ultimi anni hanno favorito gli investimenti e l'efficientamento del comparto (una peculiarità che lo distingue dagli altri metalli) ma resta comunque più di un dubbio se questo sia sufficiente a fronteggiare la pressione che arriverà dalla transizione "green". I prezzi rischiano di restare comunque caratterizzati da un'alta volatilità, dovuta a un aumento dell'offerta e al venir meno del premio al rischio generato dalle attuali tensioni geopolitiche.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	17.02.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.696,1	4,4	6,3	-13,9	1,2
Rame (\$)	8.987,5	11,3	11,3	-9,7	7,4
Alluminio (\$)	2.387,5	-1,7	0,1	-26,8	0,4
Zinco (\$)	3.085,8	2,1	-13,0	-14,3	2,7
Nickel (\$)	25.793,0	1,6	15,9	6,8	-14,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve termine e Moderatamente Positivo nel lungo termine. Ribadiamo il nostro scenario distinguendo fra cautela nel breve e un maggior livello di ottimismo nel medio-lungo termine. Il cambio di strategia sanitaria da parte della Cina può favorire il recupero della domanda di metalli e, di conseguenza, il rialzo delle quotazioni. L'elemento che preoccupa maggiormente gli operatori, ed in grado di peggiorare lo scenario, sarebbe invece il mancato concretizzarsi delle aspettative accomodanti sulle politiche monetarie delle principali banche centrali, viste le perplessità emerse nelle ultime settimane. I dubbi circa le future mosse sui tassi di interesse statunitensi hanno portato ad un nuovo rafforzamento del dollaro: un aspetto negativo per i prezzi dei metalli e, in generale, per tutte le materie prime. Qualora l'inflazione risultasse più elevata del previsto, i tassi rischierebbero di crescere più di quanto stimato attualmente dal mercato o di rimanere su livelli alti per molto più tempo del previsto, alimentando la corsa della valuta USA e complicando il quadro: proprio per questo insieme di elementi, restiamo scettici sul rialzo attuale dei Metalli industriali, mantenendo cautela sulla prima parte dell'anno. Allo stesso tempo, confermiamo un maggior ottimismo su di un orizzonte di più lungo periodo: la domanda di Metalli industriali potrebbe tornare a crescere, trainata dalla ripresa in Cina e dagli investimenti legati alla transizione ecologica. Il vero fattore di svolta sarà la scarsità di scorte e di offerta, derivante dal basso livello degli investimenti effettuati negli ultimi anni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.987,5	8.550	8.525	8.500	8.500	9.100
Alluminio (\$)	2.387,5	2.453	2.415	2.500	2.481	2.713
Zinco (\$)	3.085,8	3.103	3.050	3.029	3.100	3.008
Nickel (\$)	25.793,0	26.475	25.500	23.413	24.000	23.523

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

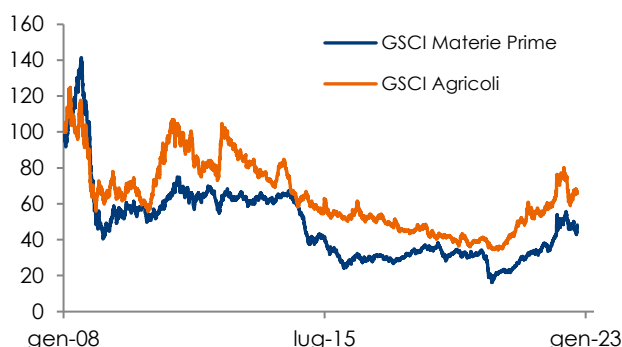
	Valore 17.02.23	1° trim. 2023	2° trim. 2023	3° trim. 2023	Anno 2023	Anno 2024
Rame (\$)	8.987,5	8.000	8.200	8.500	8.350	9.200
Alluminio (\$)	2.387,5	2.450	2.500	2.500	2.500	2.700
Zinco (\$)	3.085,8	2.900	3.100	3.200	3.150	3.500
Nickel (\$)	25.793,0	28.000	27.500	26.500	27.000	26.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti agricoli: i rincari dei fattori produttivi rimangono centrali

