

Focus

Materie prime: scarsità alimentata da fattori transitori

I motivi alla base dei significativi e diffusi aumenti dei prezzi registrati in tutti i principali mercati delle materie prime sono riconducibili sia a uno scenario macroeconomico favorevole, destinato a perdurare, sia a fattori di natura transitoria legati alla pandemia, destinati a scomparire gradualmente.

Petrolio: mercati bilanciati, ma volatilità in aumento

Il mercato petrolifero mondiale dovrebbe raggiungere un equilibrio nel secondo semestre del 2021, poiché l'OPEC+ dovrebbe modulare la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale. La volatilità registrerà probabilmente un aumento, alimentata dalle oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi mondiali e il probabile ritorno delle forniture iraniane. Tuttavia, vediamo un moderato potenziale di rialzo per le quotazioni del Brent nei prossimi anni.

Mercati energetici: i prezzi si manterranno elevati

In Europa, i prezzi dell'energia dovrebbero rimanere elevati sia nel 2° semestre del 2021 che nel 2022, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione, di elevati costi degli input produttivi, quali gas naturale e carbone, e di un'accelerazione della crescita dei consumi grazie alla ripresa economica e al consolidamento dei processi di elettrificazione.

Preziosi: rendimenti più brillanti per platino e palladio

L'aumento dei rendimenti dei Treasury, il rafforzamento del dollaro americano e i discorsi sul tapering della Federal Reserve rappresentano forti ostacoli per l'oro e potrebbero determinare una progressiva diminuzione del prezzo del metallo giallo nel corso dei prossimi anni. Al contrario, le quotazioni di platino e palladio dovrebbero continuare a crescere, grazie a mercati fisici ancora tesi.

Metalli industriali: una view bullish, di lungo termine

Nel breve termine, i prezzi della maggior parte dei metalli potrebbero subire temporanee pressioni al ribasso, dovute al rallentamento della domanda cinese e all'aumento delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, a nostro avviso tali timori avranno natura transitoria, poiché la crescita mondiale dovrebbe consolidarsi e le pressioni sui prezzi dovrebbero allentarsi. Pertanto, manteniamo una view rialzista sul complesso dei metalli industriali sia per i prossimi sei mesi, sia per i prossimi anni.

Agricoli: nuovamente in surplus

I timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi poiché i raccolti dovrebbero rivelarsi soddisfacenti nella maggior parte dei casi. Nonostante le condizioni meteorologiche difficili registrate nel 1° semestre 2021, i principali cereali dovrebbero registrare un surplus nella stagione 2021/2022. Di conseguenza, nel 2° semestre 2021 e nel 2022 i prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire.

Giugno 2021

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

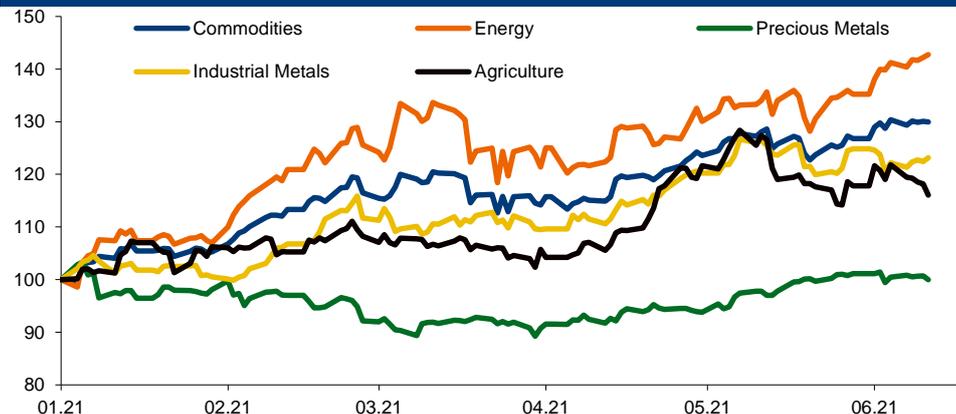
Rates, FX & Commodities
Research

Daniela Corsini, CFA
Economista - Materie Prime

Materie prime: scarsità alimentata da fattori transitori

I motivi alla base dei significativi e diffusi aumenti dei prezzi registrati in tutti i principali mercati delle materie prime sono riconducibili sia a uno scenario macroeconomico favorevole, destinato a perdurare, sia a fattori di natura transitoria legati alla pandemia, destinati a scomparire gradualmente.

Rendimenti da inizio anno dei principali settori delle materie prime



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

I forti aumenti registrati nel 2020 e sinora nel 2021 hanno spinto i prezzi delle principali materie prime ben oltre i livelli pre-pandemia. Considerando gli ultimi 18 mesi, metalli industriali e merci agricole hanno riportato i rialzi più significativi, mentre il settore energetico è stato penalizzato dal crollo senza precedenti del prezzo del petrolio nell'aprile 2020. Al contrario, da inizio anno l'energia ha sovraperformato le altre materie prime, grazie a mercati sempre più tesi per petrolio, gas naturale e diritti di emissione di CO₂.

I motivi alla base di questi significativi e diffusi aumenti dei prezzi sono riconducibili sia a uno scenario macroeconomico favorevole, sia a fattori di natura transitoria legati alla pandemia.

Da un lato, nei prossimi trimestri, lo scenario macroeconomico dovrebbe rimanere coerente con elevati prezzi delle materie prime, grazie a una solida crescita nel settore manifatturiero, una attesa ripresa del settore dei servizi, politiche monetarie espansive e ambiziosi piani di stimolo fiscali orientati verso redistribuzione, investimenti in infrastrutture e transizione verde.

A nostro avviso, gli anelli più deboli dell'attuale scenario macroeconomico sono un probabile rafforzamento nei prossimi sei mesi del dollaro americano e l'inflazione. Infatti, gli indici dei prezzi hanno toccato nuovi massimi pluriennali. Sinora, le principali banche centrali ritengono che queste pressioni inflazionistiche siano soltanto transitorie e che, pertanto, non dovrebbero forzare immediati cambiamenti nelle attuali politiche monetarie. Tuttavia, se tali aspettative dovessero rivelarsi troppo ottimistiche e gli indici dei prezzi al consumo e alla produzione dovessero rimanere elevati, l'impegno delle banche centrali per sostenere la crescita potrebbe diventare più difficile da mantenere e le politiche monetarie potrebbero divenire meno accomodanti più rapidamente del previsto.

Dall'altro lato, nei prossimi trimestri, il sostegno di alcuni fattori transitori strettamente legati alla pandemia dovrebbe gradualmente svanire, poiché l'impatto negativo del virus dovrebbe ridursi con il progredire delle campagne vaccinali e con il parziale ritorno delle abitudini di vita alle routine pre-2020, almeno nei Paesi occidentali.

Negli ultimi diciotto mesi, il più sorprendente e imprevedibile fattore che ha stravolto i mercati delle materie prime è stato l'improvviso cambiamento dei modelli di consumo, soprattutto negli Stati Uniti, dove il sostegno fiscale del governo è stato più generoso. I consumatori, costretti a stare in casa, hanno infatti concentrato la loro capacità di spesa su prodotti ritenuti necessari per far fronte alla pandemia (carta, plastica per prodotti monouso e consegne online...), prodotti manifatturieri (beni durevoli, elettrodomestici, PC, elettronica, attrezzature sportive...) e hanno investito per migliorare la qualità delle loro abitazioni (mobili e arredamento, ristrutturazioni, acquisti di nuove unità abitative...). Purtroppo, diverse filiere non sono riuscite a far fronte a un aumento così elevato della domanda aggregata, in un periodo caratterizzato da estrema incertezza e frequenti colli di bottiglia che limitavano gravemente le attività produttive e logistiche.

Infatti, le misure adottate per contenere la diffusione del virus hanno spesso imposto la sospensione delle attività in stabilimenti produttivi, come accaduto più volte alle miniere in America Latina e Sud Africa, e in importanti hub logistici. L'esempio più recente è la congestione dei porti della Cina meridionale, originata a fine maggio dai ritardi causati dalle misure per il contenimento di un focolaio epidemico al terminal di Yantian, vicino a Shenzhen, nella provincia cinese del Guangdong.

La risposta dell'offerta all'espansione della domanda aggregata è stata rallentata anche da livelli di scorte estremamente bassi a inizio 2020 nella maggior parte delle filiere e dalla lentezza nella ricostituzione dei magazzini commerciali, dovuta a problemi logistici e all'incertezza sull'andamento della pandemia, che ha ritardato le decisioni di investimento.

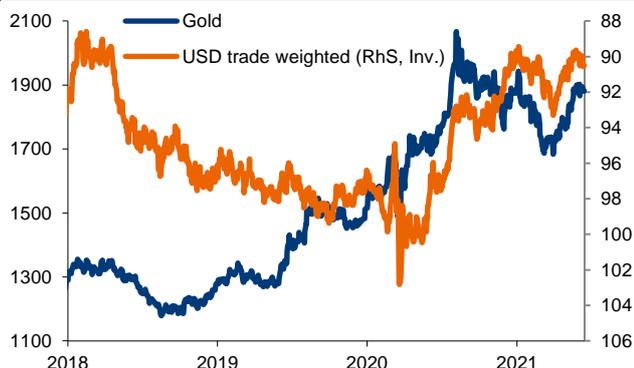
Il risultato finale di questi fattori transitori è stata una preoccupante scarsità sui mercati fisici di diverse materie prime. I prezzi, pur elevati, dei futures non riflettevano pienamente le condizioni reali dei mercati fisici, gravati dal rapido aumento dei premi regionali, da forti ritardi nelle consegne e difficoltà nel reperire materiali.

A nostro avviso, nei prossimi trimestri dovrebbero lentamente migliorare le prospettive e dovrebbe gradualmente allentarsi la scarsità sul mercato fisico registrata finora in vari settori, poiché le filiere stanno rispondendo ai segnali dei prezzi e le scorte commerciali stanno lentamente aumentando.

Tuttavia, riteniamo che ancora per diversi trimestri i prezzi della maggior parte delle materie prime siano destinati a rimanere superiori ai livelli medi registrati nel 2019. In particolare, energia e metalli industriali dovrebbero continuare a subire pressioni al rialzo derivanti dalla ripresa economia mondiale in atto e dalla transizione verso tecnologie e fonti energetiche più pulite. Inoltre, normalmente nel settore dei metalli la risposta dell'offerta ai prezzi elevati è lenta e spesso sono necessari diversi anni prima che la capacità produttiva mondiale riesca ad adeguarsi ad un più elevato livello di domanda aggregata.

Per contro, ci attendiamo una diminuzione più rapida dei prezzi della maggior parte delle merci agricole. Infatti, nonostante il supporto fornito da più elevati costi di produzione, normalmente la risposta dell'offerta in questo settore richiede tempi più brevi, grazie ai cicli annuali di coltivazione.

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



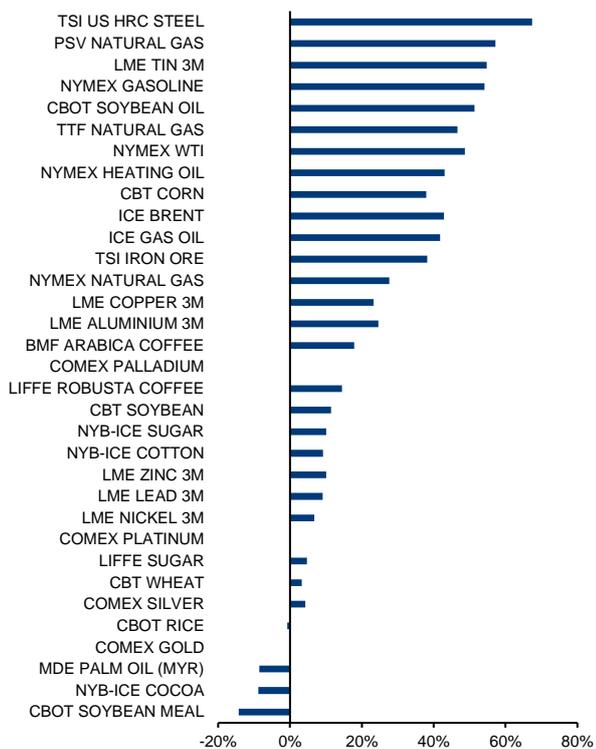
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



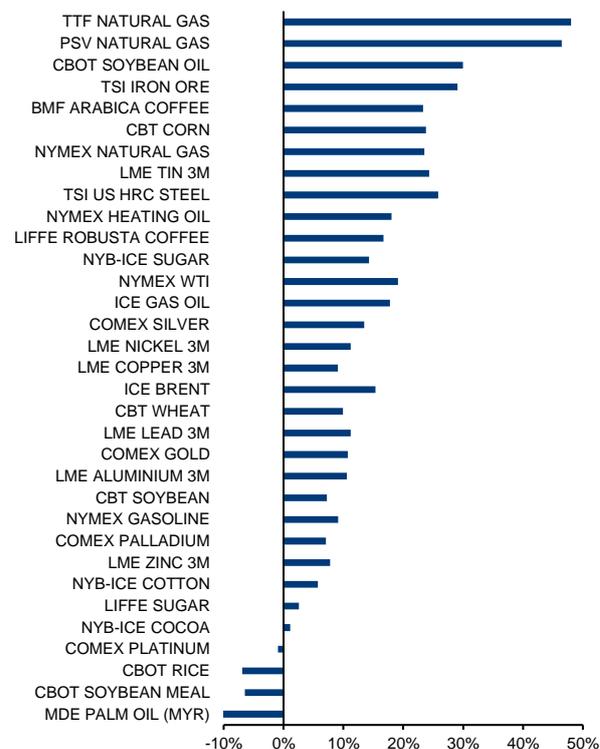
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

2021, rendimenti da inizio anno all'11 giugno 2021



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rendimenti da inizio trimestre all'11 giugno 2021



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per l'universo delle materie prime

Petrolio. Il mercato petrolifero mondiale raggiungerà probabilmente un equilibrio nel secondo semestre del 2021, poiché l'OPEC+ dovrebbe modulare la propria produzione per soddisfare la crescita della domanda globale. Nel nostro scenario di base prevediamo che in media il Brent scambi nella parte superiore di un intervallo di 65 e 76 dollari per i prossimi sei mesi e di un intervallo di 70 e 82 dollari per il 2022. In media, le quotazioni del Brent dovrebbero attestarsi su un livello di 68,8 dollari nel 2021 e di 75,0 dollari nel 2022. Prevediamo uno spread medio tra Brent e WTI di circa 2 dollari, a fronte di una debole crescita della produzione statunitense e di persistenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Africa. Nei mesi estivi la volatilità sarà sostenuta

dalle oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi globali e l'atteso ritorno delle forniture iraniane. Attualmente, l'Iran è il principale rischio al ribasso per le nostre previsioni.

