

Focus

## Il settore orafa italiano nel 1° trimestre 2022

Dopo il completo recupero dei livelli pre-crisi realizzato nel 2021, la domanda mondiale di gioielli in oro segna un calo nel 1° trimestre 2022 (-6,9%). Il settore orafa italiano, rafforza comunque il suo trend di crescita nei mercati internazionali con variazioni rispetto al 2021 superiori al 30% sia in valori, sia in quantità, che raggiungono livelli superiori al 9,1% rispetto al 2019.

## Materie prime: un cambio di mentalità

Rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti.

## Metalli preziosi: colpiti dalla stretta della Fed

Condizioni monetarie restrittive e forte dollaro americano costituiscono due grandi ostacoli per il complesso dei metalli preziosi. Tuttavia, nei prossimi mesi la quotazione dell'oro potrebbe recuperare parte del terreno perso, poiché ci attendiamo un moderato aumento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da alti prezzi dell'energia e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, una ripresa della domanda nel settore della gioielleria in Cina e India e maggiori acquisti di oro effettuati dalle banche centrali nel tentativo di diversificare le riserve ufficiali.

Giugno 2022

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

**Stefania Trenti**

Economista - Industry

**Sara Giusti**

Economista - Industry

**Daniela Corsini, CFA**

Economista - Materie Prime

## Il settore orafa italiano nel 1° trimestre 2022

La domanda mondiale di gioielli in oro segna nel 1° trimestre 2022 un calo del -6,9% rispetto al 2021, dopo aver realizzato l'anno precedente un pieno recupero dei livelli pre-crisi. Il settore orafa italiano, ha mostrato comunque una buona dinamica sui mercati internazionali: le esportazioni hanno registrato rispetto al 1° trimestre 2021 una crescita superiore al 30% sia in valore, sia in quantità e anche nel confronto con il pre-crisi le vendite estere in quantità hanno registrato una crescita del +9,1%. Con oltre 250 milioni di esportazioni, gli Stati Uniti consolidano la propria posizione di primo mercato di riferimento, in crescita del +29,2% rispetto al periodo gennaio-marzo 2021.

**Stefania Trenti**  
**Sara Giusti**

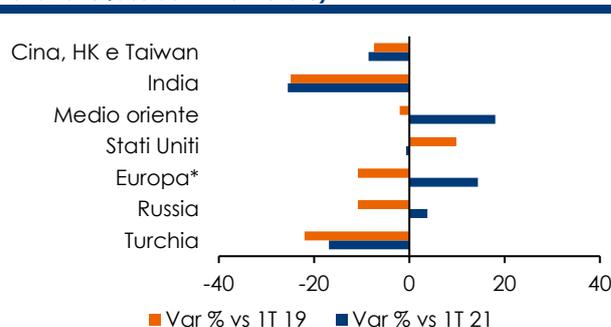
Dopo un 2021 che aveva visto il ritorno della domanda mondiale di gioielli in oro in linea con il 2019, nel 1° trimestre 2022 si rileva un calo dei livelli complessivi che si sono attestati a 474 tonnellate con un ritardo del -6,9% rispetto all'anno precedente e del -11,4% rispetto al 1° trimestre 2019 (Fig. 1). I mercati che scontano il ritardo maggiore sono quello indiano (-26%) e quello cinese (-8%) che rappresentano più della metà del dato mondiale; al netto di questi mercati la domanda mondiale ha mostrato una crescita del 7%. Se si analizza il livello del 1° trimestre con il corrispondente periodo del 2019, si può notare come tutti i principali mercati mostrano ancora un divario, con un'unica eccezione degli Stati Uniti che hanno superato il dato del 2019 del +10%, sostenuti ancora da risparmi elevati accumulati durante la pandemia (Fig. 2). Per il mercato cinese i mesi di gennaio e febbraio avevano visto un buon andamento delle vendite di gioielli grazie allo stimolo dei festeggiamenti del Capodanno e all'orientamento dei rivenditori verso prodotti in oro più pesanti, ma il forte aumento del prezzo dell'oro a fine febbraio in seguito allo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina e le ulteriori restrizioni dettate dall'approccio "Zero-Covid" che ha imposto blocchi in città come Shanghai e Shenzhen, hanno determinato impatti negativi sulla domanda. Per il mercato indiano, oltre all'aumento dei prezzi dell'oro che ha determinato una tendenza a posticipare gli acquisti di gioielli in attesa di quotazioni più favorevoli, si è unita anche la mancanza di matrimoni che hanno impattato negativamente sull'andamento della domanda.

**Fig. 1 – Domanda mondiale di gioielli in oro (livelli in tonnellate e variazione % tendenziale)**



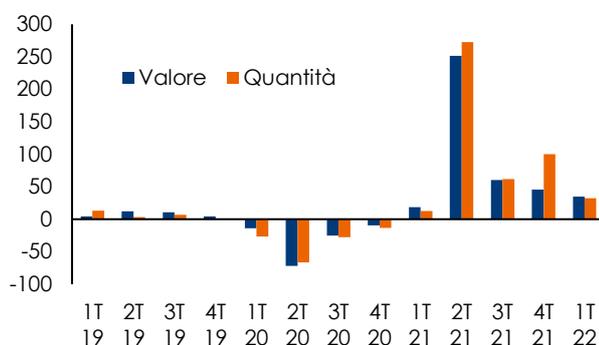
Fonte: World Gold Council - Gold Demand Trend

**Fig. 2 – Domanda di gioielli in oro: 2021 verso 2020 e 2019 (variazione % su dati in tonnellate)**

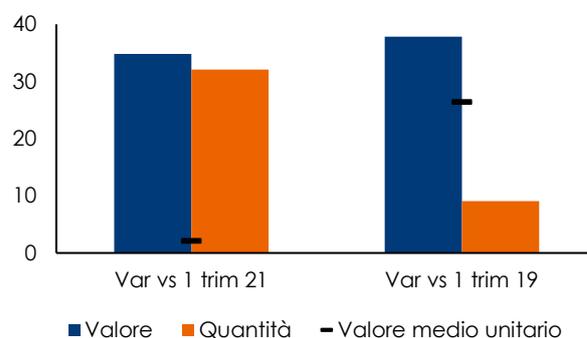


Nota: (\*) Al netto della Russia. I paesi sono esposti in ordine decrescente per valore della domanda nel 2021. Fonte: World Gold Council – Gold Demand Trend

Il settore orafa italiano ha continuato a mostrare una buona dinamica sui mercati internazionali, nel 1° trimestre 2022 ha realizzato 1,8 miliardi di esportazioni con un incremento di oltre il 30% sia in valore, sia in quantità; nel confronto con il 2019 si rileva l'ampliarsi della differenza tra variazione in valore (+37,8%) rispetto alla variazione in quantità (+9,1%) che conferma la crescita registrata anche dall'indice dei prezzi alla produzione esteri (+16,2% sul 2019, Fig. 4).

**Fig. 3 – Evoluzione trimestrale delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* (var. %)**

Nota: (\*) Codice 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 4 – Andamento delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* nel 2022 rispetto 1° trimestre 2021 e 2019 (var. %)**

Nota: (\*) Codice 711319. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Gli Stati Uniti hanno confermato il ruolo di primo mercato di sbocco con una crescita nel 1° trimestre del 29,2% in valore e del 10,1% in quantità con un effetto complessivo di incremento del valore medio unitario nel 1° trimestre del 17,3%. Bene anche l'export in valore verso gli Emirati Arabi Uniti che cresce del 10,2% con una sostanziale stabilità in quantità che determina un incremento del valore medio del 12,6%. In netta crescita anche i flussi verso Svizzera (+33,1%) e Francia (+48,7%) che rappresentano poli logistici e mercati di riferimento per le grandi maison del lusso, a cui si affianca un balzo ancora più forte in quantità con una conseguente contrazione del valore medio unitario rispetto al 1° trimestre dell'anno precedente. (Tab. 1).