Le tensioni derivanti dalle condizioni meteo e dal contesto geopolitico, unite al rincaro dei costi produttivi, continuano ad essere i fattori da monitorare. L'analisi del comparto resta sostanzialmente invariata rispetto al mese scorso. Il clima rimane un fattore determinante per le materie prime agricole nel 2023, col fenomeno de La Niña al centro delle osservazioni. Il timore è che possano ripetersi i fenomeni climatici estremi che hanno danneggiato i raccolti in Sud America e Australia lo scorso anno. Confermato anche il fattore geopolitico: è probabile che le perdite di produzione agricola registrate nel 2022 si accentuino nel 2023. Le esportazioni di cereali dall'Ucraina sono riprese, grazie al rinnovo dell'accordo sul trasporto via mare dei cereali attraverso il Mar Nero, ma i danni alle superfici coltivate restano e le stime in tal senso parlano di un impatto che ammonterebbe al 40% del prossimo raccolto: un fattore che probabilmente limiterà la produzione di frumento e mais nel biennio 2023-24. 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. Permane, infine, il tema della competizione tra l'uso dei prodotti agricoli come derrata alimentare o per la produzione di carburante. La crescente domanda di combustibili "green", dovuta all'inasprimento delle normative sull'utilizzo dei carburanti di origine fossile, soprattutto in Europa, continuerà a premere su soia, mais e molti oli vegetali. Sfuma invece il tema della divergenza tra le granaglie e le soft commodity, in scia ai minori timori circa il rallentamento economico globale, con relativi riflessi sui consumi delle seconde, considerate meno indispensabili rispetto alle granaglie classiche.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



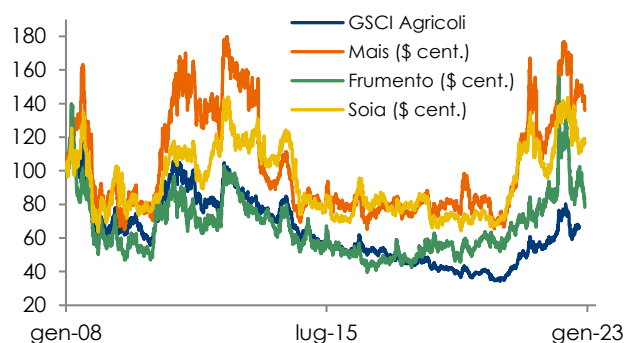
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 17.02.23	Perf. (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	3.352,2	-4,1	48,3	31,0
GSCI Agricoli	566,3	1,3	31,5	45,2
Mais (\$ cent.)	677,8	-0,1	22,6	84,4
Frumento (\$ cent.)	765,5	-3,3	18,9	67,2
Soia (\$ cent.)	1.527,3	0,5	10,4	49,5
Cotone (\$ cent.)	80,3	-3,7	-9,2	6,0
Cacao	2.722,0	4,7	11,2	27,3
Zucchero	21,4	6,8	26,2	60,0
Caffè (arabica)	188,7	12,8	50,1	60,0
Caffè (robusta)	2.085,0	11,6	55,2	15,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	17.02.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	566,3	2,8	2,8	2,8	1,3
Mais (\$ cent.)	677,8	1,5	10,2	4,3	-0,1
Frumento (\$ cent.)	765,5	-5,1	0,3	-4,1	-3,3
Soia (\$ cent.)	1.527,3	7,8	3,5	-4,1	0,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: revisioni nelle stime globali per mais e soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime sui fondamentali di domanda e offerta