Mercati energetici. I prezzi europei dell'energia dovrebbero rimanere elevati, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione, di elevati costi degli input produttivi, quali gas naturale e carbone, e di un'accelerazione della crescita dei consumi domestici grazie alla ripresa economica in atto e al consolidamento del trend verso l'elettrificazione.

Metalli preziosi. L'aumento dei rendimenti dei Treasury, il rafforzamento del dollaro americano e i discorsi sul tapering della Federal Reserve rappresentano forti ostacoli per l'oro e potrebbero determinare una progressiva diminuzione del prezzo del metallo giallo nel corso dei prossimi anni. Al contrario, le quotazioni di platino e palladio dovrebbero continuare a crescere, grazie a mercati fisici sempre più tesi.

Metalli industriali. Nel breve termine, i prezzi della maggior parte dei metalli potrebbero subire temporanee pressioni al ribasso, dovute al rallentamento della domanda cinese e all'aumento delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, a nostro avviso tali timori avranno natura transitoria, poiché la crescita mondiale dovrebbe consolidarsi e le pressioni sui prezzi dovrebbero rallentare. Pertanto, manteniamo una view rialzista sul complesso dei metalli industriali sia per i prossimi sei mesi, sia per i prossimi due anni. Tenendo conto dell'attesa crescita della domanda nei principali settori di applicazione e dei vincoli che gravano sulla crescita dell'offerta, i metalli non ferrosi dovrebbero sovraperformare ferro e acciaio. I nostri metalli preferiti sono rame, nickel e alluminio.

Mercati agricole. I timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi poiché, nella maggior parte dei casi, i raccolti dovrebbero rivelarsi soddisfacenti nonostante le difficili condizioni registrate un surplus già nella stagione 2021/2022. Di conseguenza, i prezzi dovrebbero diminuire sia nel 2° semestre 2021, sia nel 2022.

Previsioni di prezzo per le principali materie prime, scenario di base

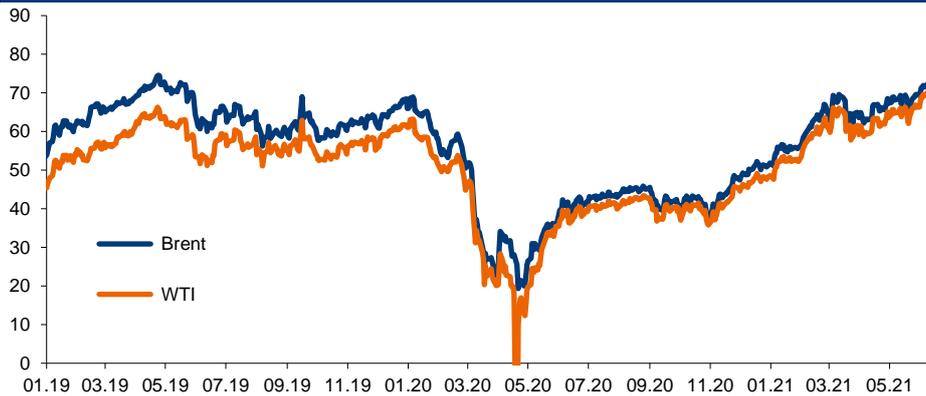
Al 14.06.2021	2T21	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	69,0	72,0	73,0	68,8	75,0	76,0	78,0
NYMEX WTI	66,0	70,0	71,0	66,2	73,0	74,0	76,0
NYMEX NATURAL GAS	2,9	3,0	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2
JKM LNG	9,0	10,5	11,0	9,9	10,5	10,7	10,9
TTF NATURAL GAS	23,5	25,0	27,0	23,5	24,0	25,0	26,0
PSV NATURAL GAS	24,0	25,5	27,5	23,9	24,5	25,3	26,2
PUN	72,0	83,5	86,5	75,0	80,0	82,0	85,0
EEX Power	62,0	69,5	72,5	63,3	70,0	74,0	78,0
EUA	50,0	59,0	64,0	52,6	68,0	70,0	72,0
LBMA GOLD	1.830	1.860	1.800	1.820	1.740	1.690	1.660
LBMA SILVER	27,0	27,8	28,0	27,3	27,0	26,5	26,0
LBMA PLATINUM	1.200	1.200	1.200	1.190	1.290	1.310	1.320
LBMA PALLADIUM	2.830	2.855	2.950	2.760	3.050	3.100	3.150
LME COPPER 3M	9.800	10.500	11.000	9.945	11.500	12.100	12.600
LME ALUMINIUM 3M	2.400	2.580	2.650	2.430	2.740	2.780	2.800
LME NICKEL 3M	17.300	18.500	19.200	18.150	19.600	20.200	20.600
LME ZINC 3M	2.950	3.100	3.200	3.000	3.250	3.300	3.350
LME LEAD 3M	2.130	2.260	2.300	2.180	2.320	2.340	2.360
LME TIN 3M	28.700	31.500	32.000	28.980	32.500	33.000	33.400
SGX IRON ORE	200	220	215	200	200	198	195
TSI U.S. HRC STEEL	1.500	1.650	1.600	1.485	1.600	1.580	1.560
CME HRC NWE	1.050	1.160	1.150	1.025	1.150	1.140	1.130
LME HRC FOB China	930	950	910	870	910	900	890
LME REBAR	705	730	715	695	715	710	700
LME SCRAP	490	520	510	490	510	515	518
CBT CORN	670	640	570	605	530	500	480
CBT WHEAT	685	650	570	640	545	530	520
CBT SOYBEAN	1.530	1.450	1.380	1.440	1.350	1.300	1.250
NYB-ICE ARABICA COFFEE	155	168	160	155	156	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1.500	1.550	1.520	1.480	1.500	1.490	1.480
ICE SUGAR	455	455	450	455	430	415	405
NYB-ICE SUGAR	17,0	17,0	16,8	16,8	16,0	15,5	15,0
CBT SOYBEAN MEAL	400	360	340	380	325	315	305
CBT SOYBEAN OIL	65,0	67,0	65,0	61	62,0	58,0	56,0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Petrolio: mercati bilanciati, ma volatilità in aumento

Il mercato petrolifero mondiale dovrebbe raggiungere un equilibrio nel secondo semestre del 2021, poiché l'OPEC+ dovrebbe modulare la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale. La volatilità registrerà probabilmente un aumento, alimentata dalle oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi mondiali e il probabile ritorno delle forniture iraniane. Tuttavia, vediamo un moderato potenziale di rialzo per le quotazioni del Brent nei prossimi anni.

Prezzi di petrolio Brent e WTI in dollari al barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A inizio giugno le quotazioni del petrolio erano tornate ai livelli pre-pandemia, con il Brent sopra i 72 dollari, il massimo da oltre due anni, grazie ad uno scenario favorevole caratterizzato da un aumento dei consumi globali a fronte di un'offerta limitata artificialmente dai produttori OPEC+. L'eccesso di scorte causato dalla pandemia era completamente riassorbito: le scorte di greggio e prodotti petroliferi dei Paesi OCSE erano tornate ai livelli pre-2020 e finalmente inferiori alla media a 5 anni, pur restando ancora sopra la media pre-2015.

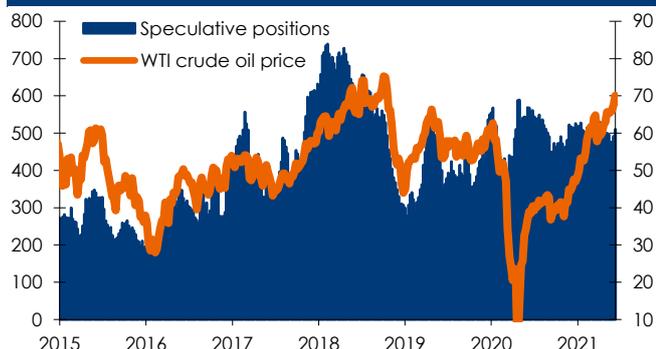
Scorte commerciali OCSE in mb rispetto alla media a 5 anni, prezzo del Brent (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

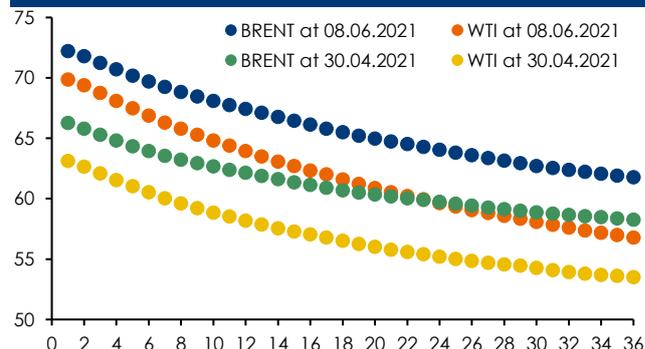
Le curve forward erano in backwardation, riflettendo l'erosione delle scorte mondiali. Tuttavia, i dati pubblicati dalla Commodity Futures Trading Commission statunitense (CFTC) mostravano che, nonostante i roll yield positivi, le posizioni non commerciali nette lunghe sul WTI, normalmente detenute da money manager e hedge fund, erano in calo perché gli speculatori si attendevano un limitato potenziale di rialzo dei prezzi spot nel breve termine per l'indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta.

Posizioni speculative e prezzo del petrolio WTI (scala destra)



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

Brent e WTI, curva forward



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

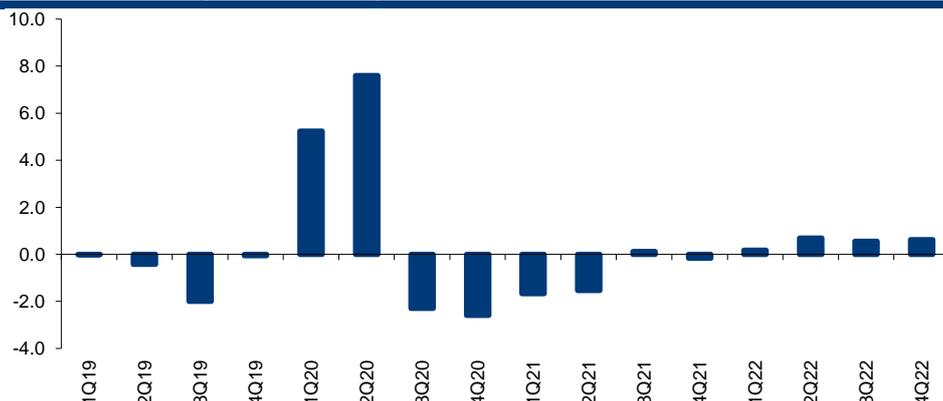
Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato a giugno la U.S. Energy Information Administration (EIA) prevede che, dopo un surplus di 2,0 mb/g del 2020, il mercato mondiale del petrolio dovrebbe registrare un deficit di circa 0,8 mb/g nel 2021 (dato rivisto al ribasso rispetto al deficit di 1,0 mb/g previsto a maggio) e potrebbe registrare un surplus di ben 0,5 mb/g nel 2022 (rispetto alla precedente previsione di un mercato bilanciato).

Stime di domanda e offerta pubblicate nello Short-Term Energy Outlook dalla U.S. Energy Information Administration

June 2021 in mb/d	Global Demand	Non-OPEC Supply	U.S. Output	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude*	Market Balance**
2020	92.3	63.5	11.3	5.1	25.6	23.6	2.0
2021	97.7	64.7	11.1	5.3	26.9	27.7	-0.8
y/y change	5.4	1.2	-0.2	0.2	1.3	4.0	
2022	101.3	67.6	11.8	5.5	28.7	28.2	0.5
y/y change	3.6	2.9	0.7	0.2	1.8	0.5	

Nota: * "Call on OPEC crude = World Consumption - Non OPEC Supply - OPEC LNG supply"; ** "Market balance = OPEC crude supply - Call on OPEC crude" Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati EIA

Bilancio del mercato petrolifero in mb/g, secondo le stime della U.S. EIA



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

In base al modello dell'EIA, la domanda mondiale dovrebbe registrare un aumento da 92,3 mb/g nel 2020 a 97,7 mb/g nel 2021 (+5,4 mb/g a/a, dato invariato) e a 101,3 mb/g nel 2022 (+3,6 mb/g a/a, in diminuzione rispetto alla precedente previsione di 101,4 mb/g). Il consumo mondiale di petrolio dovrebbe continuare a crescere nei prossimi trimestri (+2,1 mb/g t/t nel 3° trimestre 2021, +1,3 mb/g t/t nel 4° trimestre 2021) ma l'OPEC+ dovrebbe aumentare la produzione di conseguenza, garantendo un equilibrio sul mercato mondiale.

L'offerta non OPEC dovrebbe crescere da 63,5 mb/g nel 2020 a 64,7 mb/g nel 2021 (+1,2 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente previsione di 64,5 mb/g) e a 67,6 mb/g nel 2022 (+2,9 mb/g a/a, in rialzo rispetto alla precedente previsione di 67,4 mb/g).