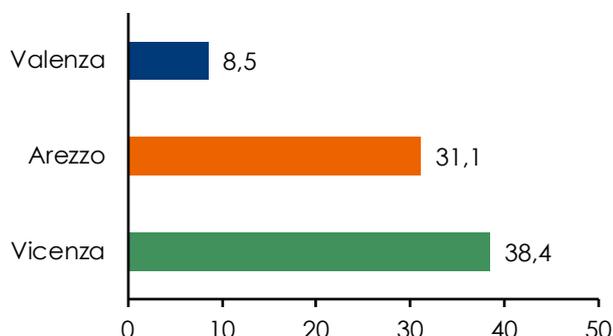
**Tab. 1 - Evoluzione delle esportazioni italiane di gioielli in oro\* nei principali mercati di sbocco (milioni di euro; variazioni %; tonnellate)**

	Valori				Quantità				Valore Medio Unitario
	2021 (milioni)	Peso %	1 trim 2022	Var. % vs 1 trim 2021	2021 (tonn.)	Peso %	1 trim 2022	Var. % vs 1 trim 2021	Var. % vs 1 trim 2021
<b>Totale</b>	<b>6.647</b>	<b>100,0</b>	<b>1.798</b>	<b>34,8</b>	<b>252,1</b>	<b>100,0</b>	<b>53,7</b>	<b>32,1</b>	<b>2,1</b>
Stati Uniti	1.005	15,1	251	29,2	66,7	26,5	8,3	10,1	17,3
Emirati Arabi Uniti	901	13,6	229	10,2	21,7	8,6	5,1	-2,2	12,6
Svizzera	759	11,4	198	33,1	10,3	4,1	3,2	42,6	-6,6
Francia	590	8,9	139	48,7	13,6	5,4	4,7	64,0	-9,3
Irlanda	476	7,2	131	18,0	10,4	4,1	1,8	10,6	6,7
Hong Kong	407	6,1	103	-6,7	11,3	4,5	2,6	-9,6	3,2
Turchia	344	5,2	108	44,2	10,2	4,0	3,0	34,1	7,5
Sud Africa	309	4,7	90	34,9	11,0	4,4	2,9	16,9	15,3
Repubblica dominicana	140	2,1	42	90,5	5,2	2,1	1,5	61,3	18,1
Germania	134	2,0	39	119,8	24,7	9,8	2,6	91,9	14,5
Regno Unito	127	1,9	31	95,5	6,8	2,7	1,4	51,7	28,9
Messico	104	1,6	36	88,2	4,2	1,7	1,4	98,1	-5,0

Nota: (\*) Codice 711319. I paesi sono in ordine decrescente per valori di esportazioni nel 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

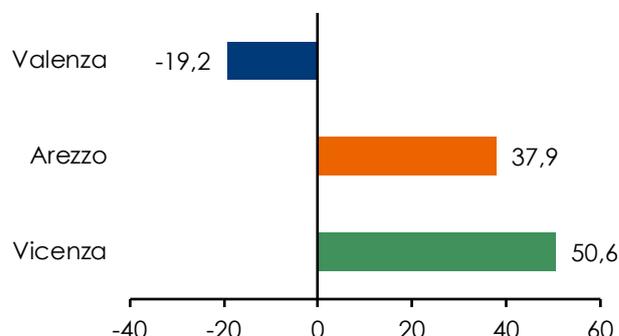
Dal punto di vista delle specializzazioni distrettuali, il 1° trimestre 2022 ha mostrato una crescita delle esportazioni diffusa a tutti e tre i distretti monitorati con tassi superiori al 30% per Arezzo e Vicenza e più contenuti per il distretto di Valenza che si attesta al +8,5% (Fig. 5). Nel confronto con il pre-crisi si rileva un superamento consistente dei valori di esportazioni sia per Arezzo (+37,9%) sia per Vicenza (+50,6%), solo parzialmente giustificato dalla crescita dei prezzi alla produzione estera che si attesta al 16,2% nel confronto con il 1° trimestre 2019. Per il distretto di Valenza invece, si rileva ancora un divario pari al -19,2%, dato comunque più contenuto del ritardo registrato nel 2021 che si attestava al -30,6%; questo risultato può essere condizionato più che per gli altri due distretti dal ruolo e dalle policy di prezzo attuate dalle multinazionali che non sono di facile interpretazione da una lettura dei risultati in valore e che possono quindi sottostimare l'effettiva ripresa (il dato a livello territoriale non è disponibile in quantità) (Fig. 6).

**Fig. 5 – Evoluzione delle esportazioni nel 1° trimestre 2022 di gioielleria e bigiotteria\* (var. % con il corrispondente periodo dell'anno precedente a prezzi correnti)**



Nota: (\*) Codice Ateco 3.21. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

**Fig. 6 – Evoluzione delle esportazioni nel 1° trimestre 2022 di gioielleria e bigiotteria\* a confronto con il periodo pre-Covid (var. % a prezzi correnti)**



Nota: (\*) Codice Ateco 3.21. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Continua il trend positivo delle esportazioni del distretto orafico di Vicenza: nel 1° trimestre 2022 le vendite all'estero sono state pari a circa 490 milioni di euro, in crescita di oltre 135 milioni rispetto al 1° trimestre 2021 (+38,4%) e di circa 165 milioni di euro rispetto al periodo gennaio-marzo del 2019 (+50,6%). Gli Stati Uniti si confermano come primo mercato di riferimento con un valore più che raddoppiato a marzo 2022 rispetto al 2019; raddoppiano rispetto al pre-crisi anche le esportazioni verso il Sudafrica (+104,8%) e mostrano andamenti positivi con un pieno superamento del valore pre-crisi anche gli Emirati Arabi Uniti che rappresentano più del 10% delle esportazioni del distretto. I mercati che non hanno ancora recuperato il valore del 2019 sono Hong Kong (-39,7%) e la Svizzera (-12,8%), anche se nel 1° trimestre 2022 hanno comunque mostrato tassi di variazione positivi. (Tab. 2).

**Tab. 2 – Esportazioni del distretto orafico di Vicenza (milioni di euro; variazioni % tendenziali)**

	2021				1 trimestre 2022		
	Milioni di euro	Comp. %	Var. % vs 2020	Var. % vs 2019	Milioni di euro	Var % vs 1 trim 21	Var % vs 1 trim 2019
<b>Totale</b>	<b>1.712,8</b>	<b>100,0</b>	<b>57,1</b>	<b>23,5</b>	<b>489,9</b>	<b>38,4</b>	<b>50,6</b>
Stati Uniti	469,8	27,4	74,1	81,0	120,2	28,9	113,8
Emirati Arabi Uniti	207,6	12,1	101,3	9,6	64,6	49,1	45,7
Sudafrica	118,5	6,9	50,9	77,6	36,8	29,6	104,8
Hong Kong	84,0	4,9	32,3	-46,5	26,7	35,4	-39,7
Romania	74,5	4,4	40,0	13,4	21,3	4,2	52,5
Regno Unito	57,7	3,4	48,2	39,2	14,1	68,8	80,5
Malaysia	57,5	3,4	75,9	242,0	23,0	11,9	661,1
Francia	52,3	3,1	14,4	12,9	16,8	37,8	68,4
Turchia	46,4	2,7	61,2	20,5	14,4	58,7	26,7
Messico	45,6	2,7	176,6	47,5	16,0	95,3	105,6
Germania	45,0	2,6	9,3	11,9	13,7	86,8	65,7
Svizzera	43,8	2,6	-3,3	-8,9	9,8	15,1	-12,8

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21  
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Si rafforza il trend positivo per il distretto orafico di Arezzo: nel 1° trimestre 2022 le esportazioni del distretto toscano sono state pari a 731 milioni di euro con una crescita del 31,1%, superiore alla variazione media registrata nell'anno precedente che si era attestata al 23,5%. Gli Emirati Arabi Uniti si confermano il primo mercato di riferimento e nonostante la leggera contrazione registrata nei primi tre mesi (-2,0%) mostrano comunque un valore superiore al 1° trimestre 2019 del +12,5%. In accelerazione le vendite verso gli Stati Uniti che, grazie alla crescita del +26,6%, hanno più che raddoppiato il valore pre-Covid. Si segnala, inoltre, il rafforzamento delle relazioni con il Sudafrica (+49,5%) e con l'Algeria che nel 1° trimestre ha realizzato acquisti dal distretto di Arezzo in linea con il dato annuale del 2021; questo andamento è legato in particolare a dei provvedimenti

legislativi adottati dal mercato nordafricano che a fine 2021 ha semplificato l'operatività e le modalità di regolamento e ha quindi riaperto un'operatività che era stata penalizzata (Tab. 3).