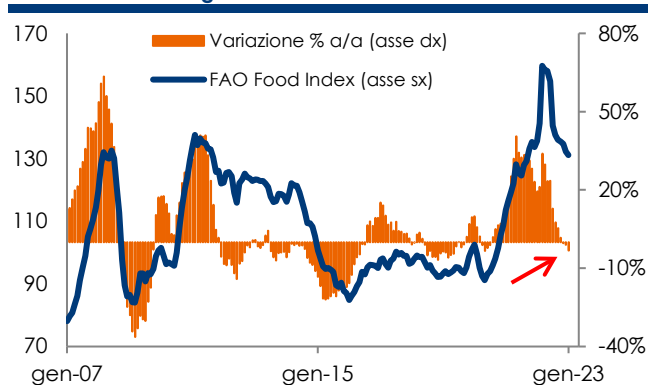
agricola negli Stati Uniti e a livello globale, in particolare per il mais e la soia. La produzione stimata per il **mais** proveniente dall'Argentina è stata rivista al ribasso di 5 milioni di tonnellate (circa 200 milioni di bushel) al valore complessivo di 47 milioni di tonnellate, a causa della siccità in corso in Sud America. Anche le esportazioni argentine di mais sono viste in calo di 3 milioni di tonnellate ma vengono largamente compensate dagli aumenti delle esportazioni previste dal Brasile e dall'Ucraina. Nel complesso, le riserve mondiali di mais si sono leggermente contratte. Anche per la **soia**, la produzione argentina è stata rivista al ribasso di 4,5 milioni di tonnellate a 41 milioni di tonnellate. Anche in questo caso, si segnala un possibile calo delle esportazioni argentine di soia, compensate però dall'aumento dell'export dal Brasile. Le scorte globali per la stagione commerciale 2022/23 si sono ridotte di 1,5 milioni di tonnellate. I prezzi del mais e della soia si sono mantenuti su livelli elevati dalla fine del 2020, quando la forte domanda per entrambe le granaglie, proveniente dalla Cina, si è sommata a raccolti statunitensi inferiori alle attese, generando un'elevata pressione rialzista sulle quotazioni. Infine, l'USDA stima la produzione mondiale di **grano** a 783,8 milioni di tonnellate metriche (mmt), in aumento rispetto alle 781,31 mmt di gennaio. Le esportazioni di grano dalla Russia sono stimate a 43,5 milioni di tonnellate metriche, in aumento rispetto alle 43 mmt del mese scorso, mentre l'USDA stima le esportazioni ucraine a 13,5 milioni di tonnellate metriche, in aumento rispetto alle 13 mmt di gennaio. Le scorte mondiali di grano sono viste a 269,34 mmt a febbraio, in leggero aumento rispetto alle 268,39 mmt stimate a gennaio.

FAO: i prezzi dei prodotti alimentari calano anche a gennaio. I prezzi dei prodotti alimentari globali sono scesi dello 0,8% a gennaio rispetto a dicembre 2022 e del 17,9% rispetto al picco raggiunto a marzo 2022, segnando il decimo calo mensile consecutivo. La riduzione è da imputare al ribasso degli indici dei prezzi degli oli vegetali, dei latticini e dello zucchero, mentre cereali e carni sono rimasti sostanzialmente stabili. L'indice FAO dei prezzi alimentari si attesta così ad una media di 131,2 punti. L'indice relativo ai prezzi dei cereali è rimasto sostanzialmente invariato (+0,1%) rispetto a dicembre, superando del 4,8% il livello dell'anno precedente. Le quotazioni del grano sono diminuite del 2,5% a causa del fatto che la produzione in Australia e in Russia ha superato le aspettative. I prezzi mondiali del mais sono aumentati marginalmente, in scia alla forza delle esportazioni dal Brasile e dei timori per le condizioni di siccità in Argentina. I prezzi del riso, tuttavia, sono aumentati del 6,2% rispetto a dicembre, influenzati da un'offerta in contrazione e da una forte domanda domestica dagli abituali paesi esportatori del Sud Est asiatico. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è sceso del 2,9% a gennaio: le quotazioni degli oli di palma e di soia sono calate a causa della debole domanda globale, mentre quelle degli oli di semi di girasole e di colza sono diminuite a motivo della maggior offerta disponibile. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è sceso dell'1,4% rispetto a dicembre, con prezzi in calo per burro e latte in polvere a causa della combinazione di minor domanda da parte dei principali consumatori e dell'aumento dell'offerta dalla Nuova Zelanda. L'indice dei prezzi della carne ha subito una leggera variazione a gennaio (-0,1% rispetto a dicembre): le ampie esportazioni hanno pesato al ribasso sui prezzi della carne avicola, suina e bovina, mentre i prezzi degli ovini sono aumentati in scia ad una maggiore domanda. L'indice dei prezzi dello zucchero è sceso dell'1,1% rispetto a dicembre. Il raccolto in Thailandia, sopra le attese, e le condizioni meteorologiche favorevoli in Brasile hanno annullato la tensione rialzista sui prezzi dovuta ai timori di minori raccolti in India e alla maggior domanda di materiale per la produzione di etanolo, visto l'aumento dei prezzi della benzina in Brasile.