La produzione statunitense di greggio dovrebbe diminuire da 11,3 mb/g nel 2020 a 11,1 mb/g nel 2021 (-0,3 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo da 11,0 mb/g) per poi tornare nuovamente a crescere nel 2022, attestandosi a un livello medio di 11,8 mb/g (+0,7 mb/g a/a, stima invariata) raggiungendo un picco di 12,1 mb/g nel 4° trimestre 2022. Nel 2020 gli Stati Uniti sono stati mediamente esportatori netti, con un livello medio di esportazioni nette di 0,7 mb/g, ma torneranno a ricoprire il loro tradizionale ruolo di importatori netti di greggio e prodotti petroliferi, con un livello medio di importazioni di circa 0,4 mb/g nel 2021 e di 0,5 mb/g nel 2022. Gli Stati Uniti potrebbero tornare a essere esportatori netti nel 4° trimestre 2022, con un livello medio di esportazioni di appena 0,1 mb/g.

La produzione OPEC di greggio dovrebbe crescere da una media di 25,6 mb/g nel 2020 a 26,9 mb/g nel 2021 (+1,3 mb/g a/a, stima invariata) e a 28,7 mb/g nel 2022 (+1,8 mb/g a/a, dato rivisto al rialzo da 28,5 mb/g). Nel 1° trimestre 2021 la produzione OPEC si attestava a 25,1 mb/g. Successivamente, dovrebbe aumentare di circa 0,6 mb/g t/t nel 2° trimestre 2021 a 25,7 mb/g e conseguire un'ulteriore espansione nel 2° semestre del 2021: di 2,3 mb/g t/t a 28,0 mb/g nel 3° trimestre 2021 e di 0,8 mb/g t/t a 28,8 mb/g nel 4° trimestre 2021. Successivamente dovrebbe rimanere stabile, vicina a una media di 28,7 mb/g nel 2022. Considerando i tagli attuali, l'eccesso di capacità produttiva dell'OPEC si attesterà probabilmente a un livello medio di 5,9 mb/g nel 2021 (-0,4 mb/g a/a) e di 4,7 mb/g nel 2022 (-1,2 mb/g a/a).

In base al modello dell'EIA, le quotazioni del Brent potrebbero raggiungere un livello medio di 65,2 dollari al barile nel 2021 (dato rivisto al rialzo da 62,3 dollari) e di 60,5 dollari nel 2022 (dato rivisto al ribasso da 60,7 dollari). Lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a un livello medio di 3,3 dollari nel 2021 (contro le precedenti stime di uno spread di 3,4 dollari) e di 3,8 dollari nel 2022 (dato invariato).

Concordiamo con l'analisi fondamentale dell'EIA e ci attendiamo un mercato mondiale in equilibrio nel 2° semestre del 2021, poiché, a nostro avviso, l'OPEC+ modulerà la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale, approfittando di una probabile accelerazione dei consumi a livello mondiale, dovuta alla *driving season* e a una parziale ripresa del traffico aereo, per allentare i tagli all'offerta e proteggere le sue quote di mercato.

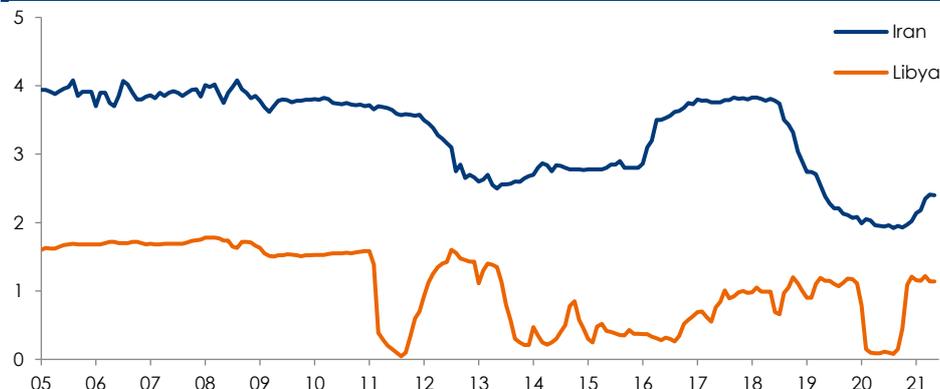
Tuttavia, rispetto all'analisi dell'EIA, siamo più ottimisti sul prezzo del petrolio, poiché riteniamo che sia le quotazioni del Brent che quelle del WTI saranno sostenute da uno scenario macroeconomico favorevole. Pertanto, nel nostro scenario di base prevediamo che le quotazioni del Brent si manterranno in media nella parte superiore di un intervallo di 65-76 dollari per i prossimi sei mesi e di un intervallo di 70-82 dollari per il 2022. In media, le quotazioni del Brent dovrebbero attestarsi a un livello di 68,8 dollari nel 2021 e di 75,0 dollari nel 2022. Prevediamo che lo spread tra Brent e WTI si attesterà attorno a un livello medio di circa 2 dollari nei prossimi anni, a fronte di una debole crescita della produzione statunitense e di persistenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Africa.

Nei mesi estivi la volatilità sarà alimentata da oscillazioni tra due grandi temi di mercato: la ripresa dei consumi globali (rialzista) e il previsto ritorno delle forniture iraniane (ribassista).

In effetti l'Iran rappresenta il principale rischio al ribasso per le nostre previsioni. Probabilmente, entro agosto dovrebbe essere siglato un nuovo accordo sul nucleare fra Iran e potenze mondiali, che permetterà un incremento dei livelli di produzione di greggio iraniano. Tuttavia, se nel 2020 la ripresa della produzione libica è stata facilmente assorbita dal mercato mondiale, grazie

all'aumento della domanda e all'atteggiamento collaborativo dell'OPEC+, nel 2021 l'ambizione iraniana di tornare al livello di produzione del 2017 potrebbe incontrare maggiori ostacoli.

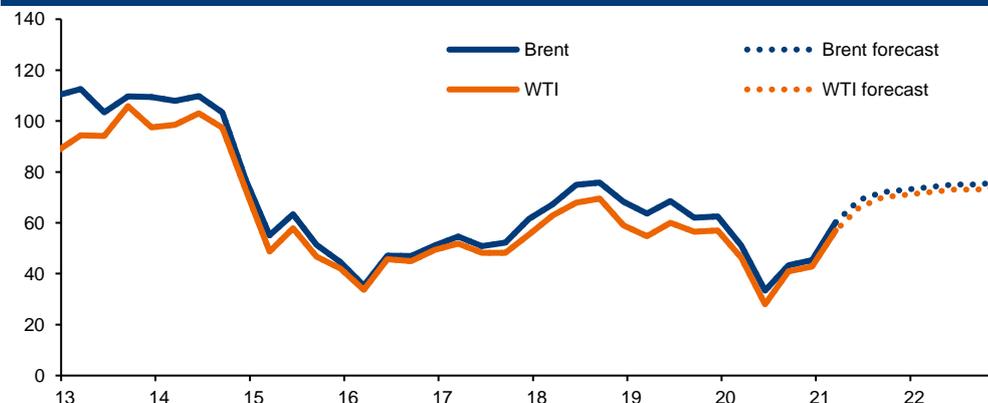
Produzione in Iran e Libia in mb/g



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A nostro avviso, l'OPEC+ farà spazio ai barili aggiuntivi forniti dall'Iran, ma sta crescendo l'incentivo a deviare e allentare l'aderenza ai tagli. Infatti, per la maggior parte dei produttori OPEC+, inclusa l'Arabia Saudita, gli attuali prezzi di mercato sono ben superiori al prezzo di petrolio di pareggio del bilancio fiscale (fiscal breakeven) e quindi risultano adeguati a soddisfare le esigenze dei governi. Pertanto, potremmo registrare un minore rispetto dei limiti di produzione a fronte di crescenti pressioni per aumentare l'offerta complessiva e proteggere le quote di mercato.

Brent e WTI: prezzi storici (linea continua) e stime (linea tratteggiata) in USD/barile



Fonte: stime Intesa Sanpaolo. Elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo per il petrolio Brent

Al 10.06.2021	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	72,0	73,0	68,8	75,0	76,0	78,0
Mediana, Bloomberg	66,0	65,7	65,4	65,5	64,5	65,0
Curve Forward	71,2	69,6	68,2	66,9	63,7	61,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo per il petrolio WTI

Al 10.06.2021	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
NYMEX WTI	70,0	71,0	66,8	73,0	74,0	74,0
Mediana, Bloomberg	63,0	62,7	62,0	62,8	62,5	65,0
Curve Forward	68,9	67,1	65,4	63,7	59,5	56,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

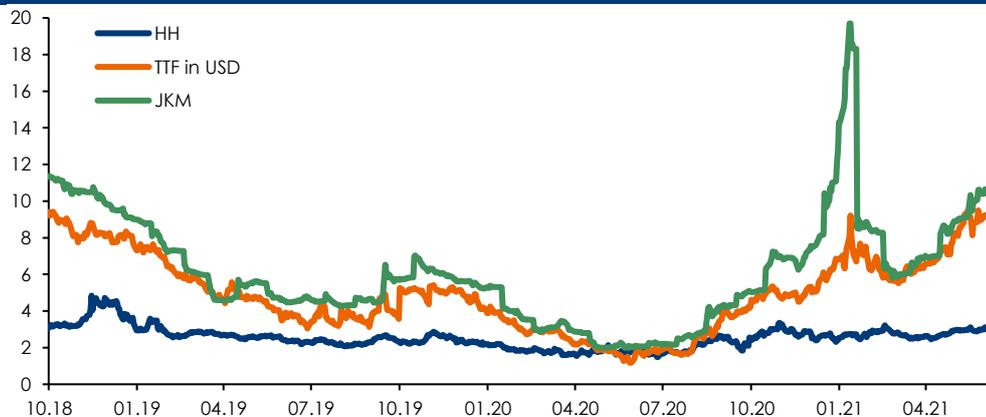
Mercati energetici: i prezzi si manterranno elevati

European power prices should remain high both in 2H21 and in 2022 amid rising carbon prices, high input costs for both natural gas and coal and an accelerating consumption growth, together with the ongoing economic recovery and the consolidating trend towards electrification. In Europa, i prezzi dell'energia dovrebbero rimanere elevati sia nel 2° semestre del 2021 che nel 2022, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione, di elevati costi degli input produttivi, quali gas naturale e carbone, e di un'accelerazione della crescita dei consumi grazie alla ripresa economica e al consolidamento dei processi di elettrificazione.

Durante la primavera, i prezzi regionali di gas ed energia in Europa e Asia sono cresciuti, trainati da una serie di fattori: previsioni di un rafforzamento della ripresa economica globale, sostenuta dai progressi delle campagne vaccinali; livelli di scorte estremamente bassi prima della stagione delle immissioni, dovuti a condizioni meteorologiche eccezionalmente avverse nell'inverno 2020/2021; domanda di riscaldamento persistentemente elevata nei mesi primaverili, dovuta a temperature insolitamente più fredde del normale in Nord America ed Europa; aumento strutturale della domanda di gas naturale liquefatto (GNL) in Asia, dovuto al prezzo elevato del carbone, alla pressione dei governi per ridurre le emissioni e alla necessità di ricostituire le scorte prima del picco estivo della domanda; limitato supporto delle energie rinnovabili nella generazione di energia elettrica, dovuto a una produzione eolica e solare insolitamente limitata in Europa; problemi e ritardi per le spedizioni di GNL, soprattutto per le consegne asiatiche; forte aumento dei prezzi dei diritti di emissione europei a fronte una regolamentazione più restrittiva.

Questo lungo elenco di fattori rialzisti, amplificati da livelli persistentemente bassi delle scorte in tutte le principali regioni consumatrici, ha sostenuto un aumento significativo dei prezzi del gas naturale, soprattutto marcato in Europa e Asia.

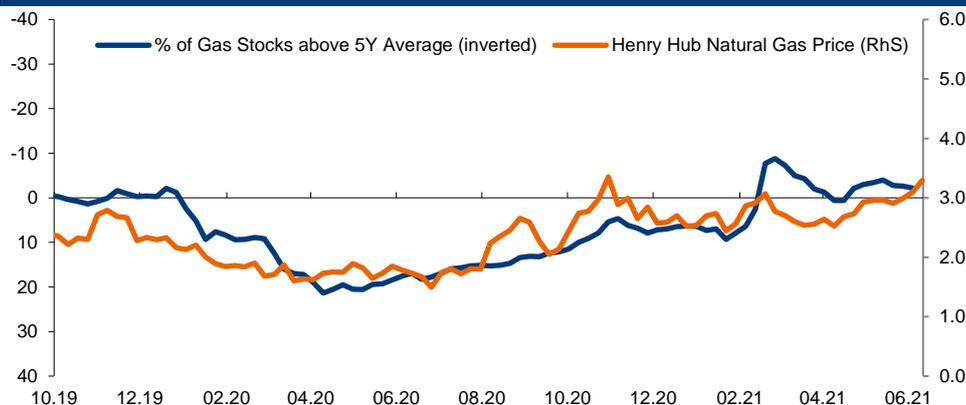
Prezzi del GNL JKM e del gas naturale TTF e Henry Hub, contratti future sul primo mese, in USD/MMBtu



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Negli Stati Uniti, l'aumento del gas naturale Henry Hub è stato limitato da una elevata produzione domestica, mediamente in grado di soddisfare sia le esigenze interne sia le richieste di esportazione, mantenendo al contempo le scorte domestiche su livelli prossimi alla media a 5 anni.

Percentuale delle scorte al di sopra della media vs. prezzi negli Stati Uniti in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In Europa, il prezzo del gas è aumentato verso livelli ben superiori rispetto a quanto registrato nell'inverno 2020/21 a causa di mercati continentali tesi. Da un lato, le scorte regionali sono inferiori alla norma: secondo Gas Infrastructure Europe (GIE) all'8 giugno gli stoccaggi europei raggiungevano soltanto il 41% della capacità, rispetto a una media stagionale a 5 anni del 55% per questo periodo dell'anno. Dall'altro lato, la concorrenza sui mercati del GNL resta aggressiva, poiché anche i Paesi dell'Asia settentrionale vogliono ricostituire le scorte prima del picco estivo della domanda.