**Tab. 3 – Esportazioni del distretto oro di Arezzo (milioni di euro; variazioni % tendenziali)**

	2021				1 trimestre 2022		
	Milioni di euro	Comp. %	Var. % vs 2020	Var. % vs 2019	Milioni di euro	Var % vs 1 trim 21	Var % vs 1 trim 2019
<b>Totale</b>	<b>2.635,6</b>	<b>100,0</b>	<b>73,5</b>	<b>23,5</b>	<b>731,3</b>	<b>31,1</b>	<b>37,9</b>
Emirati Arabi Uniti	653,5	24,8	117,3	16,4	157,4	-2,0	12,5
Stati Uniti	375,0	14,2	80,8	83,2	91,4	26,6	117,0
Turchia	270,1	10,2	103,6	35,9	87,6	47,2	67,2
Hong Kong	201,6	7,6	30,0	-32,4	51,5	12,6	-35,2
Francia	169,8	6,4	22,2	21,8	56,9	44,6	72,0
Sudafrica	125,0	4,7	97,8	590,2	37,4	49,5	641,8
Rep. Dominicana	114,5	4,3	75,6	28,6	30,9	37,6	43,4
Panama	63,5	2,4	200,3	1,0	24,5	67,6	20,8
Spagna	62,3	2,4	70,9	15,1	21,3	69,7	67,8
Germania	48,9	1,9	3,4	8,3	16,9	89,6	65,5
Canada	46,1	1,8	34,9	5,7	8,4	8,3	-5,0
Regno Unito	43,8	1,7	25,3	20,3	9,6	58,8	32,0
Giordania	39,5	1,5	295,7	60,0	13,4	79,8	64,1
Algeria	26,9	1,0	n.s.	n.s.	26,5	n.s.	n.s.

Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Il distretto oro di Valenza Po ha realizzato 370,6 milioni di euro di esportazioni, in crescita di circa 30 milioni rispetto all'anno precedente (+8,5%), ma ancora inferiori di circa 88 milioni di euro rispetto al 1° trimestre 2019 (-19,2%). Il dettaglio dei principali mercati di sbocco può offrire un'interpretazione all'andamento registrato dal distretto: si può rilevare un importante condizionamento dalle scelte logistiche di alcuni importanti operatori, che si possono ricavare dal forte incremento registrato dalle vendite verso l'Irlanda che, a partire dal 2020, è diventato il primo mercato di sbocco con più di un terzo di tutte le esportazioni del distretto, mentre nel 2019 rappresentava poco più del 4%. Penalizzate invece le esportazioni verso Hong Kong in calo nel 1° trimestre 2022 (-62,3%) e verso la Svizzera che mostrano un ritardo rispetto al 2019 di oltre l'80%. (Tab. 4).

**Tab. 4 – Esportazioni del distretto oro di Valenza Po (milioni di euro; variazioni % tendenziali)**

	2021				1 trimestre 2022		
	Milioni di euro	Comp. %	Var. % vs 2020	Var. % vs 2019	Milioni di euro	Var % vs 1 trim 21	Var % vs 1 trim 2019
<b>Totale</b>	<b>1.445,5</b>	<b>100,0</b>	<b>24,0</b>	<b>-30,6</b>	<b>370,6</b>	<b>8,5</b>	<b>-19,2</b>
Irlanda	481,7	33,3	61,2	434,4	129,6	9,6	n.s.
Hong Kong	183,6	12,7	54,2	9,1	25,0	-62,3	-45,2
Stati Uniti	154,7	10,7	50,0	-33,1	26,5	-9,8	-52,2
Francia	154,1	10,7	-32,4	-69,1	54,5	63,1	-20,2
Svizzera	137,0	9,5	-21,3	-80,7	39,7	17,3	-80,9
Cina	39,3	2,7	384,9	n.s.	3,1	-60,5	429,8
Giappone	29,0	2,0	-12,9	4,8	6,5	65,1	48,3
Emirati Arabi Uniti	23,3	1,6	67,7	3,2	6,4	57,5	55,8
Germania	22,8	1,6	17,0	-30,7	6,9	215,7	-14,5
Regno Unito	20,5	1,4	-58,0	-75,6	9,9	477,4	-26,4
Corea	20,3	1,4	129,2	98,5	10,8	57,9	244,1
Russia	19,4	1,3	63,4	-8,7	3,6	-19,0	-19,3

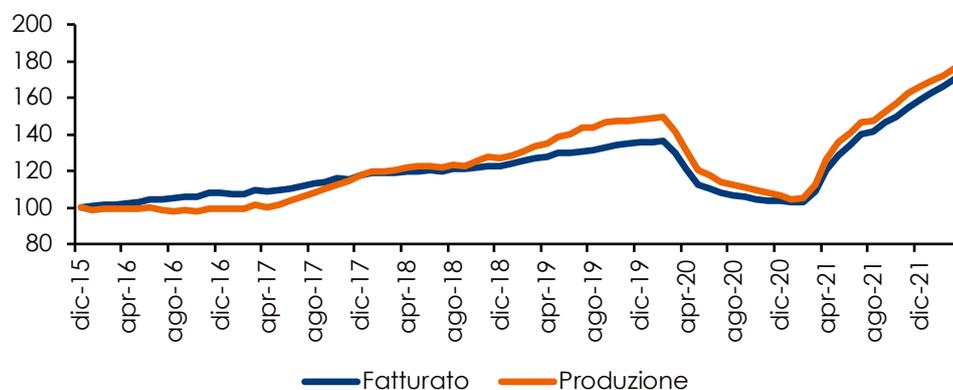
Nota: i paesi sono rappresentati in ordine decrescente per valore delle esportazioni nel 2021. Codice Ateco 3.21

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

Gli indici di fatturato e produzione confermano la buona tenuta del settore: nella media del 1° trimestre 2022 il fatturato ha mostrato incrementi nell'ordine del 35% sia rispetto all'anno precedente (+35,3%), sia rispetto alla media del 1° trimestre 2019 (+34,5%), confermata anche

dalla crescita della produzione che si allinea su variazioni pari al +29,2% nel confronto con il 2021 e un superamento dei valori pre-crisi del 28,3% (Fig. 9).

**Fig. 9 – Evoluzione di produzione e fatturato del settore gioielleria e bigiotteria (medie mobili a 12 mesi)**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Istat

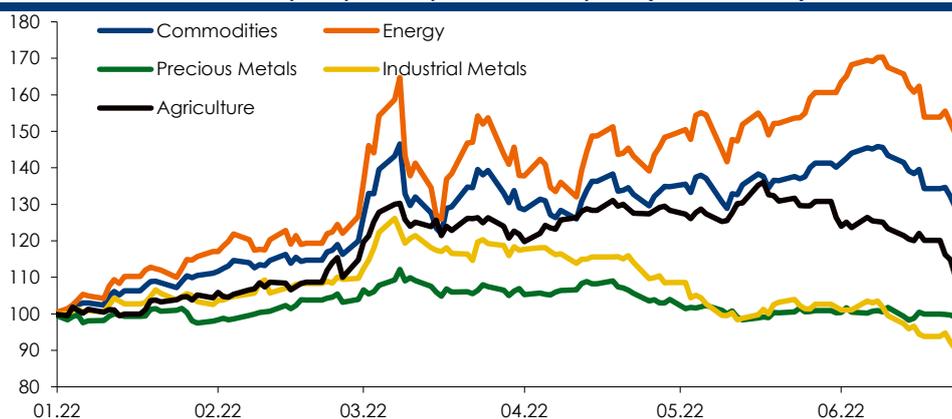
Il contesto competitivo risulta fortemente incerto e condizionato dalle tensioni geopolitiche oltre che dai significativi incrementi dei prezzi delle materie prime e dell'oro in particolare: questi fenomeni richiederanno un'attenzione crescente verso l'efficientamento dei processi produttivi e distributivi al fine di poter preservare l'elevata qualità del prodotto senza compromettere la solidità economica del settore.