FAO: in calo la produzione mondiale di cereali. Nel rapporto sulla domanda e l'offerta di cereali, pubblicato a febbraio, la FAO ha alzato le sue previsioni per la produzione mondiale di cereali del 2022: questa risulterà comunque in calo rispetto all'anno precedente. Secondo le nuove previsioni, la produzione 2022 sarà di 2.765 milioni di tonnellate (-1,7% rispetto a quella del 2021) anche se le stime, in costante miglioramento, del frumento in arrivo da Australia e Federazione Russa fanno prevedere comunque una produzione globale record di grano nel 2022. Al contrario, la produzione totale di cereali secondari dovrebbe diminuire del 3,3% rispetto al 2021. Anche la previsione per la produzione globale di riso è stata rivista al ribasso, poiché il raccolto

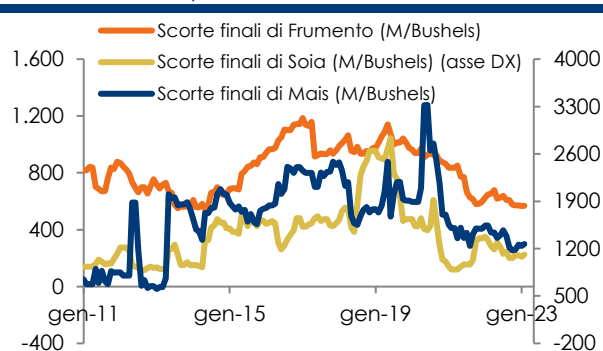
cinese risulterà probabilmente inferiore alle attese, annullando l'effetto positivo dovuto alle revisioni al rialzo per il Bangladesh e per molti altri paesi del Sud asiatico. Di conseguenza, si prevede che la produzione globale di riso diminuirà del 2,6% rispetto al massimo storico del 2021. La FAO 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. 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%. Sono previste semine record in India e relativamente alte in Pakistan, poiché il ristagno delle acque, dovuto alle inondazioni di fine 2022, sta causando meno danni del previsto. 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 questa semina potrebbe evidenziare un calo per via dei bassi livelli di umidità del terreno. Le condizioni meteorologiche, meno rigide del previsto, migliorano le prospettive di resa del mais in Sud Africa. Dal lato dei consumi mondiali, l'utilizzo di cereali nel 2022/23 diminuirà dello 0,7% rispetto alla stagione precedente, per un ammontare di 2.779 milioni di tonnellate; nello specifico, si stima un calo del consumo di mais, mentre l'utilizzo del grano aumenterà e quello del riso avrà percentuali simili a quelle del periodo precedente. Le scorte mondiali di cereali sono viste a 844 milioni di tonnellate alla fine della stagione 2023, portando il rapporto riserve/consumo mondiale per il 2022/23 al 29,5%. La FAO prevede che il commercio internazionale di cereali nel 2022/23 cali dell'1,7% rispetto al livello record della precedente stagione.

FAO Food Index da gennaio 2007



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2023)

Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo (febbraio 2023)