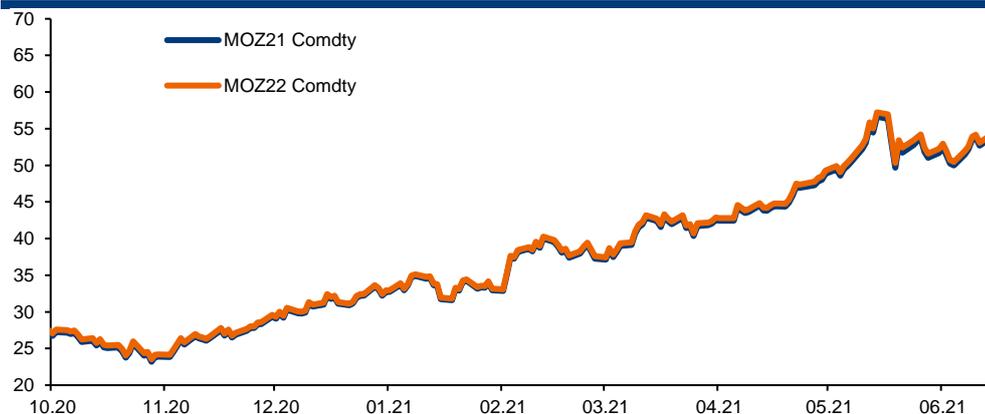
Prezzi del gas naturale in Europa, contratti future sul primo mese



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Inoltre, i mercati del gas sono stati trainati al rialzo dai livelli record dei prezzi dei diritti di emissione (CO₂). Infatti, il prezzo dei contratti per le quote di emissione di anidride carbonica (contratti futures EUA) ha toccato nuovi massimi a maggio, raggiungendo i 56,9 euro alla tonnellata il 14 maggio, grazie all'aspettativa di un mercato più teso nei prossimi anni. Successivamente, i prezzi hanno ritracciato sotto la soglia dei 50 euro, per poi tornare a superare rapidamente questo livello, e da inizio giugno hanno scambiato in un intervallo di 49-55 euro.

Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nei prossimi mesi i prezzi dei diritti di emissione dovrebbero aumentare ulteriormente. Come già evidenziato nella precedente nota trimestrale, sono necessari diritti di emissione molto "più cari più a lungo" per raggiungere gli obiettivi di decarbonizzazione e incentivare sia l'utilizzo di fonti di energia più sostenibili, sia i necessari investimenti nelle infrastrutture correlate. Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni dei futures EUA vicine a una media di 59 euro nel 3° trimestre 2021 e di 68 euro nel 2022, grazie all'adozione di una regolamentazione più restrittiva e alla continua espansione delle attività economiche nel continente.

Secondo le nostre attuali previsioni, il prezzo medio del gas naturale dovrebbe registrare un aumento medio di circa il 2% a/a nel 2022. Nei mesi estivi, il prezzo del gas subirà probabilmente una diminuzione rispetto ai massimi toccati recentemente, poiché le scorte dovrebbero essere gradualmente ricostituite in vista del nuovo anno gas. Tuttavia, ci attendiamo una correzione di modesta entità (in un intervallo del 10%-20%) poiché la concorrenza per il GNL resta forte e le previsioni meteo indicano un mese di luglio più caldo della norma nel continente europeo, suggerendo quindi un rialzo dei consumi di gas per la produzione di energia elettrica.

Secondo il nostro scenario di base, i prezzi dell'energia europea dovrebbero rimanere elevati sia nel 2° semestre del 2021 che nel 2022, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione, di elevati costi degli input di produzione, quali gas naturale e carbone, e di un'accelerazione della crescita dei consumi a seguito della ripresa economica in atto e del consolidamento della tendenza verso l'elettrificazione. Il prezzo dell'energia elettrica subirà una probabile flessione nei mesi estivi dopo i massimi toccati recentemente. Tuttavia, al momento ci attendiamo una diminuzione inferiore rispetto al gas naturale (in un intervallo del 5%-10%), mentre nel 2022 il prezzo dell'energia elettrica dovrebbe tornare a crescere, con un aumento medio stimato attorno al 9% a/a.

Previsioni di prezzo per i mercati energetici, scenario di base

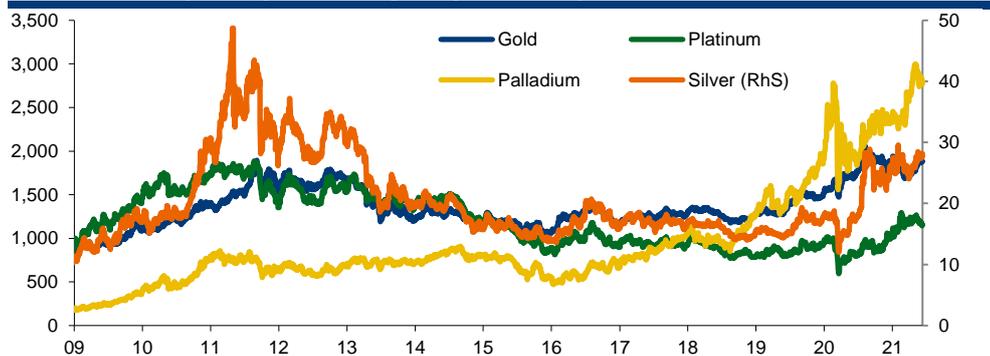
Al 14.06.2021	2T21	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	69,0	72,0	73,0	68,8	75,0	76,0	78,0
NYMEX WTI	66,0	70,0	71,0	66,2	73,0	74,0	76,0
NYMEX NATURAL GAS	2,9	3,0	3,1	2,9	3,0	3,1	3,2
JKM LNG	9,0	10,5	11,0	9,9	10,5	10,7	10,9
TTF NATURAL GAS	23,5	25,0	27,0	23,5	24,0	25,0	26,0
PSV NATURAL GAS	24,0	25,5	27,5	23,9	24,5	25,3	26,2
PUN	72,0	83,5	86,5	75,0	80,0	82,0	85,0
EEX Power	62,0	69,5	72,5	63,3	70,0	74,0	78,0
EUA	50,0	59,0	64,0	52,6	68,0	70,0	72,0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: rendimenti più brillanti per platino e palladio

L'aumento dei rendimenti dei Treasury, il rafforzamento del dollaro americano e i discorsi sul tapering della Federal Reserve rappresentano forti ostacoli per l'oro e potrebbero determinare una progressiva diminuzione del prezzo del metallo giallo nel corso dei prossimi anni. Al contrario, le quotazioni di platino e palladio dovrebbero continuare a crescere, grazie a mercati fisici ancora tesi.

Quotazioni di oro, platino, palladio e argento (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Lo scenario macroeconomico globale è diventato meno favorevole per l'oro. Infatti, l'aumento dei rendimenti dei Treasury, il rafforzamento del dollaro americano e i discorsi sul tapering della Federal Reserve rappresentano forti ostacoli per il metallo prezioso. Riteniamo ancora che, nel breve termine, l'oro sia ben sostenuto dai timori sull'inflazione, dall'incertezza sulle future mosse della Federal Reserve e dagli sviluppi negativi sul fronte dell'epidemia, dovuti alla rapida diffusione di nuove varianti del virus che complicano gli sforzi globali per contenere la pandemia. Tuttavia, più a lungo termine, le pressioni al ribasso dovrebbero aumentare e prevediamo una diminuzione del prezzo dell'oro nel corso dei prossimi anni.

L'argento non appare abbastanza forte per potersi sganciare dall'oro, nonostante le brillanti prospettive della domanda nel settore delle tecnologie verdi. Di conseguenza, il prezzo dell'argento potrebbe rimanere all'interno di un ampio trading range nei prossimi mesi, ma dovrebbe perdere terreno nei prossimi anni seguendo l'andamento dell'oro.

Al contrario, le quotazioni di platino e palladio dovrebbero continuare a crescere sia nel medio che nel lungo termine, grazie a mercati fisici ancora tesi, a fronte di un rafforzamento della domanda nel settore industriale e di persistenti minacce di interruzioni delle forniture.

Oro

Gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) evidenziano la rapida evoluzione registrata dal mercato mondiale dell'oro nei trimestri scorsi. Infatti, per la maggior parte del 2020 la crescita della domanda di oro è stata trainata soprattutto dagli investimenti in strumenti finanziari aventi oro come sottostante, come gli Exchange Traded Fund (ETF), mentre la domanda fisica nei settori gioielleria e tecnologia ha subito una diminuzione dovuta all'impatto negativo dell'epidemia di coronavirus.

Per contro, dall'ottobre scorso questo scenario ha registrato una rapida inversione di tendenza. Da un lato, l'interesse per l'oro sui mercati finanziari è rapidamente svanito a causa dell'aumento dei rendimenti dei Treasury, che ha determinato un incremento del costo-opportunità degli asset infruttiferi, e del rafforzamento del dollaro americano. Di conseguenza, il contributo fornito dagli ETF alla domanda di oro è diventato negativo. Dall'altro lato, la domanda di lingotti e monete

d'oro e quella proveniente dai settori gioielleria e tecnologia ha registrato un soddisfacente recupero.

Stime del World Gold Council per il 1° trimestre 2020 e il 1° trimestre 2021, in tonnellate

	1Q20	% on the total	1Q21	% on the total	y/y growth
Total gold demand, in tons	1,060		816		-23%
Jewellery	313	29%	477	44%	52%
Bars and coin	251	23%	340	31%	36%
ETFs	299	28%	-178	-16%	-159%
Central banks	124	12%	96	9%	-23%
Technology	73	7%	81	7%	11%
Total gold supply, in tons	1,146		1,096		-4%
Mine production	817	74%	851	80%	4%
Net producer hedging	35	3%	-25	-2%	-172%
Recycled gold	295	27%	270	25%	-8%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Considerando l'attuale scenario macroeconomico, probabilmente nei prossimi trimestri le componenti non finanziarie della domanda di oro registreranno ulteriori incrementi, mentre i disinvestimenti dagli ETF aventi oro fisico come sottostante dovrebbero proseguire lentamente, anche se le pressioni inflazionistiche potrebbero rallentare il processo di liquidazione, fornendo un temporaneo sostegno al prezzo di questo bene rifugio.

Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di circa 1.860 dollari per il 3° trimestre 2021 e una possibile flessione verso un livello medio di 1.740 dollari nel 2022. A nostro avviso, nelle prossime settimane l'oro potrebbe scambiare prevalentemente in un intervallo compreso tra i 1.840 e i 1.920 dollari. Tuttavia, i rischi al ribasso si stanno intensificando e, in caso di rottura del supporto a 1.840 dollari, dovuto a eventuali timori sull'avvio del tapering da parte della FED o a un dollaro americano più forte del previsto e all'aumento dei rendimenti dei Treasury, l'oro potrebbe avvicinarsi rapidamente al suo supporto principale di 1.680 dollari. In caso di rottura, i successivi supporti di lungo termine sono vicini a 1.570, 1.400 e 1.200 dollari.

Argento

Nel nostro modello di base, l'argento dovrebbe scambiare mediamente intorno a 27,8 dollari l'oncia nel 3° trimestre 2021, scendendo a un livello medio di 27,0 dollari nel 2022. Continuiamo a considerare il livello di 22 dollari come supporto principale in caso di liquidazioni più ampie delle attese nel comparto dei metalli preziosi, e un livello di 30 dollari come resistenza principale in caso di domanda superiore alle attese sui mercati fisici e finanziari.

Dopo il picco toccato a marzo 2020, il rapporto tra oro/argento ha registrato una rapida diminuzione e attualmente risulta in linea con la media di lungo periodo. A nostro avviso, nonostante l'aumento della domanda mondiale, trainata dagli investimenti nel settore fotovoltaico, l'argento continuerà a subire pressioni al ribasso dovute al suo ruolo tradizionale di bene rifugio e alla sua correlazione di lungo termine con l'oro.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto oro/argento



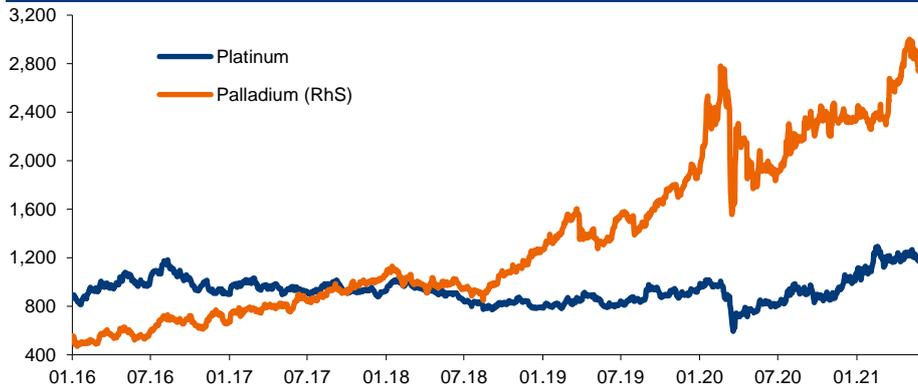
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Platino and palladio

Diversamente dall'argento, la domanda di platino e palladio non dovrebbe essere penalizzata dagli stessi ostacoli incontrati dall'oro. Al contrario, il driver principale della domanda di questi due metalli resta la produzione industriale mondiale, soprattutto nel settore automobilistico. Di conseguenza, le prospettive per i consumi di platino e palladio restano favorevoli, grazie al costante focus sulle tecnologie pulite: i volumi dei metalli del gruppo del palladio (PGM) contenuti nelle marmitte catalitiche dovrebbero aumentare grazie a limiti alle emissioni più rigorosi introdotti in diversi mercati emergenti.