## Materie prime: un cambio di mentalità

Rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti.

Daniela Corsini

### Rendimenti da inizio anno dei principali comparti di materie prime (Dic. 2021 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dal 2020 i mercati delle materie prime sono sottoposti a pressioni senza precedenti dato che la crisi causata dal Covid ha avuto un forte impatto sui modelli di consumo globali, a fronte di limitazioni alla produzione e distorsioni dei flussi logistici. Eccezionali condizioni meteorologiche e politiche economiche espansive, che hanno spesso favorito un aumento della liquidità sui mercati finanziari, hanno amplificato gli squilibri sui mercati fisici.

Nel 2022 l'invasione russa dell'Ucraina ha rappresentato un'ulteriore spinta rialzista ai prezzi delle materie prime, alimentando i timori di una prolungata carenza di energia e di condizioni di mercato improvvisamente più tese per commodity energetiche, metalli, merci agricole, fertilizzanti e prodotti chimici, beni di cui la Russia era un importante produttore. A fronte di questo lungo periodo di prezzi elevati e in continuo aumento, le pressioni inflazionistiche sono diventate la principale preoccupazione macroeconomica e le banche centrali si sono affrettate ad attuare politiche monetarie più restrittive.

Nonostante questo difficile scenario, la maggior parte delle nostre previsioni su materie prime pubblicate nel precedente outlook trimestrale e relative al 2° trimestre 2022 si è rivelata eccessivamente pessimistica. Secondo le nostre stime, i prezzi di energia, oro e metalli industriali avrebbero potuto registrare aumenti maggiori nei primi mesi di guerra e i contratti del gas naturale europeo avrebbero potuto mantenersi vicini ai massimi.

Le nostre stime si sono rivelate errate perché l'andamento della pandemia ha causato una nuova imprevista crisi: la Cina è stata colpita dalla peggiore ondata di contagi dal 2020. Le Autorità hanno adottato una rigorosa strategia "zero Covid", determinando così una diminuzione della domanda di materie prime nel 2° trimestre e sollevando dubbi sulla solidità della ripresa cinese nella restante parte dell'anno. Nonostante il grande impegno di governo e banca centrale per sostenere l'economia, fintanto che le misure di contenimento resteranno in vigore e la produzione industriale resterà debole è improbabile che la domanda di materie prime

del Paese possa acquisire nuovo slancio e che, di conseguenza, i prezzi della maggior parte delle materie prime legate alla Cina possano rirendere il trend fortemente rialzista.

Il principale beneficiario della crisi causata dal Covid in Cina è l'Europa: grazie all'indebolimento della domanda di gas e gas naturale liquefatto (LNG) in Cina, i prezzi del gas europeo hanno scambiato a livelli nettamente inferiori al picco registrato nelle prime settimane di guerra, poiché il differenziale tra i prezzi del LNG europeo e quello nord-asiatico è stato sufficientemente ampio per attirare le forniture verso il Vecchio Continente. Pertanto, attualmente l'Europa è meglio posizionata per affrontare sia la crisi energetica in atto sia la persistente minaccia di un'improvvisa interruzione delle forniture russe: a inizio giugno le scorte di gas europeo erano vicine alla media a 5 anni, le spedizioni di LNG avevano registrato nuovi massimi, governi e società energetiche stavano diversificando le fonti di approvvigionamento e, sino ad allora, le condizioni meteorologiche erano state complessivamente favorevoli, nonostante le scarse precipitazioni in Italia e Spagna, contribuendo al raggiungimento di livelli record nella generazione di energia elettrica da fonti rinnovabili nei Paesi mediterranei e alla diminuzione della domanda complessiva di gas ed energia elettrica. Inoltre, è importante sottolineare che quasi un anno di elevati, spesso insostenibili, prezzi di gas ed energia elettrica ha causato una distruzione della domanda: laddove possibile, i consumi sono stati tagliati e durante l'estate ci attendiamo ulteriori sforzi per ottimizzare la domanda finale.

### **Scenario di base per l'universo delle materie prime: cosa ci attendiamo per il 2° semestre 2022?**

Significativi rischi geopolitici e macroeconomici continuano a pesare sul contesto macroeconomico. Nel nostro scenario di base prevediamo una graduale, ma costante riapertura dell'economia in Cina, dove produzione industriale e consumi di materie prime dovrebbero registrare un'accelerazione nella restante parte del 2022.

Non ci attendiamo una svolta nella guerra in Ucraina fino a tardo autunno. A nostro avviso, gli attuali equilibri potrebbero cambiare dopo le elezioni mid-term statunitensi e il 20° Congresso Nazionale del Partito Comunista cinese. In particolare, se la Cina riuscirà a contenere le ondate di Covid la crescita economica aumenterà e, se il Presidente Xi fosse confermato per il terzo mandato, la Cina potrebbe spostare l'attenzione dalle questioni di politica interna a quelle di politica estera. A nostro parere, il gigante asiatico favorirebbe i colloqui diplomatici per promuovere la pace tra Russia e Ucraina al fine di tutelare i suoi investimenti lungo le nuove vie della seta ed evitare il rischio di una recessione in Europa, uno dei principali mercati di sbocco delle esportazioni cinesi.

Ci attendiamo che la stretta monetaria globale procederà con decisione, in linea con quanto sinora segnalato dalle principali banche centrali. I dati macroeconomici saranno fondamentali per modulare i rialzi dei tassi di interesse, ma le banche centrali dovrebbero riuscire a bilanciare con successo le contrastanti esigenze di ridurre le pressioni inflazionistiche e sostenere la crescita economica.

Un simile scenario, caratterizzato da una stretta monetaria aggressiva, ma necessaria, una ripresa della crescita cinese e la possibilità di una de-escalation delle tensioni geopolitiche nel 2023 grazie a rinnovati sforzi diplomatici, potrebbe rivelarsi positivo per i mercati delle materie prime mondiali.

Inoltre, a nostro avviso, rischi geopolitici, urgenza di ridurre la dipendenza dalle esportazioni russe e utilizzo come arma politica delle riserve denominate in dollari, spesso il primo obiettivo delle sanzioni statunitensi, sono i tre principali fattori che stanno favorendo un cambio strutturale di mentalità sulle materie prime. In effetti, questi beni sono sempre più spesso considerati asset strategici, necessari per perseguire la transizione verde e i piani di investimento di lungo periodo,

ma anche utili per ridurre la dipendenza dagli esportatori stranieri o esercitare una maggiore leva politica nei rapporti internazionali. Per i Paesi non occidentali, la creazione o l'ampliamento di riserve di materie prime potrebbe inoltre contribuire a ridurre l'esposizione al dollaro americano, contenendo così l'impatto negativo di potenziali future sanzioni statunitensi nei loro confronti. A nostro avviso, gli sforzi di de-dollarizzazione compiuti dai giganti asiatici sono inoltre coerenti con una strategia a lungo termine volta a garantire forniture affidabili di beni strategici. Di conseguenza, riteniamo che le materie prime resteranno sotto i riflettori per diversi anni, anche quando l'attuale crisi energetica sarà stata auspicabilmente superata e le tensioni geopolitiche si saranno allentate, poiché un nuovo processo di strutturale ricostituzione delle scorte dovrebbe rafforzare i mercati delle materie prime.