Outlook Neutrale: impatto delle condizioni meteo e rincaro dei fattori produttivi restano i temi di fondo. Non cambia la sostanza dello scenario sugli Agricoli: l'impatto delle condizioni climatiche, le tensioni geopolitiche e il rincaro dei fattori produttivi restano gli elementi che condizioneranno maggiormente il quadro del comparto quest'anno. Pur rimanendo inalterati i timori legati all'offerta, in realtà le tensioni sulle quotazioni delle derrate alimentari sono leggermente calate nell'ultimo mese, favorendo il consolidamento su prezzi elevati; si conferma peraltro il permanere di possibili rischi di ulteriori rincari. L'assenza di precipitazioni in alcune parti dell'Argentina, del Brasile meridionale e degli Stati Uniti, lo scorso anno, ha avuto un impatto sulle colture di caffè, mais, cotone, soia, zucchero e frumento ma le ultime stime (anche della FAO) hanno smussato gli effetti negativi sui prezzi di questi eventi. Riconfermiamo come sia fondamentale un ritorno a condizioni meteorologiche più vicine alla media storica, che rendano meno aleatorie le stime sulla produzione agricola e, quindi, sull'offerta commerciale. Un auspicio, quello che si riesca rallentare il più possibile il cambiamento climatico, che appare di difficile realizzazione, almeno nel breve termine. Il protrarsi di condizioni climatiche imprevedibili e dagli effetti negativi

amplificati accresce la probabilità che si ripropongano gli stessi impatti negativi sulle colture anche quest'anno, aumentando la pressione sui prezzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	17.02.23	2023	2023	2023	2023	2024
Mais (\$ cent.)	677,8	680,0	660,0	623,0	640,0	615,0
Fruento (\$ cent.)	765,5	765,0	740,0	746,7	730,0	755,0
Soia (\$ cent.)	1.527,3	1.520,0	1.450,0	1.375,0	1.420,0	1.325,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	17.02.23	2023	2023	2023	2023	2024
Mais (\$ cent.)	677,8	630	627	623	625	620
Fruento (\$ cent.)	765,5	725	720	720	720	710
Soia (\$ cent.)	1.527,3	1.400	1.380	1.360	1.370	1.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Confermiamo le possibili pressioni al rialzo sui prezzi delle materie prime coloniali nel corso dell'anno. La dinamica dei prezzi delle coloniali risentirà più della scarsità delle forniture (offerta) che del calo dei consumi (domanda), visti i minori timori di rallentamento economico nelle principali aree di consumo. Al contrario, sono proprio le aree di produzione di molte di queste colture a rischiare di essere investite dagli anomali fenomeni metereologici che rappresentano il principale fattore di attenzione, al centro dello scenario 2023. Confermiamo quindi sia il quadro di consolidamento su livelli alti dei prezzi, che i forti rischi di ulteriori rincari, forse ancora non del tutto incorporati dalle previsioni di mercato.

Cotone: inflazione, consumi e geopolitica restano i temi chiave. Il cotone e, in generale, tutte le fibre di origine naturale rischiano di restare sotto pressione anche quest'anno: la loro origine geografica (provengono principalmente da Asia e Africa) le espone a rischi climatici e geopolitici. Negli ultimi cicli, le colture di cotone sono state danneggiate dagli effetti climatici (in particolare dal clima secco, sotto l'influenza del fenomeno La Niña, e dalle gelate verificatesi nell'inverno del 2021, che hanno avuto un impatto negativo sulla produzione nel 2022) e dai conflitti politici. Il documento World Natural Fiber Update, pubblicato a gennaio, segnala flessioni nella produzione di tutte le fibre naturali nel 2022, i cui effetti si riverbereranno anche sui dati del 2023. Nel dettaglio: la produzione mondiale di fibre naturali nel 2022 è stimata in 32 milioni di tonnellate, circa 1 milione in meno rispetto a quella del 2021 ma complessivamente in rialzo rispetto al minimo del 2020, l'anno in cui la pandemia ha inciso in maniera determinante. Preoccupa in particolare la produzione mondiale di cotone che, secondo l'ICAC (International Cotton Advisory Committee), è prevista a 24,2 milioni di tonnellate nel 2022/23 (da agosto a luglio), 700.000 tonnellate in meno rispetto al 2021/22). Un quadro che, per ora, non sta eccessivamente spingendo le quotazioni ma che resta un fattore di possibile miglioramento per lo scenario del comparto. Permane poi la questione relativa alla fine della politica cinese "zero Covid", anch'essa un elemento di sostegno per il cotone, che si candida ad essere tra i principali beneficiari delle riaperture. E' possibile che i prezzi del cotone si mantengano, nel corso dell'anno, su livelli simili (o poco sotto) quelli attuali, anche se inizia ad emergere qualche elemento di maggior tensione rialzista nelle previsioni di consenso.