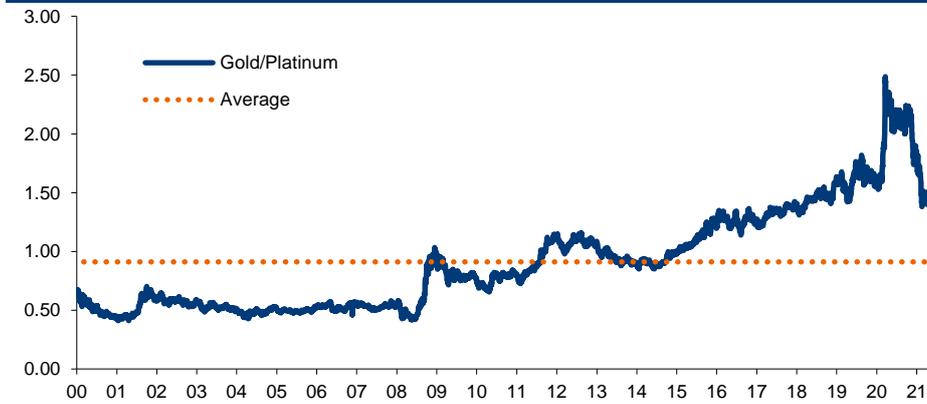
Nel nostro scenario di base, per il 3° trimestre 2021 ipotizziamo un prezzo medio per il platino e il palladio di 1.200 dollari l'oncia e di 2.855 dollari l'oncia, rispettivamente. Nei prossimi trimestri le quotazioni dovrebbero aumentare ulteriormente e, nel 2022, il platino e il palladio dovrebbero raggiungere un livello medio di circa 1.290 dollari e 3.050 dollari, rispettivamente.

Quotazioni di platino e palladio in USD/oncia



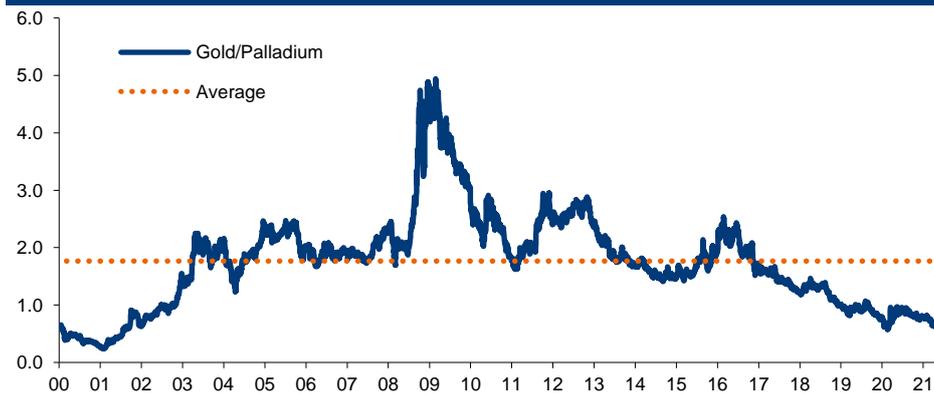
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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 metalli preziosi, scenario di base

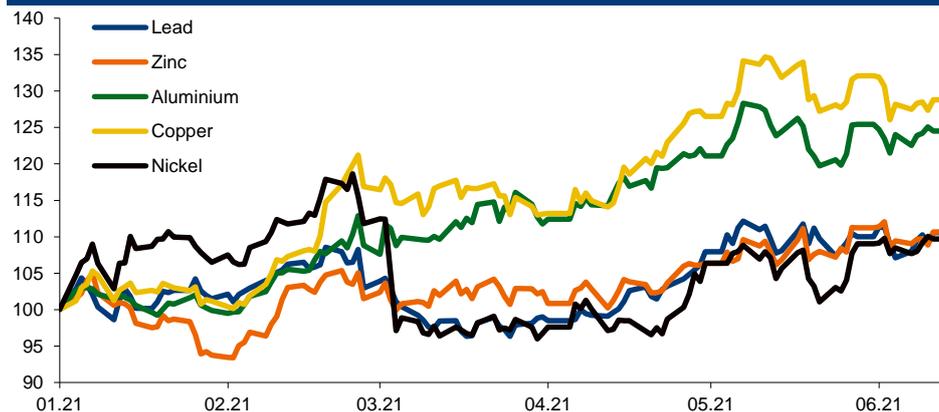
Al 14.06.2021	2T21	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
LBMA GOLD	1,830	1,860	1,800	1,820	1,740	1,690	1,660
LBMA SILVER	27,0	27,8	28,0	27,3	27,0	26,5	26,0
LBMA PLATINUM	1,200	1,200	1,200	1,190	1,290	1,310	1,320
LBMA PALLADIUM	2,830	2,855	2,950	2,760	3,050	3,100	3,150

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: una view bullish, di lungo termine

Nel breve termine, i prezzi della maggior parte dei metalli potrebbero subire temporanee pressioni al ribasso, dovute al rallentamento della domanda cinese e all'aumento delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, a nostro avviso tali timori avranno natura transitoria, poiché la crescita mondiale dovrebbe consolidarsi e le pressioni sui prezzi dovrebbero allentarsi. Pertanto, manteniamo una view rialzista sul complesso dei metalli industriali sia per i prossimi sei mesi, sia per i prossimi anni.

Rendimenti da inizio anno dei principali metalli industriali (future LME a 3 mesi)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tra le principali materie prime, energia e metalli industriali dovrebbero ottenere i maggiori benefici dall'attesa accelerazione della crescita economica globale e, nei prossimi anni, dai forti investimenti in tecnologie pulite, sostenuti dagli ingenti piani di spesa predisposti dai governi negli Stati Uniti, in Europa e Asia.

Infatti, come illustrato nel precedente scenario trimestrale, i metalli industriali dovrebbero trarre vantaggio da politiche fiscali mirate alla redistribuzione e alla protezione dell'ambiente. In particolare, i piani di spesa dei governi dovrebbero incentivare gli investimenti in nuove infrastrutture (caratterizzate da un elevato impiego di metalli) necessarie per contrastare il cambiamento climatico e l'inquinamento ambientale attraverso l'adozione di tecnologie più pulite, inclusi la cattura e lo stoccaggio dell'anidride carbonica, lo sviluppo di processi di elettrificazione e l'utilizzo delle energie rinnovabili nei sistemi di produzione di energia elettrica.

Tenendo conto dell'attesa crescita della domanda nei principali settori utilizzatori e dei limiti di crescita dell'offerta, i metalli non ferrosi dovrebbero sovraperformare ferro e acciaio nel 2° semestre 2021 e più a lungo termine. I nostri metalli preferiti restano rame, nickel e alluminio.

Nel breve termine, i prezzi della maggior parte dei metalli potrebbero subire temporanee pressioni al ribasso. Infatti, nelle prossime settimane, i timori sul rallentamento della domanda cinese di metalli potrebbero intensificarsi a causa di una serie di fattori: sforzi compiuti dalle Autorità per contenere le pressioni sui prezzi nel settore manifatturiero, con un indice dei prezzi alla produzione (PPI) che a maggio ha toccato i massimi da settembre 2008; probabile rilascio di rame, alluminio e zinco dalle riserve strategiche cinesi; peggioramento della congestione nei porti della Cina meridionale, originatasi a fine maggio per le misure di contenimento dell'epidemia presso il terminal di Yantian, vicino a Shenzhen, nella provincia del Guangdong.

Inoltre, lo scenario macroeconomico appare temporaneamente meno favorevole per i metalli industriali, poiché i timori relativi alle pressioni inflazionistiche hanno innescato un dibattito sulla possibile implementazione di politiche monetarie più restrittive nei prossimi trimestri.

Tuttavia, a nostro avviso tali timori avranno natura transitoria, poiché la crescita mondiale dovrebbe consolidarsi e le pressioni sui prezzi dovrebbero rallentarsi, allentando le pressioni sulle banche centrali per modificare l'attuale scenario politico. Pertanto, manteniamo un giudizio rialzista sul complesso dei metalli industriali nei prossimi sei mesi e nei prossimi anni.

Per le previsioni e i target di prezzo, consideriamo come benchmark i contratti future a 3 mesi quotati sul LME per rame, alluminio, nickel, zinco e piombo.

Rame

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del rame raffinato (contratto a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 10.500 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre del 2021 e in ulteriore aumento nel 2022, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 11.500 dollari. Siamo particolarmente rialzisti sul rame per le sue caratteristiche fisiche e chimiche, che ne rendono difficile la sostituzione con altri metalli, soprattutto nelle applicazioni legate ai settori della produzione e trasmissione di energia elettrica. Per questo motivo, ci attendiamo una crescita strutturale della domanda di rame raffinato nei prossimi anni, accompagnata dalla persistente minaccia di un deficit di offerta, dopo anni di investimenti insufficienti e rendimenti in calo nelle miniere esistenti. Inoltre, ai timori politici si aggiungono i rischi sul fronte dell'offerta. Infatti, i governi dell'America Latina, Cile e Perù inclusi, hanno intenzione di introdurre norme più severe sul settore minerario, per proteggere lavoratori e ambiente, e stanno valutando di aumentare i livelli di tassazione. Queste misure determinerebbero un aumento dei costi di produzione per la maggior parte dei metalli, rame in primis.

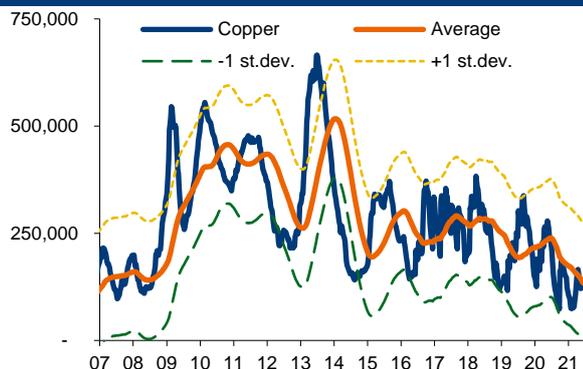
Nello scenario più negativo, caratterizzato da un dollaro più forte del previsto e una ripresa economica più debole delle attese, tutti i metalli industriali potrebbero registrare un calo delle quotazioni. In questo scenario sfavorevole consideriamo un livello di 8.000 dollari come principale supporto per il rame nel medio termine.

Prezzo del rame, LME 3m (scala destra) e indice PMI manifatturiero cinese



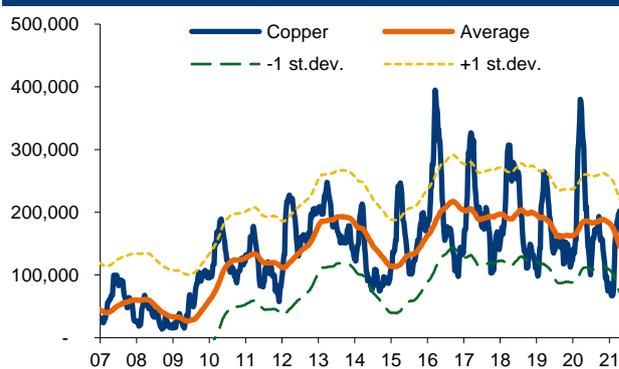
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



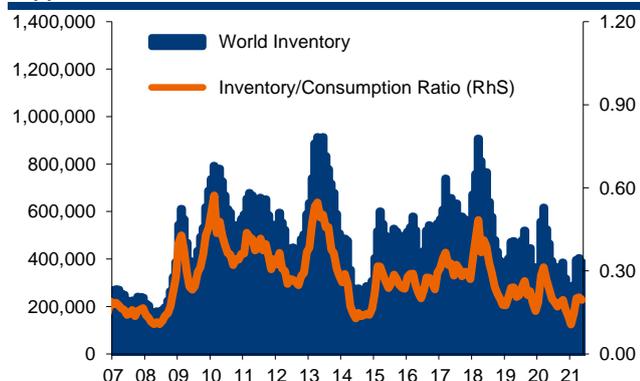
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

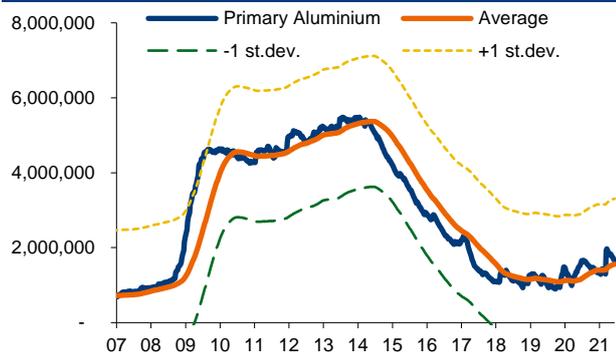
Alluminio

Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni dell'alluminio (contratto a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.580 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e un possibile aumento a un livello medio di 2.740 dollari nel 2022. Nonostante il ruolo importante che l'alluminio potrebbe assumere nella "transizione verde" e soprattutto nel processo di elettrificazione, riteniamo che i prezzi dell'alluminio abbiano un potenziale di crescita inferiore rispetto al rame. In particolare, a nostro avviso, sarà molto difficile rompere la resistenza di 2.800 dollari.

Ci attendiamo un incremento della volatilità nel 3° trimestre 2021, poiché il mercato seguirà gli sviluppi politici in Cina, oscillando tra pressioni al rialzo sui prezzi quando la Cina porterà avanti i suoi piani per ridurre le emissioni inquinanti nelle fonderie di alluminio e acciaio e pressioni al ribasso sui prezzi quando cercherà di limitare le pressioni inflazionistiche interne e rilascerà metallo dalle sue riserve strategiche.

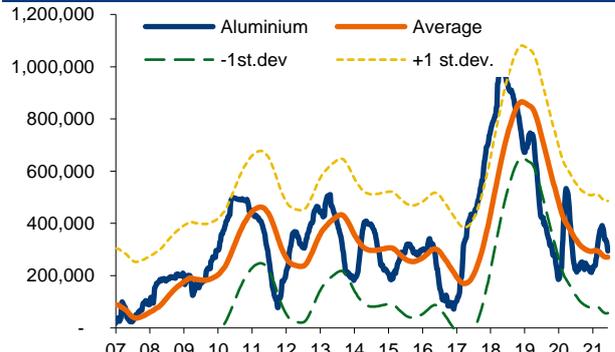
Nello scenario più ribassista, tutti i metalli industriali registrerebbero un calo e l'alluminio potrebbe raggiungere un supporto importante, vicino ai 2.200 dollari.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



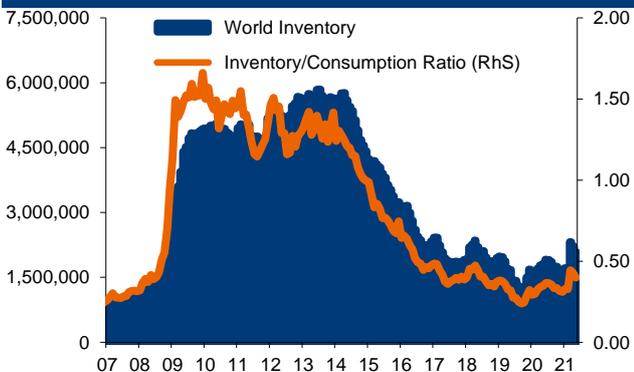
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal Shanghai Futures Exchange



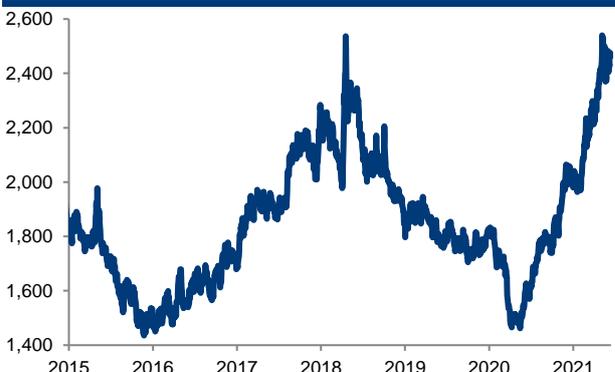
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

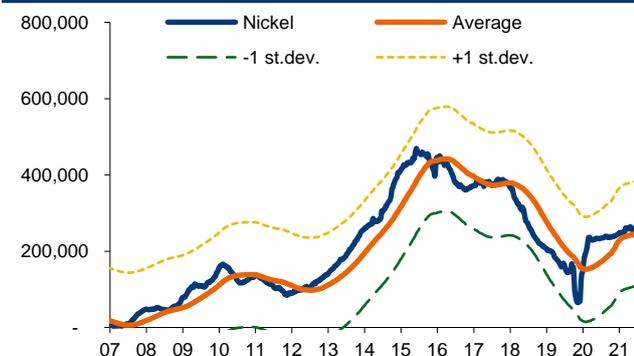


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Nickel

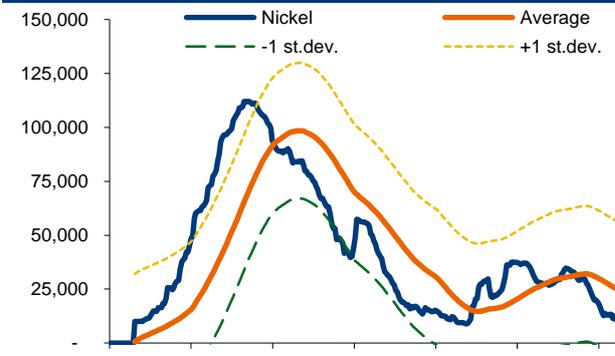
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del nickel raffinato (intorno a un livello medio di 18.500 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e di 19.600 dollari nel 2022. Dopo la flessione subita a febbraio, e quasi due mesi in prossimità dell'importante supporto di 16.000 dollari, il nickel sembra aver ripreso un andamento rialzista, guidato dalla previsione di aumento della domanda globale del metallo. Restiamo positivi anche più a lungo termine sul nickel, dato il suo crescente utilizzo nel settore delle batterie.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



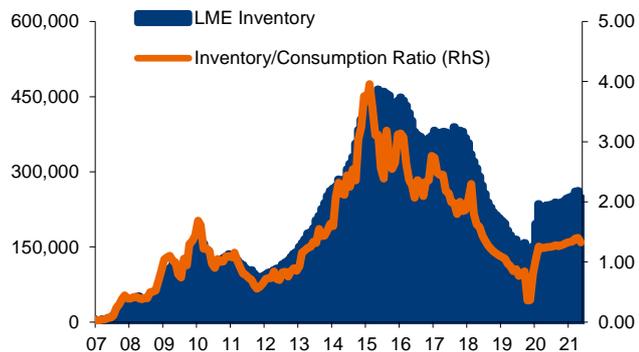
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal Shanghai Futures Exchange



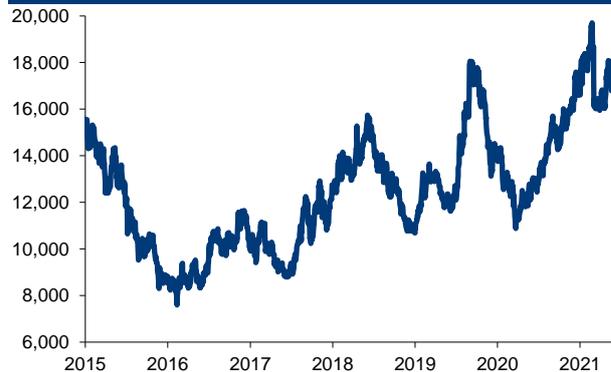
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

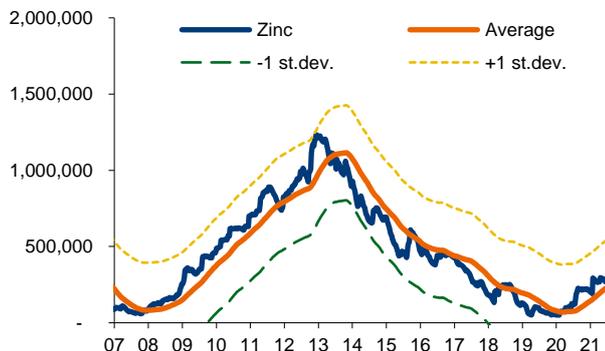


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Zinco

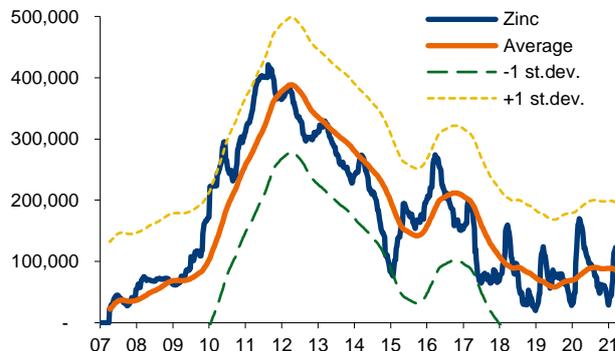
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni dello zinco raffinato intorno a un livello medio di 3.100 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e di 3.250 dollari alla tonnellata nel 2022. Nonostante l'eccezionale rally messo a segno nei trimestri scorsi grazie alle aspettative di maggiori investimenti per edilizia e infrastrutture, riteniamo improbabile che lo zinco possa tornare ai massimi del 2018 in tempi brevi. Infatti, il mercato fisico è meglio fornito rispetto a tre anni fa e, a nostro avviso, la soglia di 3.200 dollari rappresenta un solido livello di resistenza.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



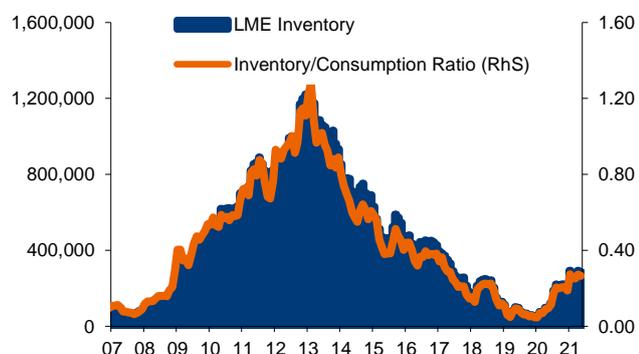
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal Shanghai Futures Exchange



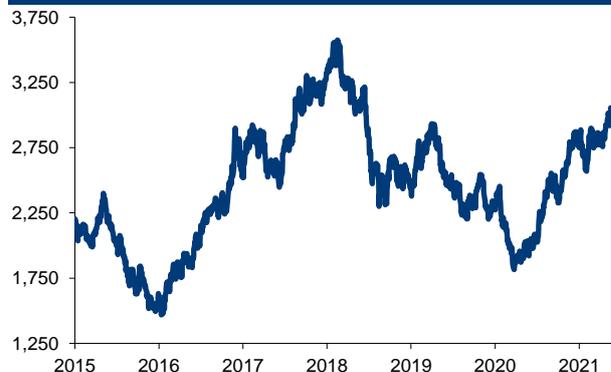
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME

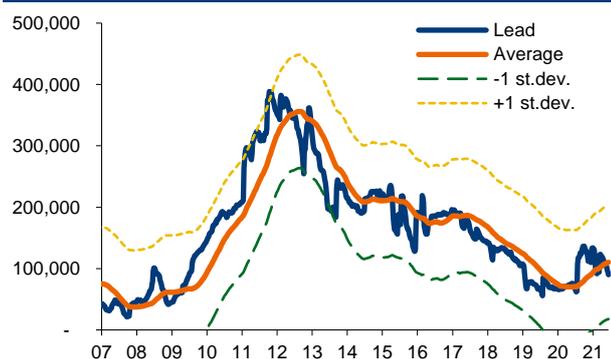


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Piombo

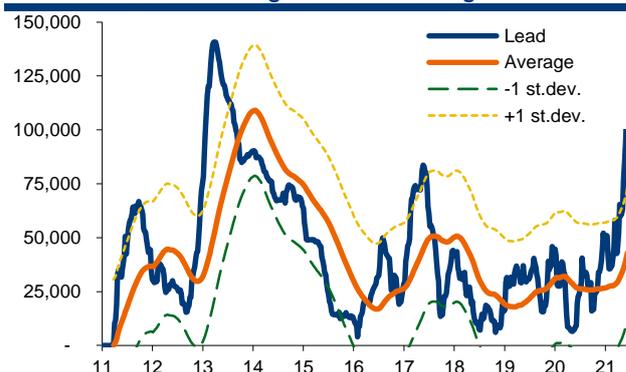
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del piombo intorno a un livello medio di 2.260 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021. Nel 2022, il prezzo del piombo potrebbe crescere ulteriormente, avvicinandosi a un livello medio prossimo ai 2.320 dollari. Infatti, nonostante sia ben posizionato per beneficiare della ripresa economica globale in atto, riteniamo che questo metallo abbia un potenziale di rialzo minore rispetto ad altri metalli, poiché il suo mercato fisico è meglio fornito rispetto alle altre materie prime industriali. In particolare, il recente aumento delle scorte di piombo allo Shanghai Futures Exchange è stato più rapido e sostenuto del previsto, suggerendo una probabile ripresa delle pressioni al ribasso sui prezzi del piombo nei prossimi mesi.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



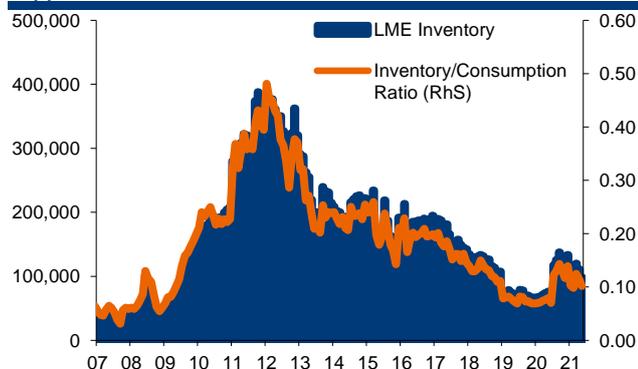
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dal Shanghai Futures Exchange



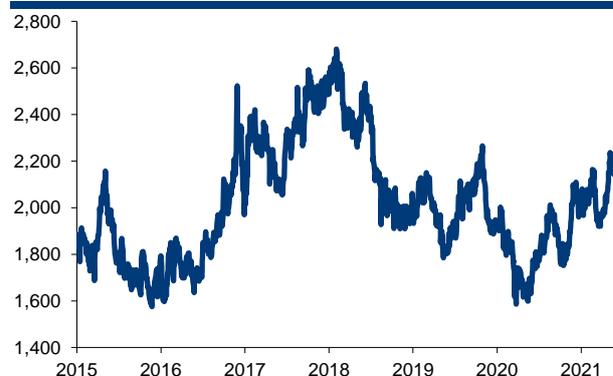
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Settore siderurgico

Nel nostro scenario di base, considerando come riferimento per il ferro il contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato da The Steel Index, prevediamo una quotazione media per il ferro di 220 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e una possibile diminuzione a un livello medio di 200 dollari nel 2022, poiché l'atteso aumento della produzione mondiale dovrebbe portare a mercati meno tesi.

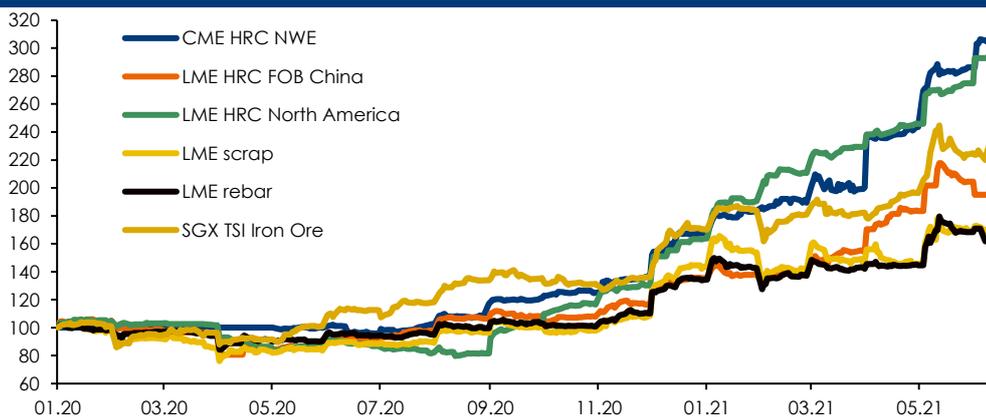
Secondo le nostre analisi, in tutte le principali regioni il prezzo dell'acciaio è ben sostenuto dal solido aumento registrato finora dalla domanda mondiale e le previsioni indicano una significativa crescita dei consumi anche nel 2022. Finora, i benchmark dell'acciaio USA hanno sovraperformato i prezzi di riferimento europei e asiatici, grazie alle aspettative positive legate

agli stimoli fiscali introdotti dall'Amministrazione Biden. Tuttavia, ci attendiamo un una possibile contrazione dello spread con altre regioni nei prossimi mesi.

Prevediamo una quotazione media per l'acciaio hot rolled coil americano di 1.650 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021, considerando come riferimento l'indice pubblicato da The Steel Index, calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano. Successivamente, il prezzo dell'acciaio hot rolled coil americano potrebbe scendere a un livello medio vicino ai 1.600 dollari nel 2022.

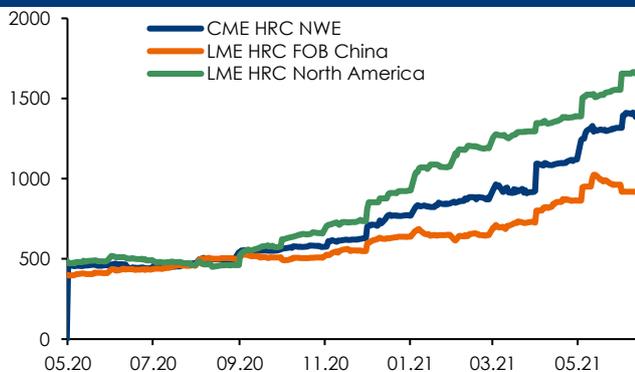
Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i contratti quotati sul CME, basati sull'indice Argus per l'acciaio hot rolled coil nell'Europa nord-occidentale, e i contratti quotati sul LME per rottami (scrap) e tondini (rebar). A nostro avviso, le quotazioni dell'acciaio hot rolled coil dovrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 1.160 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e potrebbero rimanere in prossimità di un livello medio di 1.150 dollari nel 2022. I contratti quotati sul LME per i tondini (rebar) dovrebbero scambiare a un livello medio di 730 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e potrebbero avvicinarsi a un livello medio di 715 dollari nel 2022, mentre le quotazioni dei contratti quotati sul LME per i rottami (scrap) dovrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 520 dollari alla tonnellata nel 3° trimestre 2021 e potrebbero scambiare a un livello medio vicino a 510 dollari alla tonnellata nel 2022. Di conseguenza, le quotazioni dell'acciaio europeo dovrebbero mantenersi in prossimità degli attuali livelli elevati nei prossimi trimestri, sostenute dai prezzi del ferro e dalle aspettative di un mercato globale ancora teso.

Rendimenti di selezionati futures su acciaio e ferro (dic. 2020 = 100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Acciaio HRC negli USA, in Cina e nell'Europa nord-occidentale, in USD/mt



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Acciaio HRC negli USA e in Cina vs. prezzo del ferro in USD/mt



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo, scenario di base

Al 14.06.2021	2T21	3TQ21	4T21	2021	2022	2023	2024
LME COPPER 3M	9.800	10.500	11.000	9.945	11.500	12.100	12.600
LME ALUMINIUM 3M	2.400	2.580	2.650	2.430	2.740	2.780	2.800
LME NICKEL 3M	17.300	18.500	19.200	18.150	19.600	20.200	20.600
LME ZINC 3M	2.950	3.100	3.200	3.000	3.250	3.300	3.350
LME LEAD 3M	2.130	2.260	2.300	2.180	2.320	2.340	2.360
LME TIN 3M	28.700	31.500	32.000	28.980	32.500	33.000	33.400
SGX IRON ORE	200	220	215	200	200	198	195
TSI U.S. HRC STEEL	1.500	1.650	1.600	1.485	1.600	1.580	1.560
CME HRC NWE	1.050	1.160	1.150	1.025	1.150	1.140	1.130
LME HRC FOB China	930	950	910	870	910	900	890
LME REBAR	705	730	715	695	715	710	700
LME SCRAP	490	520	510	490	510	515	518

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

Agricoli: nuovamente in surplus

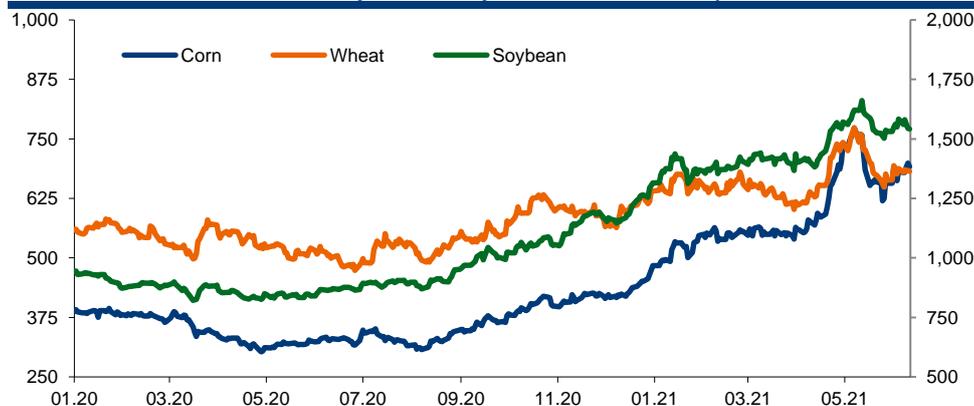
I timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi poiché i raccolti dovrebbero rivelarsi soddisfacenti nella maggior parte dei casi. Nonostante le condizioni meteorologiche difficili registrate nel 1° semestre 2021, i principali cereali dovrebbero registrare un surplus nella stagione 2021/2022. Di conseguenza, nel 2° semestre 2021 e nel 2022 i prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire.

Quest'anno, i prezzi della maggior parte delle materie prime agricole hanno registrato un notevole aumento, toccando i massimi degli ultimi anni, guidate da una lunga serie di fattori: forte crescita della domanda mondiale grazie alle riaperture delle economie dopo le misure imposte per contenere l'epidemia di coronavirus; aumento dei prezzi di produzione, inclusi carburanti, fertilizzanti e prodotti chimici, ed elevati costi di trasporto; condizioni meteorologiche particolarmente avverse nella maggior parte delle regioni produttrici, inclusa la grave siccità che ha colpito Sud America e Stati Uniti minacciando i raccolti.

Tuttavia, i timori sulle forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi poiché i raccolti dovrebbero rivelarsi soddisfacenti nella maggior parte dei casi. Nonostante le condizioni meteorologiche difficili del 1° semestre 2021, i principali cereali dovrebbero registrare un surplus nella stagione 2021/2022. Di conseguenza, nel 2° semestre 2021 e nel 2022 i prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire.

Consideriamo come riferimento i contratti future quotati sul Chicago Board of Trade per mais (CBOT Corn), frumento (CBOT Wheat) e soia (CBOT Soybean). Consideriamo come riferimento per il caffè i futures sul caffè Arabica quotati sul NYB-ICE Exchange e i futures sul caffè Robusta quotati sull'ICE Exchange. Consideriamo come riferimento per lo zucchero i futures Sugar n. 11 quotati sul NYB-ICE Exchange e White Sugar quotato sull'ICE Exchange

Quotazioni di mais, frumento e soia (scala destra) in centesimi di dollaro per bushel



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Chicago Board of Trade

Mais

Il 10 giugno, lo U.S. Department of Agriculture (USDA) ha pubblicato il report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) contenente le stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato dei cereali.

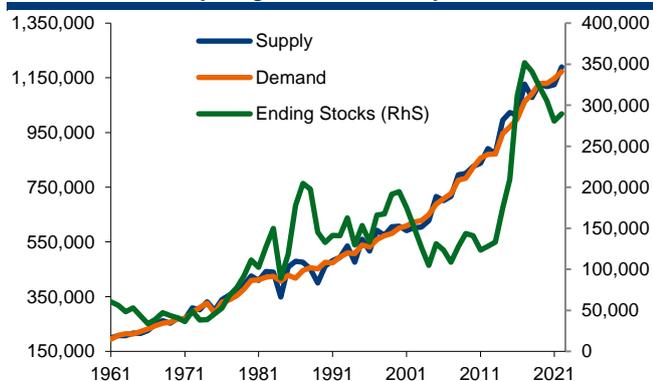
Dopo il quarto anno consecutivo di deficit di offerta registrato nella stagione 2020/21, il mercato mondiale del mais dovrebbe finalmente tornare in surplus nella stagione 2021/22. Secondo le attuali previsioni dell'USDA, la produzione mondiale dovrebbe aumentare del 5,8% a/a nel 2021/22 toccando un nuovo record di 1.190 milioni di tonnellate (dato invariato rispetto alle prime stime pubblicate a maggio) mentre i consumi globali dovrebbero crescere del 2,7% a/a,

facendo registrare un nuovo massimo storico di 1.181 milioni di tonnellate (in linea con la stima del mese precedente).

Le scorte finali dovrebbero pertanto aumentare, per la prima volta dopo sei anni, del 3,1% a/a, attestandosi a 289 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 292 milioni di tonnellate). Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe salire al 24,5% (dato rivisto al ribasso rispetto alla stima del 24,7% del mese scorso) dal 24,4% registrato nella stagione precedente.

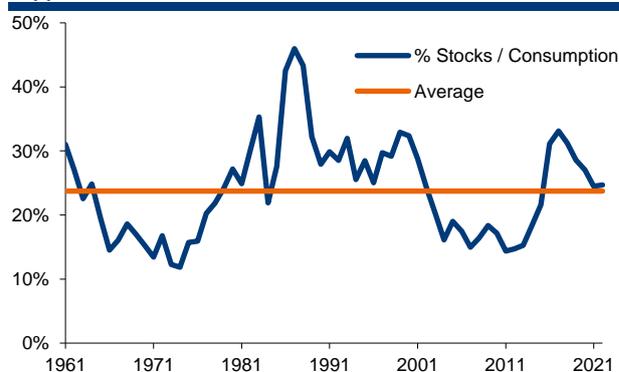
Attualmente, stimiamo una quotazione media di 640 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2021. Successivamente, il prezzo del mais potrebbe perdere supporto nel corso del 2° semestre 2021, a causa di un aumento stagionale dell'offerta, e scendere a una media di 530 centesimi di dollaro nel 2022.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



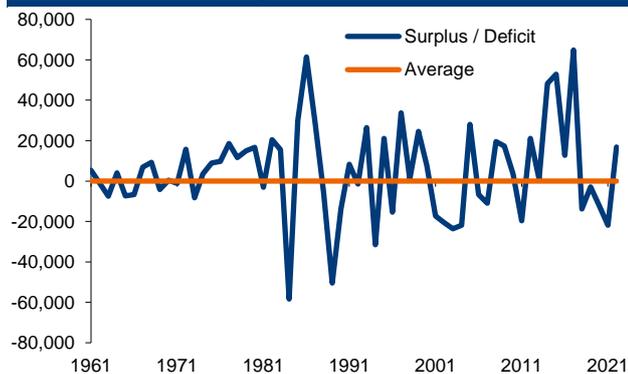
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi



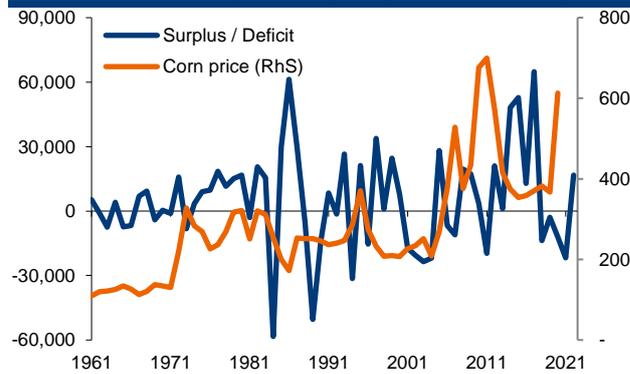
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Frumento

Tra i principali cereali, il frumento presenta i fondamentali più deboli. Nella stagione 2021/22, il mercato mondiale dovrebbe registrare un surplus di offerta per il terzo anno consecutivo. Sarebbe l'undicesima volta negli ultimi quattordici anni, e le scorte finali dovrebbero toccare un nuovo massimo storico.

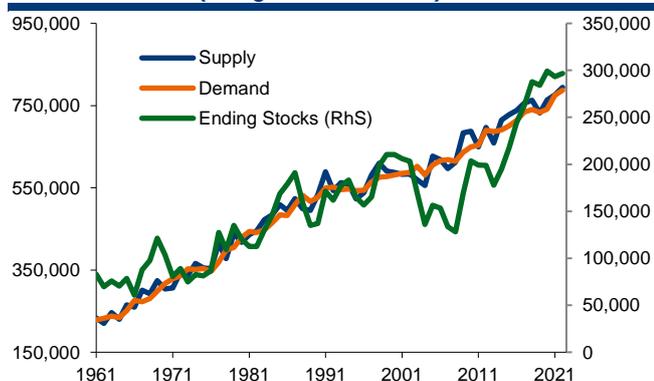
Nel report WASDE di giugno, l'USDA stima che nella stagione 2021/22 la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare del 2,4% a/a a 794 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo

rispetto alla prima stima di 789 milioni di tonnellate pubblicata a maggio) toccando un nuovo record storico. Il consumo mondiale di frumento potrebbe aumentare dell'1,2% a/a a 791 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo da 789 milioni di tonnellate), anche questo un nuovo massimo storico.

Le scorte finali sono attese quindi in aumento dell'1,1% a/a a 297 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo da 295 milioni di tonnellate), anche questo un nuovo massimo. Tuttavia, i consumi globali dovrebbero aumentare marginalmente in modo più rapido delle scorte finali e, di conseguenza, il rapporto fra scorte e consumi dovrebbe scendere al 37,5% nel 2021/22 (dato rivisto al rialzo dal 37,4% stimato il mese scorso) dal 37,6% della stagione 2020/21.

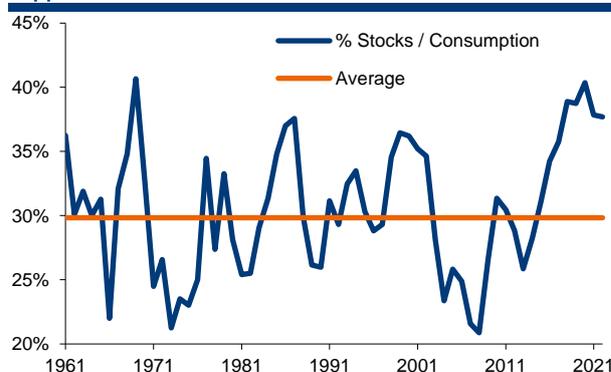
Nel nostro scenario di base, stimiamo una quotazione media di 650 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2021. Nei prossimi mesi il prezzo del frumento dovrebbe diminuire, avvicinandosi a un prezzo medio di 545 centesimi di dollaro nel 2022, poiché l'offerta dovrebbe rispondere ai prezzi elevati, sostenendo le esportazioni.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



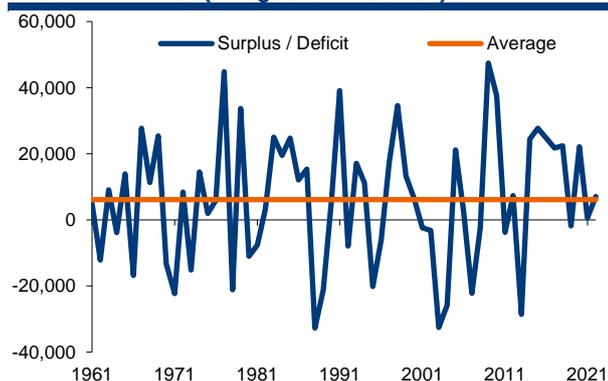
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi



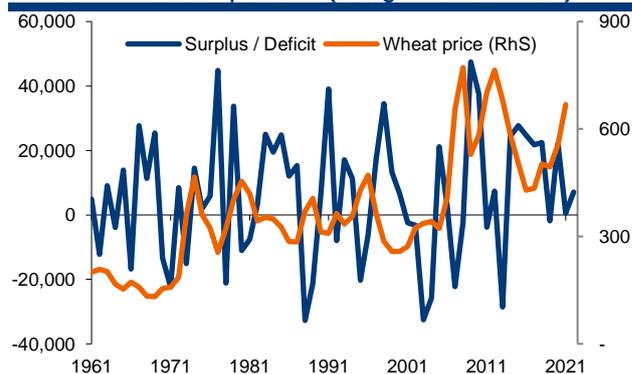
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Semi di soia

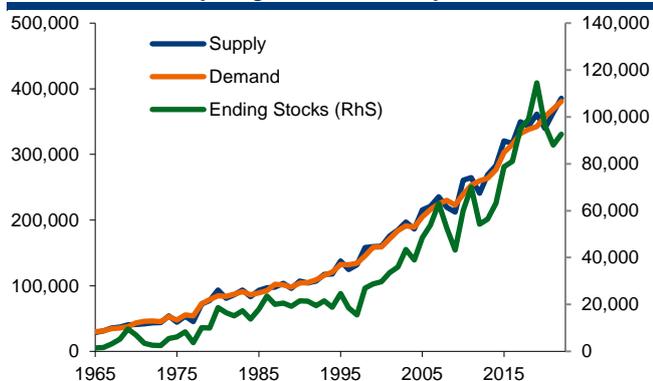
Secondo le stime dell'USDA contenute nel report di giugno, il mercato della soia dovrebbe tornare a registrare un surplus nella stagione 2021/22, dopo due anni consecutivi di deficit. La produzione mondiale di soia potrebbe infatti aumentare del 5,9% a/a, attestandosi a 386 milioni di tonnellate (dato invariato rispetto al mese scorso), toccando un nuovo record. Il consumo

mondiale dovrebbe crescere del 3,0% a/a, toccando un nuovo massimo storico di 332 milioni di tonnellate (dato in linea con le previsioni del mese scorso).

Nella stagione 2021/22 le scorte mondiali dovrebbero aumentare del 5,2% a/a a 93 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di 91 milioni di tonnellate). Il rapporto fra scorte e consumi dovrebbe quindi aumentare al 24,3% (dato rivisto al rialzo rispetto al 23,9% previsto il mese scorso) dal 23,8% registrato nella stagione precedente.

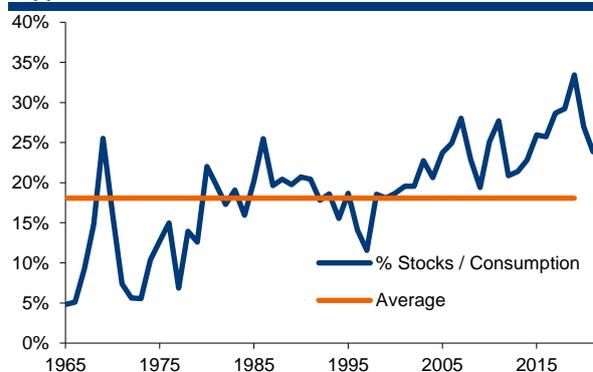
Al momento, stimiamo per la soia una quotazione media di 1.450 centesimi di dollaro per bushel per il 3° trimestre 2021. Rispetto ad altre granaglie, a nostro avviso il prezzo della soia gode di maggiore supporto, grazie a un mercato mondiale più teso. Di conseguenza, ci attendiamo una minore contrazione nel 2022, prevedendo un prezzo medio di 1.350 centesimi di dollaro per il prossimo anno.

Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)



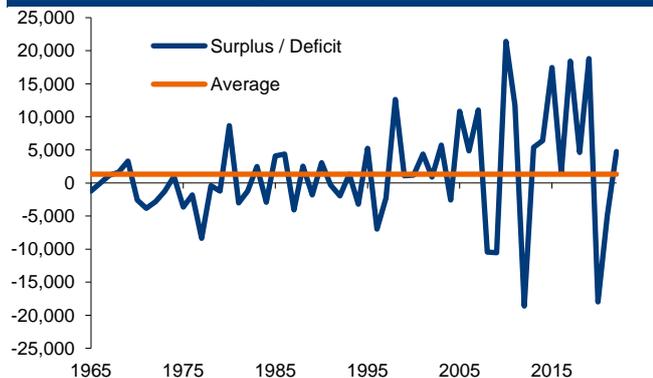
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Rapporto fra scorte e consumi



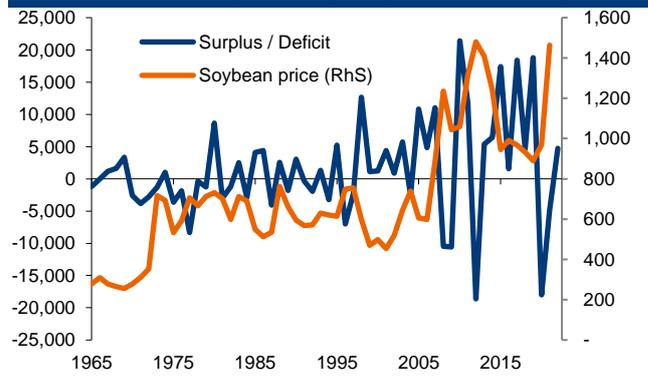
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Caffè

Secondo le ultime stime dell'International Coffee Organization (ICO) contenute nel Coffee Market Report del mese di maggio, nella stagione 2020/21, iniziata a ottobre 2020, il mercato globale dovrebbe registrare un nuovo surplus di 2,0 milioni di sacchi, una netta diminuzione rispetto al surplus di 4,5 milioni di sacchi della stagione precedente.

Secondo le stime, nel 2020/21 la produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 169,6 milioni di sacchi (+0,4% a/a). La produzione di Arabica dovrebbe aumentare del 2,3% a/a a 99,2 milioni di

sacchi, mentre la produzione di Robusta dovrebbe diminuire del 2,1% a/a a 70,0 milioni di sacchi. In base alle stime, la domanda globale dovrebbe attestarsi a 167,6 milioni di sacchi (+1,9% a/a) per la stagione 2020/21. I consumi dovrebbero aumentare in tutte le principali regioni consumatrici, anche se le misure adottate per contenere la pandemia, inclusi distanziamento sociale e chiusure di bar e ristoranti, hanno penalizzato il consumo di caffè fuori casa nei mesi scorsi.

Nei primi sette mesi della stagione 2020/21 le esportazioni totali sono aumentate del 4,1% a/a a 77,5 milioni di sacchi, seppur con differenze significative tra Arabica e Robusta. Infatti, le esportazioni di Arabica sono cresciute del 9,0% a/a, grazie all'aumento dei prezzi nei principali Paesi esportatori, mentre quelle di Robusta hanno subito una contrazione del 3,8% a/a, a causa della notevole diminuzione delle forniture provenienti dal Vietnam.

Tuttavia, l'ICO segnala che le forniture globali stanno diminuendo e nella prossima stagione 2021/22 il mercato globale potrebbe registrare un deficit dovuto a prospettive più favorevoli sul fronte della domanda globale e dei consumi fuori casa, grazie alle campagne vaccinali e alla riapertura delle attività nelle economie occidentali, nonché all'attesa diminuzione della produzione nei principali Paesi esportatori. In particolare, nell'ambito del ciclo di produzione biennale la stagione 2021/22 sarà caratterizzata da raccolti scarsi ("off-year") per le piante di Arabica in Brasile, con una conseguente probabile complessiva diminuzione della produzione domestica rispetto alla stagione precedente.

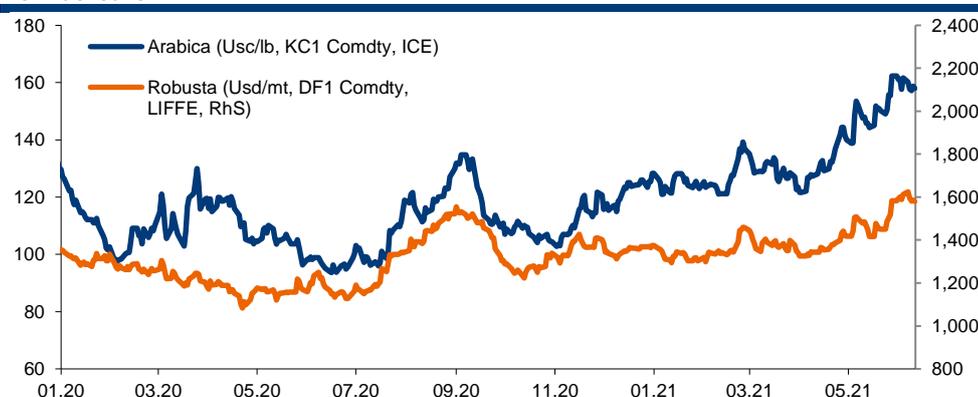
La seconda stima ufficiale del raccolto di caffè brasiliano pubblicata a fine maggio dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) conferma questa dinamica. Secondo l'Agenzia, nella stagione 2021/22 la produzione totale brasiliana potrebbe scendere a 48,8 milioni di sacchi, pari a una contrazione del 22,6% a/a rispetto alla stagione precedente.

Secondo la CONAB, la produzione totale brasiliana di Arabica potrebbe scendere a 33,4 milioni di sacchi, pari a una contrazione del 31,5% a/a rispetto alla stagione precedente.

Al contrario, la produzione totale brasiliana di Robusta potrebbe aumentare a 15,4 milioni di sacchi, pari a un aumento del 7,9% a/a rispetto alla stagione precedente.

Per il 3° trimestre 2021 stimiamo un prezzo medio per l'Arabica vicino a 168 centesimi di dollaro e un prezzo medio per la Robusta di 1.550 centesimi di dollaro. Successivamente, le quotazioni dovrebbero diminuire a un prezzo medio di 156 centesimi di dollaro per l'Arabica e di 1.500 centesimi di dollaro per la Robusta.

Prezzi del caffè



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zucchero

Secondo le ultime stime pubblicate dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2020/21 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un deficit di 4,2 milioni di tonnellate. La produzione totale dovrebbe diminuire a 169,2 milioni di tonnellate circa, riportando la terza contrazione annuale consecutiva, a causa dell'andamento deludente dei raccolti in Thailandia e nell'Unione Europea. Per contro, la domanda mondiale dovrebbe aumentare del 2% circa, attestandosi intorno a 173,8 milioni di tonnellate. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumo dovrebbe scendere al 53,3%.

Tuttavia, l'ISO segnala una possibile ripresa delle forniture a livello globale nella prossima stagione 2021/22, grazie alle aspettative di una maggiore produzione in Thailandia, India, Unione Europea e Australia.

Secondo le nostre attuali stime, nel 3° trimestre 2021 il prezzo dello zucchero si attesterà a un livello medio di 17,0 dollari e di 455 dollari rispettivamente per i futures Sugar n. 11 e per i futures White Sugar. Nel 2022 le quotazioni dello zucchero potrebbero diminuire ulteriormente verso un livello medio di 16,0 dollari per i futures Sugar n. 11 e di 430 dollari per i futures White Sugar, poiché ci attendiamo che nei prossimi trimestri i mercati possano divenire progressivamente meno tesi.

Prezzi dello zucchero



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni per le merci agricole, scenario di base

Al 14.06.2021	2T21	3T21	4T21	2021	2022	2023	2024
CBT CORN	670	640	570	605	530	500	480
CBT WHEAT	685	650	570	640	545	530	520
CBT SOYBEAN	1,530	1,450	1,380	1,440	1,350	1,300	1,250
NYB-ICE ARABICA COFFEE	155	168	160	155	156	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,500	1,550	1,520	1,480	1,500	1,490	1,480
ICE SUGAR	455	455	450	455	430	415	405
NYB-ICE SUGAR	17.0	17.0	16.8	16.8	16.0	15.5	15.0
CBT SOYBEAN MEAL	400	360	340	380	325	315	305
CBT SOYBEAN OIL	65.0	67.0	65.0	61	62.0	58.0	56.0

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 SpA-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 Spa 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

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com