**I mercati petroliferi ed energetici** dovrebbero rimanere tesi. Nel 2° semestre 2022 i prezzi dell'energia potrebbero essere ancora ben sostenuti e vicini alla media registrata dopo il 24 febbraio, data dell'invasione russa dell'Ucraina. La possibile diminuzione del premio al rischio geopolitico potrebbe essere compensata da mercati petroliferi in deficit per la forte domanda stagionale e da una domanda di gas più elevata della media a causa della necessità di ricostituire le scorte in anticipazione della stagione invernale 2022/23.

**I metalli industriali e preziosi** potrebbero parzialmente recuperare le recenti perdite, riconducibili soprattutto al calo della domanda in Cina e al rafforzamento del dollaro americano. Dopo una temporanea debolezza nei mesi estivi, i metalli di base potrebbero infine riprendere il trend rialzista di lungo periodo, sulla scia di una domanda strutturalmente in crescita grazie alla transizione verde a fronte di una limitata offerta globale e a inadeguati livelli di scorte.

**Le merci agricole** dovrebbero rimanere sotto i riflettori, poiché la crisi energetica e le tensioni geopolitiche, unitamente alle politiche protezionistiche adottate da importanti Paesi produttori, stanno alimentando una preoccupante scarsità di questi beni a livello mondiale: l'inflazione alimentare e la minaccia di inadeguati raccolti dovuti a siccità ed eccezionali condizioni meteorologiche restano le preoccupazioni più urgenti.

### **Rischi di coda: cos'altro può andare storto?**

Dopo oltre due anni di eventi imprevisti e drammatici viene spontaneo chiedersi cos'altro potrebbe andare storto. Ovviamente, molte cose. La restante parte del 2022 potrebbe rivelarsi cruciale per plasmare un nuovo ordine mondiale:

- L'esito della guerra in Ucraina avrà un impatto profondo sul futuro assetto geopolitico e sul mercato energetico globale. Un conflitto prolungato potrebbe esporre l'Europa alla minaccia di una carenza di forniture di energia e altre materie prime legate alla Russia, e avere un impatto negativo sulle prospettive macroeconomiche del Continente tramite un'inflazione più alta del previsto e una crescita inferiore alle attese. Se questo rischio di coda dovesse concretizzarsi, i prezzi dell'energia potrebbero toccare nuovi massimi, amplificando i rischi inflattivi e recessivi per il 2023 e 2024;
- La capacità della Cina di gestire la peggiore ondata di Covid dal 2020 potrebbe avere conseguenze importanti sui prezzi delle materie prime e sulla crescita economica a livello mondiale, ma anche sulla futura traiettoria di politica interna e sull'orientamento della politica estera del Paese. Una Cina debole, bloccata da periodici lockdown che rallentano le attività economiche e produttive, potrebbe causare una diminuzione della crescita mondiale e alimentare persistenti alterazioni delle filiere globali, complici il rallentamento del traffico marittimo e tariffe di trasporto persistentemente elevate. I prezzi dei metalli dovrebbero diminuire, a causa della continua revisione al ribasso della crescita della domanda mondiale;
- L'efficacia della stretta monetaria delle banche centrali e la loro capacità di modulare le necessarie misure di controllo delle pressioni inflazionistiche e al contempo sostenere la

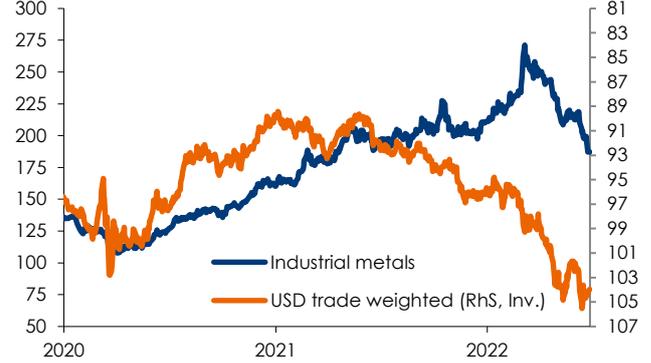
crescita economica influenzeranno i rischi macroeconomici, inclusa la minaccia di una recessione globale. Ovviamente, una stretta più aggressiva del necessario potrebbe causare un atterraggio duro dell'economia statunitense, con un conseguente forte rallentamento della crescita mondiale. Anche un rafforzamento del dollaro maggiore delle attese potrebbe causare crisi di liquidità nei mercati emergenti e prezzi delle materie prime inferiori alle previsioni.

**Prezzo dell'oro in dollari per oncia e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)**



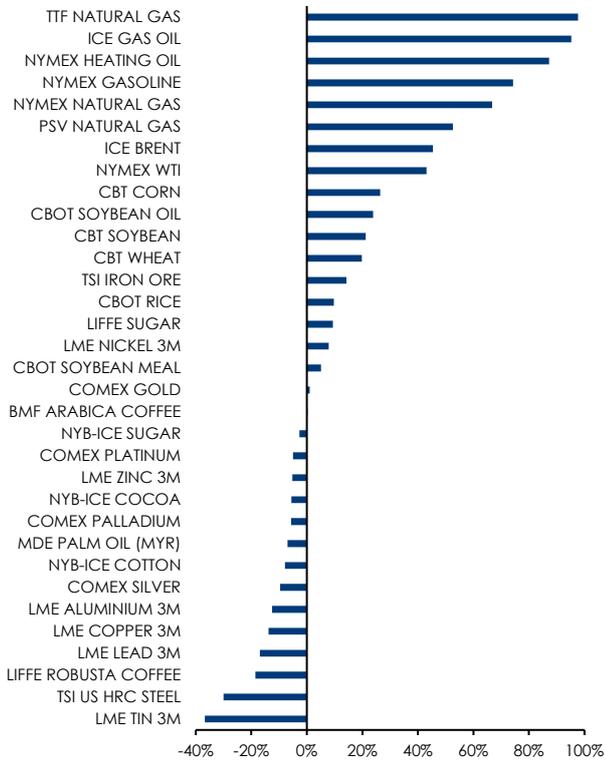
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Indice dei prezzi dei metalli industriali e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)**



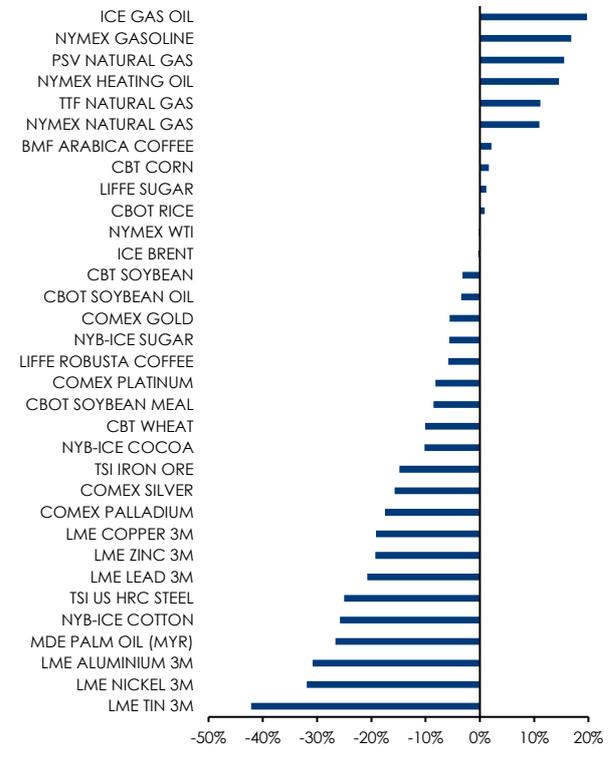
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rendimenti da inizio anno al 24.06.2022 in valuta di quotazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rendimenti da inizio trimestre al 24.06.2022 in valuta di quotazione**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo per i principali contratti future su materie prime, in valuta di quotazione, scenario di base**