Zucchero: anche la Thailandia (dopo Brasile e India) aumenta produzione ed esportazioni di zucchero, alimentando il surplus. Lo scenario ribassista sullo zucchero acquisisce un nuovo elemento, cioè il forte dato sulla produzione ed esportazione dalla Thailandia. Nella stagione 2021/22 la Thailandia ha prodotto 10,15 milioni di tonnellate di zucchero raffinato (avendo prodotto circa 92 milioni di tonnellate di canna da zucchero) ed ha esportato circa 7,7 milioni di tonnellate. A deprimere i prezzi ha concorso anche la volontà del Governo del paese di aumentare sensibilmente quest'anno le esportazioni di zucchero, fino a 9 milioni di tonnellate (+17% rispetto ai volumi precedenti). La Thailandia è uno dei maggiori esportatori globali del prodotto: l'obiettivo produttivo del 2023 è stato fissato a 11,5 milioni di tonnellate di zucchero, macinando una probabile produzione di 106 milioni di tonnellate di canna (nel 2022 il raccolto di canna ha toccato i 100 milioni di tonnellate), a fronte di un consumo medio domestico di soli 2,5 milioni di tonnellate per anno. E' probabile quindi che il resto del prodotto raffinato finirà per

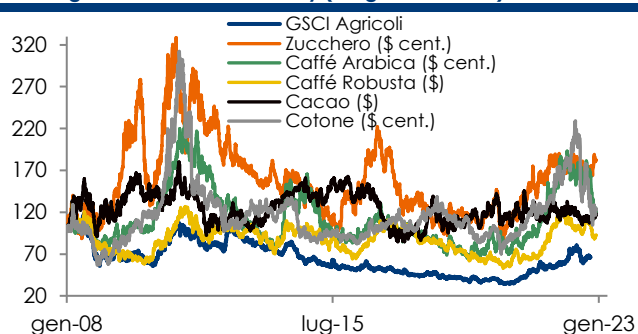
alimentare il surplus sui mercati internazionali. A novembre 2022, infatti, l'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO) aveva già comunicato di aspettarsi, nel 2022/23, un mercato mondiale della commodity in surplus di circa 6,2 milioni di tonnellate (in aumento rispetto alla precedente stima di 5,6 milioni di tonnellate) a causa della maggior produzione in molte aree. In conclusione, l'incremento della produzione e del commercio di zucchero rischia di aggravare ulteriormente lo scenario di surplus a livello globale, confermando le previsioni di calo dei prezzi del dolcificante. Resta un solo fattore di possibile tensione rialzista: la produzione di etanolo in scia alla necessità di biocombustibili, un elemento che potrebbe tornare al centro del quadro se le quotazioni petrolifere dovessero tornare a crescere.

Caffè: i primi dati CONAB per il 2023 stimano una produzione molto forte in Brasile. La prima stima CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) relativa al raccolto di caffè del Brasile del 2023 stima 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). Per il caffè Arabica, le prime stime CONAB indicano una ripresa della produzione nel Minas Gerais, principale area di produzione di quella variante. Nel complesso, la resa medie attese negli stati di Minas Gerais, São Paulo e Paraná sono in miglioramento: questo dovrebbe portare a una aspettativa di produzione di 37,43 milioni di sacchi di caffè Arabica lavorato, +14,4% rispetto al volume ottenuto del 2022. Per la Robusta, dopo il raccolto record del 2022, le prospettive per la stagione in corso segnalano una certa riduzione del potenziale produttivo a causa delle pessime condizioni climatiche registrate nello stato di Espírito Santo, principale area di coltivazione della Robusta. Nonostante l'aumento della superficie coltivata, la stima della resa media dovrebbe subire un calo rispetto al raccolto precedente, portando la produzione attesa a 17,51 milioni di sacchi (-3,8% rispetto al 2022). Infine, la CONAB ha comunicato i dati commerciali relativi al 2022: il Brasile si è confermato come primo produttore mondiale, seguito da Vietnam e Colombia, pur avendo esportato nel 2022 39,8 milioni di sacchi di caffè, -6,3% rispetto all'anno precedente. La principale causa della flessione è stato il cambio sfavorevole (un real apprezzatosi troppo contro dollaro), unito a una riduzione dell'offerta nel periodo in esame. La CONAB conclude ribadendo che le colture di caffè sono state danneggiate dagli effetti climatici (in particolare dal clima secco sotto l'influenza del fenomeno de La Niña) e dalle gelate verificatesi nell'inverno del 2021, che hanno avuto un impatto negativo sulla produzione nel 2022: tutti fenomeni che rischiano di ripresentarsi anche nel 2023.