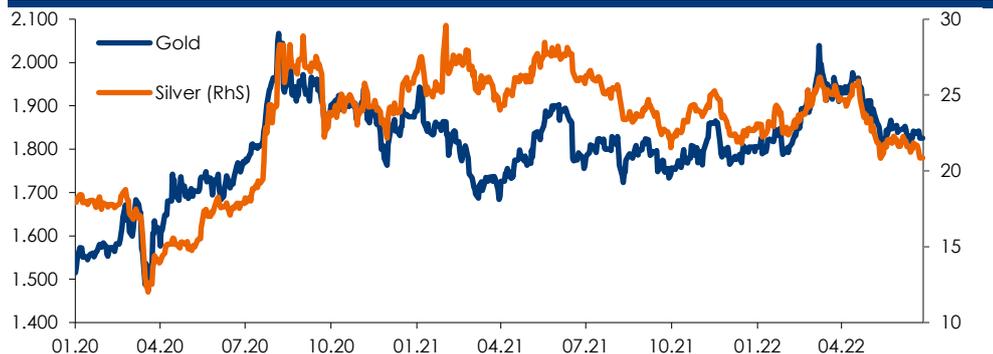
<b>Al 09.06.2022</b>	<b>3T22</b>	<b>4T22</b>	<b>1T23</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>
ICE BRENT (USD/barrel)	115.0	104.0	100.0	108.0	95.0	87.0	82.0
NYMEX WTI (USD/barrel)	115.0	104.0	99.0	107.2	93.8	85.0	80.0
NYMEX NATURAL GAS (USD/MMBtu)	8.5	8.5	7.5	7.4	5.9	4.5	4.0
JKM LNG (USD/MMBtu)	29.0	32.0	29.0	29.2	26.8	23.0	19.0
TTF NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.0	110.0	95.0	103.6	75.0	55.0	37.0
PSV NATURAL GAS (EUR/MWh)	105.5	110.5	95.5	104.2	75.5	55.2	37.0
PUN (EUR/MWh)	250.0	260.0	230.0	248.6	183.8	185.0	160.0
EEX Power (EUR/MWh)	210.0	220.0	190.0	211.4	150.0	160.0	140.0
EUA (EUR/ton)	82.0	84.0	85.0	81.3	86.5	91.0	95.0
LME GOLD (USD/oz)	1,900	1,925	1,950	1,895	1,950	1,925	1,900
LME SILVER (USD/oz)	22.0	22.5	23.0	22.9	23.0	22.6	22.4
LME PLATINUM (USD/oz)	1,020	1,040	1,050	1,022	1,065	1,100	1,150
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,120	2,145	2,140	2,270	2,380
LME COPPER 3M (USD/ton)	9,700	9,800	10,000	9,790	10,200	10,700	11,000
LME ALUMINIUM 3M (USD/ton)	2,780	3,000	3,200	3,000	3,400	3,700	3,800
LME NICKEL 3M (USD/ton)	29,000	28,500	28,000	28,760	28,000	28,500	29,000
LME ZINC 3M (USD/ton)	3,865	4,000	4,150	3,855	4,225	4,300	4,400
LME LEAD 3M (USD/ton)	2,169	2,240	2,250	2,240	2,325	2,400	2,500
LME TIN 3M (USD/ton)	36,000	38,000	38,500	38,477	39,250	40,500	41,750
SGX IRON ORE (USD/ton)	144	140	137	141	134	128	125
TSI U.S. HRC STEEL (USD/ton)	1,180	1,200	1,260	1,217	1,300	1,360	1,370
CME HRC NWE (EUR/ton)	920	940	960	978	990	1,040	1,060
LME HRC FOB China (USD/ton)	740	750	750	770	750	765	775
LME REBAR (USD/ton)	740	800	800	782	800	810	825
LME SCRAP (USD/ton)	440	490	490	493	490	495	500
CBOT CORN (USc/bu)	790	770	760	755	740	670	620
CBOT WHEAT (USc/bu)	1,200	1,200	1,200	1,100	1,170	1,100	1,000
CBOT SOYBEAN (USc/bu)	1,700	1,650	1,600	1,650	1,525	1,400	1,360
NYB-ICE COTTON (USc/lb)	140	130	125	133	120	115	110
ICE SUGAR (USD/ton)	545	540	530	535	515	490	460
NYB-ICE SUGAR (USc/lb)	19.9	19.8	19.5	19.6	19.0	18.0	17.0
MDE PALM OIL (MYR/ton)	6,500	6,300	6,100	6,455	5,900	5,500	5,300
NYB-ICE ARABICA COFFEE (USc/lb)	215	210	200	220	195	180	170
LIFFE ROBUSTA COFFEE (USD/ton)	2,000	1,950	1,910	2,070	1,850	1,700	1,600
NYB-ICE COCOA (USD/ton)	2,450	2,450	2,450	2,500	2,450	2,400	2,350
LND-ICE COCOA (GBP/ton)	1,720	1,700	1,690	1,724	1,680	1,650	1,620
CBOT SOYBEAN MEAL (USD/ton)	430	490	460	453	460	440	420
CBOT SOYBEAN OIL (USc/lb)	81.0	80.0	78.0	77.8	75.0	70.0	65.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: colpiti dalla stretta della Fed

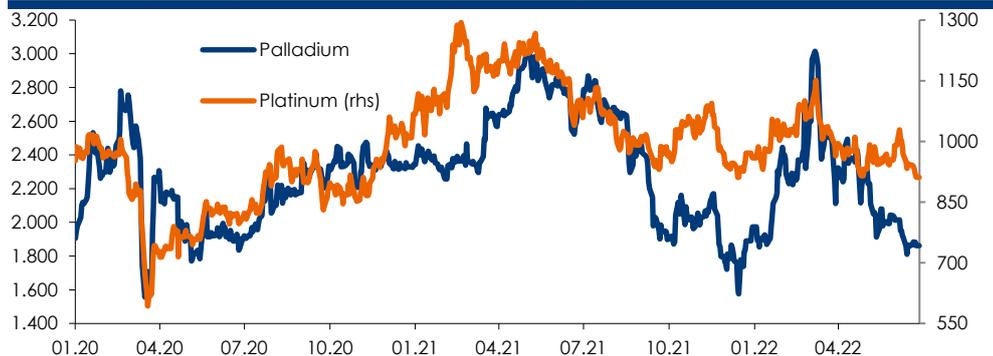
Condizioni monetarie restrittive e forte dollaro americano costituiscono due grandi ostacoli per il complesso dei metalli preziosi. Tuttavia, nei prossimi mesi la quotazione dell'oro potrebbe recuperare parte del terreno perso, poiché ci attendiamo un moderato aumento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da alti prezzi dell'energia e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, una ripresa della domanda nel settore della gioielleria in Cina e India e maggiori acquisti di oro effettuati dalle banche centrali nel tentativo di diversificare le riserve ufficiali.

Quotazioni di oro e argento in USD/oncia (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dopo i picchi registrati nelle prime settimane di guerra, guidati dal rischio di possibili interruzioni delle forniture di palladio dalla Russia e dalla domanda di beni rifugio quali oro, argento e platino, i prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione.

Da un lato, le tensioni geopolitiche non hanno subito un'escalation e la domanda di beni rifugio si è lentamente attenuata, mentre il focus degli investitori si è spostato sulle aspettative di una stretta monetaria aggressiva, con un conseguente rafforzamento del dollaro americano, un aumento dei rendimenti dei Treasury e un rialzo dei tassi nominali e reali. Infatti, a maggio la Federal Reserve ha annunciato un rialzo di 50 punti base, il più alto dal 2000, e a giugno ha annunciato un rialzo di 75 punti base, il più alto dal 1994. Dato lo spostamento del focus dei mercati finanziari dai rischi geopolitici verso la politica monetaria, si è rafforzata la correlazione, tradizionalmente negativa, tra dollaro americano e oro.

Dall'altro lato, i flussi di metalli provenienti dalla Russia non sono stati interrotti e la Cina è stata colpita dalla peggiore ondata di Covid dal 2020, costringendo le Autorità a imporre misure restrittive estremamente severe, che hanno causato una forte diminuzione della domanda di

materie prime sia a livello domestico che a livello mondiale. L'ondata di contagi in Cina si è sommata a preesistenti ritardi nella produzione mondiale di autoveicoli, data la scarsità di semiconduttori, ed ha contribuito ad erodere ulteriormente la domanda di palladio e platino. Di conseguenza, i mercati di entrambi i metalli si sono rivelati meglio forniti di quanto inizialmente temuto.

A nostro avviso, le pressioni al ribasso sui metalli preziosi permarranno ancora per alcuni mesi. In primo luogo, persistentemente elevate pressioni inflazionistiche dovrebbero indurre le banche centrali ad alzare nuovamente i tassi di interesse e mantenere politiche monetarie più restrittive. Pertanto, il dollaro americano dovrebbe rimanere forte e la correlazione negativa con l'oro dovrebbe restare significativa, compromettendo il potenziale di rialzo della maggior parte dei metalli preziosi.

In secondo luogo, nonostante l'ondata di Covid che ha colpito la Cina si stia apparentemente attenuando, le misure restrittive continueranno probabilmente a esercitare un impatto negativo sui consumi di materie prime a livello mondiale, determinando una domanda di platino e palladio inferiore alle attese nel settore automobilistico e una domanda di oro e argento più debole del previsto nel settore gioielleria.

## Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 1° trimestre 2022 la domanda di oro è cresciuta ulteriormente e ha recuperato interamente le perdite subite nel 2020 a causa del Covid, superando ampiamente i livelli di consumo registrati nel 1° trimestre 2018 e nel 1° trimestre 2019. Tuttavia, i guadagni sono stati trainati principalmente dagli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, invertendo la dinamica registrata nel 2021, quando la domanda di oro proveniente da strumenti finanziari era inferiore a quella di oro registrata in settori tradizionali, quali gioielleria, tecnologia, e acquisti di lingotti e monete da parte di investitori retail. Le tensioni geopolitiche, culminate nell'invasione russa dell'Ucraina, sono state il principale motore del forte aumento della domanda di oro proveniente dagli ETF, poiché gli investitori si sono affrettati ad acquistare beni rifugio prima e dopo l'inizio della guerra. Di conseguenza, l'8 marzo il metallo giallo ha raggiunto un picco di 2.070 USD/oncia.

Entrando in maggior dettaglio, negli ultimi due anni i flussi degli ETF sono passati dal fornire un contributo netto positivo al consumo di oro, assorbendo 874 tonnellate nel 2020 (pari al 24% della domanda annuale) a rappresentare un contributo netto negativo, rilasciando 173 tonnellate di oro nel 2021 (pari al 4% della domanda annuale). Per contro, i flussi degli ETF sono tornati a fornire un contributo netto positivo al consumo di oro nel 1° trimestre 2022, assorbendo 269 tonnellate (pari al 22% della domanda). La maggior parte delle altre componenti di domanda si è rivelata più debole rispetto a un anno prima.

Nel 1° trimestre 2022 l'utilizzo di oro per la realizzazione di gioielli, che tiene conto sia del consumo effettivo che dell'accumulo di scorte nel settore, è diminuito a 518 tonnellate, pari a un calo del 4% a/a. Il consumo nel settore gioielleria è diminuito del 7% a 474 tonnellate, mentre le scorte sono cresciute del 49% a/a a 44 tonnellate. L'utilizzo di oro per lingotti e monete è diminuito del 20% a/a a 282 tonnellate. Gli acquisti ufficiali da parte delle banche centrali sono diminuiti del 29% a/a a 84 tonnellate. Il consumo nel settore tecnologia è rimasto sostanzialmente invariato a 82 tonnellate, appena +1% a/a.

**Stime del World Gold Council per il 1° trimestre 2021 e per il 1° trimestre 2022, in tonnellate**

	1Q21	%	1T22	%	y/y
	on the total		on the total		growth
<b>Total gold demand, in tons</b>	<b>919</b>		<b>1,234</b>		<b>34%</b>
Jewellery consumption	509	55%	474	38%	-7%
Jewellery inventory	29	3%	44	4%	49%
Bars and coin	352	38%	282	23%	-20%
ETFs	-170	-18%	269	22%	---
Central banks	118	13%	84	7%	-29%
Technology	81	9%	82	7%	1%
<b>Total gold supply, in tons</b>	<b>1,109</b>		<b>1,157</b>		<b>4%</b>
Mine production	835	75%	857	74%	3%
Net producer hedging	5	0%	-10	-1%	---
Recycled gold	269	24%	311	27%	15%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del World Gold Council

A fronte delle forti variazioni registrate dalla domanda di oro proveniente dagli ETF, le quotazioni dell'oro hanno seguito le oscillazioni di questi flussi provenienti dagli investitori finanziari. Quando i rischi geopolitici rappresentavano la principale preoccupazione, trainando la domanda di beni rifugio e gli investimenti in ETF, il prezzo dell'oro ha toccato i massimi. Successivamente, quando i timori geopolitici si sono stabilizzati, poiché un intervento militare diretto da parte di soggetti terzi è stato finora scongiurato e le forze sul territorio hanno raggiunto un precario equilibrio, le politiche monetarie sono tornate il principale focus degli investitori in oro.

L'aggressivo tightening della Federal Reserve ha determinato un rafforzamento del dollaro, un aumento dei rendimenti dei Treasury e un rialzo dei tassi nominali e reali. Questi fattori hanno scoraggiato gli investimenti in oro e le posizioni detenute da ETF sono diminuite insieme alle quotazioni dell'oro, che il 16 maggio hanno toccato un minimo di 1.787 USD/oncia.

Riteniamo che i flussi degli ETF rimarranno il principale driver delle quotazioni dell'oro anche nel prossimo futuro, complice la positiva correlazione registrata sinora. Anche se le politiche monetarie restano sfavorevoli per i metalli preziosi, continuiamo a prevedere un possibile aumento del prezzo dell'oro nei prossimi mesi, trainato da un moderato incremento degli investimenti in ETF aventi oro fisico come sottostante, favoriti da prezzi dell'energia elevati e rischi geopolitici che alimentano timori inflazionistici, nonché da una ripresa della domanda nel settore gioielleria in Cina e India.

Inoltre, le pressioni inflazionistiche potrebbero sostenere anche la domanda di lingotti e monete, mentre gli acquisti di oro da parte delle banche centrali dovrebbero acquisire nuovo slancio, grazie agli sforzi per diversificare le riserve ufficiali. In particolare, le banche centrali dei paesi emergenti potrebbero voler ridurre il peso degli asset in dollari americani presenti nelle loro riserve ufficiali per limitare la possibile minaccia di sanzioni occidentali all'economia.

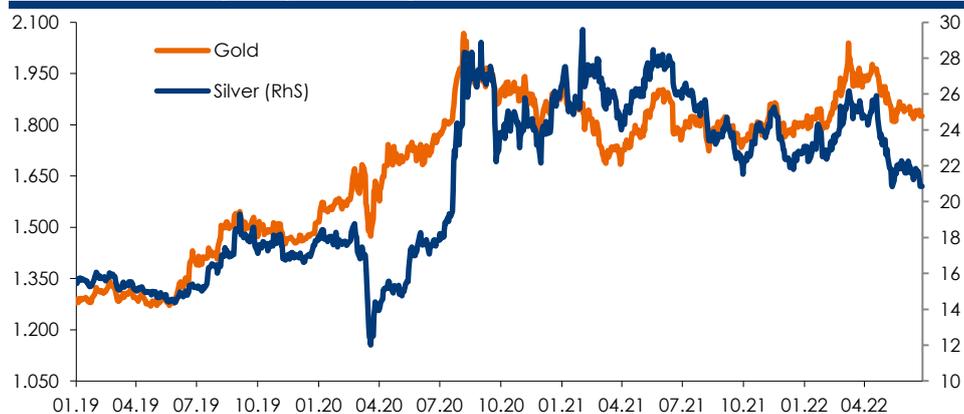
Di conseguenza, nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di circa 1.900 dollari per il 3° trimestre 2022 e di 1.950 dollari per il 2023. Riteniamo appropriato un intervallo di prezzo di 1.780 - 1.980 dollari per l'oro nei prossimi trimestri, ma le nostre previsioni sono probabilmente esposte a rischi al ribasso. Infatti, le principali minacce per le nostre stime sono legate a un possibile rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese, a una stretta monetaria estremamente aggressiva da parte della Fed e a una domanda inferiore alle attese nel settore gioielleria in Cina, qualora le Autorità non dovessero riuscire a contenere la pandemia.

## Argento

Nel nostro modello di base, prevediamo un prezzo medio per l'argento vicino a 22 dollari l'oncia per il 3° trimestre 2022 e una quotazione all'interno di un intervallo compreso tra 18 e 26 dollari per i trimestri successivi. Ipotizziamo un possibile aumento nel 2023, verso una media di 23 dollari.

Rispetto all'oro, l'argento dovrebbe evidenziare una maggiore volatilità, ma i due metalli probabilmente manterranno una forte correlazione positiva, fintantoché la domanda di argento fisico non subirà un aumento guidato dalla transizione verde. Infatti, il consumo di argento dovrebbe trarre vantaggio da promettenti applicazioni nei settori fotovoltaico e dell'idrogeno.

#### Quotazioni di oro e argento (scala destra) in USD/oncia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Rapporto oro/argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Platino e palladio

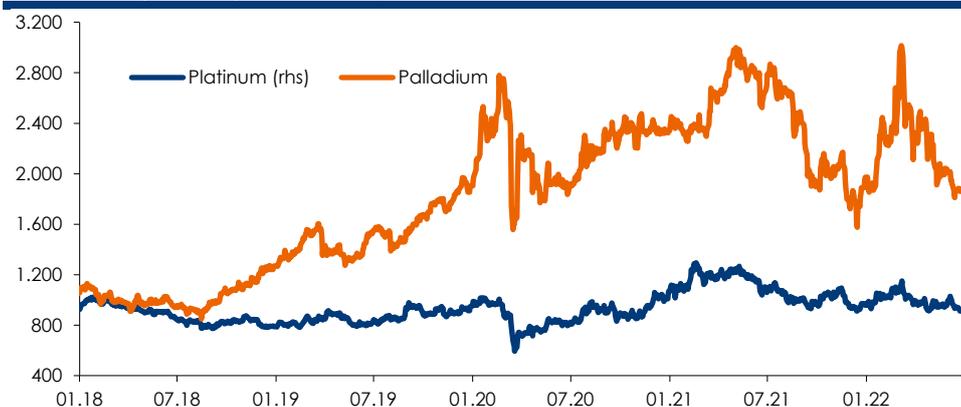
Le nostre previsioni sui metalli del gruppo del platino (PGM) sono strettamente connesse alle aspettative sulla produzione globale di veicoli nel settore automobilistico. Infatti, secondo le stime di Johnson Matthey, l'85% circa del consumo di palladio è destinato a marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori a benzina, mentre oltre il 30% del consumo di platino è destinato a marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori diesel.

Sfortunatamente, i principali timori nel comparto dei PGM si sono spostati da carenza di offerta a distruzione di domanda, poiché l'attesa ripresa della produzione di veicoli leggeri è stata ulteriormente posticipata a causa delle rigorose misure restrittive adottate in Cina per contenere l'epidemia e dell'impatto negativo della guerra in Ucraina. Di conseguenza, nonostante la permanente minaccia di un'interruzione delle forniture provenienti dalla Russia e i tagli alla produzione mineraria in Sudafrica, i mercati di platino e palladio potrebbero registrare un moderato surplus nel 2022.

A fronte del peggioramento dei fondamentali, i prezzi di entrambi i metalli hanno subito una diminuzione dopo i picchi registrati nelle prime settimane di guerra. Le nostre previsioni sui prezzi per i PGM presuppongono una domanda proveniente dal settore automobilistico ancora debole fino a quando gli sforzi della Cina per allentare le restrizioni e sostenere l'economia non si tradurranno in un evidente aumento della domanda finale. Per questo motivo, attualmente riteniamo che le quotazioni di entrambi i metalli potrebbero mantenersi vicine all'attuale intervallo per un periodo prolungato. Nel nostro scenario di base, per il 3° trimestre 2022 ipotizziamo un prezzo medio per il platino e il palladio rispettivamente di 1.020 dollari l'oncia e di 2.050 dollari l'oncia. Secondo le nostre previsioni, nel 2023 le quotazioni potrebbero crescere a un livello medio vicino a 1.065 dollari per il platino e 2.140 dollari per il palladio.

Più a lungo termine, il platino potrebbe sovraperformare il palladio, poiché la domanda potrebbe crescere più rapidamente grazie alle promettenti applicazioni nell'ambito della transizione verde in generale e nel settore dell'idrogeno in particolare. Per contro, la domanda di palladio sarà probabilmente limitata da sostituzione ed elettrificazione nel settore dei veicoli leggeri.

#### Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia

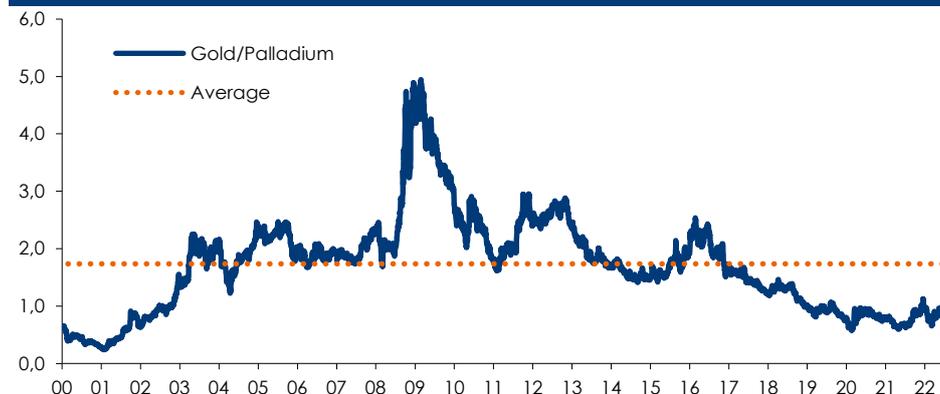


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Rapporto oro/platino



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto oro/palladio**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto platino/palladio**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo per i principali contratti future su metalli preziosi, in valuta di quotazione, scenario di base**

Al 09.06.2022	3T22	4T22	1T23	2022	2023	2024	2025
LME GOLD (USD/oz)	1,900	1,925	1,950	1,895	1,950	1,925	1,900
LME GOLD (EUR/gr)	57.4	56.5	56.0	56.0	55.4	52.6	50.9
LME SILVER (USD/oz)	22	22.5	23	22.9	23	22.6	22.4
LME SILVER (EUR/gr)	0.66	0.66	0.66	0.68	0.65	0.62	0.60
LME PLATINUM (USD/oz)	1,020	1,040	1,050	1,022	1,065	1,100	1,150
LME PLATINUM (EUR/gr)	30.8	30.6	30.2	30.2	30.3	30.0	30.8
LME PALLADIUM (USD/oz)	2,050	2,100	2,120	2,145	2,140	2,270	2,380
LME PALLADIUM (EUR/gr)	62.0	61.7	60.9	63.4	60.8	62.0	63.8

Fonte: Stime Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

## Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

### Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di

prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

### Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

### 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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – 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. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

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

#### Macroeconomic Analysis

##### Rates, FX & Commodities Research

Daniela Corsini – Economista Materie Prime

02 87962149

daniela.corsini@intesasanpaolo.com

##### Industry & Banking Research

##### Industry Research

Stefania Trenti – Economista Industry

02 87962067

stefania.trenti@intesasanpaolo.com

Sara Giusti – Economista Industry

055 2613508

sara.giusti@intesasanpaolo.com