Cacao: i dati di inizio anno sull'export di fave di cacao confermano lo scenario di deficit produttivo tratteggiato dall'ICCO. Si rafforza lo scenario di tensione sul cacao per il 2023. I dati relativi al mese di gennaio per l'export di fave di cacao dalla Costa d'Avorio confermano un quadro di preoccupante indisponibilità del prodotto. Molti esportatori ivoriani hanno dichiarato di non poter rispettare i contratti relativi alle forniture di questa prima parte dell'anno a causa della carenza di prodotto, che ammonterebbe a circa 150.000 tonnellate di fave di cacao. Nel corso delle ultime settimane, la Costa d'Avorio si è trovata a dover fare i conti con una siccità particolarmente forte, benché ci si trovi comunque nel pieno della stagione secca, che va da novembre a marzo. La carenza di precipitazioni, ancora nettamente al di sotto della media, non minaccia il raccolto di fave di cacao nel suo complesso, ma amplia i timori che questo sia comunque in calo rispetto alla passata stagione. Lo scenario tratteggiato dall'International Cocoa Organization (ICCO) il 1° dicembre scorso sembrerebbe trovare già qualche conferma. La stagione in corso è prevista registrare un deficit di circa 300.000 tonnellate, rispetto al disavanzo di circa 230.000 tonnellate stimato in precedenza. Infatti, l'ICCO ha rivisto al ribasso le previsioni sulla produzione mondiale a 4,8 milioni di tonnellate (-420.000 tonnellate a/a), mentre ha mantenuto stabili le stime sul consumo mondiale di cacao, prevedendo però un aumento

dell'attività di macinazione a 5,1 milioni di tonnellate complessive, rispetto ai 5 milioni di tonnellate della stagione precedente. Un quadro che dovrebbe portare sia le scorte finali che il rapporto scorte/consumi a diminuire più di quanto atteso in precedenza. Lo scenario resta complicato: non è tuttavia detto che la produzione mondiale risulti così scarsa come stimato e ciò ci fa mantenere un profilo ribassista delle previsioni di prezzo, complice anche un possibile calo dei consumi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	17.02.23	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	566,3	2,8	2,8	2,8	1,3
Cotone	80,3	-7,8	-32,2	-34,2	-3,7
Cacao	2.722,0	12,1	13,4	5,1	4,7
Zucchero	21,4	8,5	17,4	17,1	6,8
Caffè (arabica)	188,7	23,6	-13,2	-25,0	12,8
Caffè (robusta)	2.085,0	14,1	-6,3	-8,2	11,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	17.02.23	2023	2023	2023	2023	2024
Cotone	80,3	84,8	81,0	83,5	84,1	90,5
Cacao	2.722,0	2.603	2.400	2.353	2.380	2.420
Zucchero	21,4	19,6	18,6	18,0	18,5	17,0
Caffè (arabica)	188,7	170,0	180,0	175,0	177,5	171,1
Caffè (robusta)	2.085,0	1.900	1.915	1.900	1.841	1.894

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	17.02.23	2023	2023	2023	2023	2024
Cotone	80,3	80,0	79,0	77,0	78,0	76,0
Cacao	2.722,0	2.380,0	2.350,0	2.330,0	2.340	2.280
Zucchero	21,4	17,8	17,5	17,3	17,4	16,2
Caffè (arabica)	188,7	170	180	180	175	160
Caffè (robusta)	2.085,0	1.900	1.800	1.800	1.800	1.630

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 24.01.2023.

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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi