

Focus

## Materie prime: pesano la variante Omicron e le politiche monetarie

L'impatto negativo della variante Omicron e la minaccia di politiche monetarie più restrittive rappresentano ora i principali ostacoli per i mercati delle materie prime e potrebbero innescare più ampie correzioni dei prezzi nel breve termine. Tuttavia, un temporaneo indebolimento dei corsi delle materie prime beneficerebbe l'economia mondiale, contribuendo ad accelerare i tassi di crescita, e semplificherebbe il compito delle principali banche centrali, che potrebbero continuare a sostenere la ripresa economica invece di combattere le pressioni inflazionistiche.

## Petrolio: volatilità e più deboli fondamentali

A seguito del recente indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e dei timori di una più rapida stretta monetaria, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sulle quotazioni del petrolio per il prossimo anno. Una temporanea correzione potrebbe spingere il Brent verso un livello medio di 65 dollari nel 1° trimestre 2022. Successivamente, potrebbero prevalere pressioni al rialzo guidate da previsioni più ottimistiche sulla domanda mondiale, grazie a un aumento stagionale dei consumi di combustibili e, si spera, un allentamento dei timori relativi alla diffusione dell'epidemia di coronavirus. Quindi, ci attendiamo si consolidi un trend rialzista per il petrolio a partire dal 2° trimestre 2022. Nel nostro scenario di base, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67,5 dollari nel 2022 e di 70 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare i movimenti intra-day.

## Mercati energetici: la prima crisi dell'era verde

Anche se difficilmente le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia alle porte della stagione invernale 2021/22 si ripeteranno ogni anno, possiamo attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, dovuti alla necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e alla progressiva penetrazione delle energie rinnovabili.

## Metalli preziosi: preferiamo il palladio all'oro

Da inizio anno, le quotazioni dei metalli preziosi hanno registrato una flessione. Manteniamo una view negativa su oro e argento, poiché l'adozione di politiche monetarie più restrittive dovrebbe ridurre la propensione a investire nei due metalli. Per contro, ci attendiamo un parziale recupero di platino e palladio, grazie alla probabile accelerazione della domanda dal settore automobilistico. Pertanto, nell'ambito di un'asset allocation strategica a medio termine, preferiamo il palladio all'oro.

## Metalli industriali: difficoltà nel breve termine

L'improvvisa diffusione della variante Omicron e le voci di una più rapida stretta da parte della Federal Reserve hanno determinato un aumento del rischio di una più marcata correzione per gran parte dei metalli industriali e attualmente prevediamo una diminuzione delle quotazioni nel 1° trimestre 2022. Successivamente, i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero tornare a guidare i prezzi e quindi i metalli non ferrosi dovrebbero recuperare terreno. Nel medio/lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali.

## Merci agricole: elasticità dell'offerta in azione

L'agricoltura è il settore delle materie prime con la maggiore elasticità dell'offerta ai prezzi. Di conseguenza, gli elevati prezzi registrati nel 2021 dovrebbero contribuire ad aumentare l'offerta nel 2022, laddove possibile, e potrebbero innescare diffusi cali delle quotazioni in anticipazione della prossima stagione del raccolto. Tuttavia, anomale condizioni meteorologiche restano la principale minaccia e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore.

Dicembre 2021

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

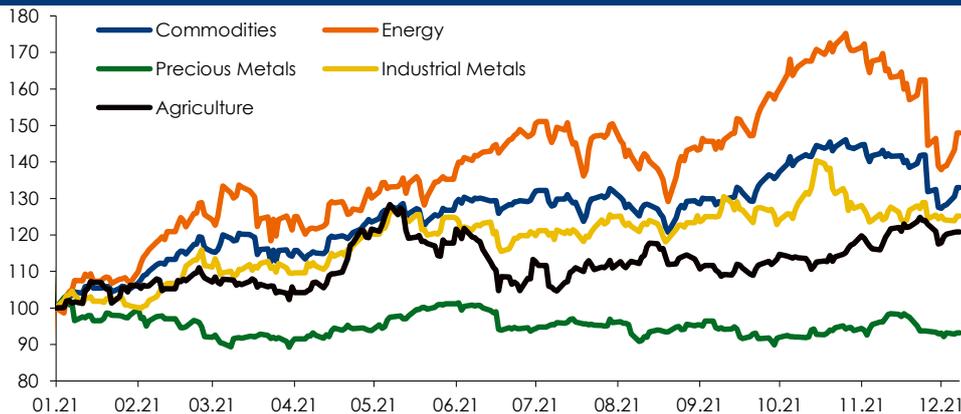
Rates, FX & Commodities  
Research

Daniela Corsini, CFA  
Economista - Materie Prime

## Materie prime: pesano la variante Omicron e le politiche monetarie

L'impatto negativo della variante Omicron e la minaccia di politiche monetarie più restrittive rappresentano ora i principali ostacoli per i mercati delle materie prime e potrebbero innescare più ampie correzioni dei prezzi nel breve termine. Tuttavia, un temporaneo indebolimento dei corsi delle materie prime beneficerebbe l'economia mondiale, contribuendo ad accelerare i tassi di crescita, e semplificherebbe il compito delle principali banche centrali, che potrebbero continuare a sostenere la ripresa economica invece di combattere le pressioni inflazionistiche.

### Rendimenti da inizio anno dei principali comparti delle materie prime (dic. 2020=100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le prospettive macroeconomiche si confermano più deboli di quanto inizialmente previsto, a causa delle elevate pressioni inflazionistiche e dei timori di una probabile stretta monetaria più rapida di quanto precedentemente anticipato da parte della Federal Reserve. Inoltre, l'inattesa diffusione della variante Omicron sta provocando una revisione al ribasso delle stime di domanda mondiale di materie prime, ritardando ulteriormente la ripresa in alcuni settori, come l'aviazione, o causando un peggioramento delle prospettive per le filiere globali a causa della persistente minaccia di colli di bottiglia logistici e chiusure temporanee delle attività economiche e produttive.

A nostro avviso, in questo momento l'impatto negativo della variante Omicron e la minaccia di politiche monetarie più restrittive rappresentano i principali ostacoli per i mercati delle materie prime e potrebbero innescare più ampie correzioni dei prezzi di mercato nel breve termine.

Tuttavia, un temporaneo indebolimento dei corsi delle materie prime addurrebbe grandi benefici all'economia mondiale, contribuendo ad accelerare i tassi di crescita, e semplificherebbe il compito delle principali banche centrali, che potrebbero continuare a sostenere la ripresa economica invece di combattere le pressioni inflazionistiche alimentate dalle materie prime.

Nel nostro scenario di base, dopo una probabile, più profonda, correzione a inizio anno, i prezzi della maggior parte delle materie prime potrebbero riprendere una traiettoria di moderato rialzo. Infatti, le quotazioni di petrolio e metalli non ferrosi potrebbero recuperare parte del terreno perso non appena le banche centrali avranno rassicurato i mercati e la crescita economica globale si sarà consolidata.

Nel corso del prossimo anno, gli specifici fondamentali di domanda e offerta dovrebbero ritornare ad essere i principali driver dei prezzi delle materie prime, prevalendo sui fattori macroeconomici, e la volatilità dovrebbe essere alimentata soprattutto da flussi di notizie.

riguardanti interruzioni delle forniture, ritardi nelle filiere logistiche e previsioni sulle future dinamiche di consumo, soprattutto in Cina.

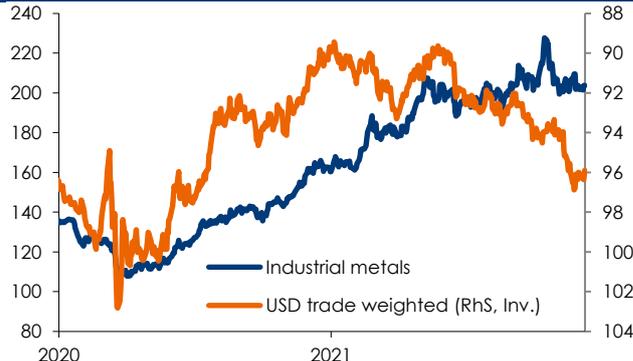
Nel medio e lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali, mentre i prezzi di gas naturale ed energia dovrebbero registrare una progressiva diminuzione, pur mantenendo le consuete oscillazioni stagionali.

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



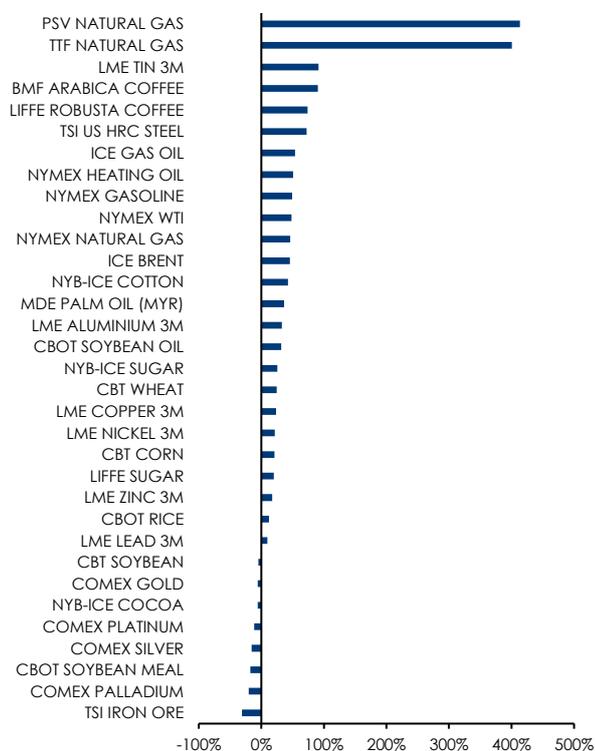
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



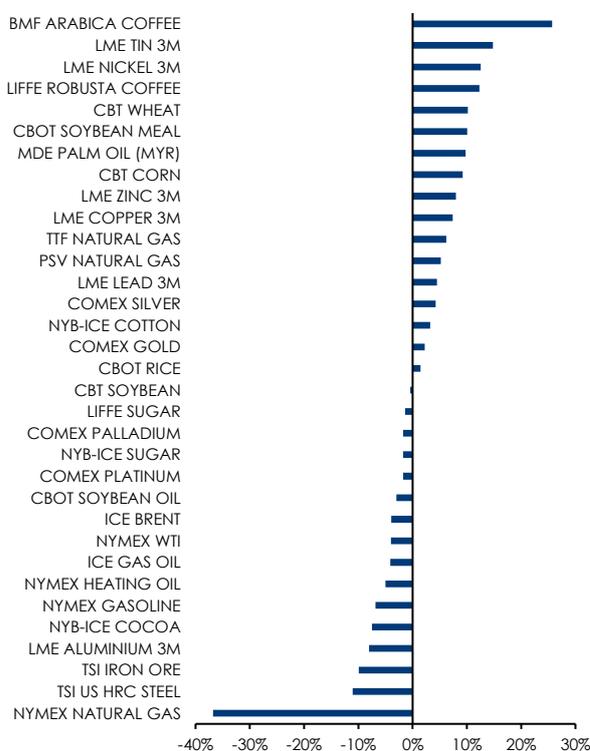
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**2021, rendimenti da inizio anno al 07.12.2021**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rendimenti da inizio trimestre al 07.12.2021**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Previsioni per l'universo delle materie prime

**Petrolio.** A seguito del recente indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e dei timori di una più rapida stretta monetaria, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sulle quotazioni del petrolio per il prossimo anno. A nostro avviso, una temporanea correzione potrebbe spingere il Brent verso un livello medio di 65 dollari nel 1° trimestre 2022. Successivamente, le pressioni al rialzo sul prezzo del petrolio potrebbero riprendere forza a fronte di previsioni più ottimistiche sulla domanda mondiale, grazie a un aumento stagionale dei consumi di combustibili e, si spera, di un allentamento dei timori sull'andamento dell'epidemia. Di conseguenza, ci attendiamo che si consolidi un trend rialzista del prezzo del petrolio a partire dal 2° trimestre 2022. Nel nostro scenario di base, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67,5 dollari nel 2022 e di 70 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare movimenti intraday.

**Mercati energetici.** Anche se difficilmente potranno ripetersi ogni anno le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia alle porte della stagione invernale 2021/22, possiamo comunque attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, dovuti alla necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e alla progressiva penetrazione delle energie rinnovabili.

**Metalli preziosi.** Da inizio anno, le quotazioni di tutti i principali metalli preziosi hanno registrato una flessione. Manteniamo una view negativa su oro e argento, poiché riteniamo che l'adozione di politiche monetarie più restrittive continuerà a ridurre la propensione a investire nei due metalli. Per contro, ci attendiamo un parziale recupero delle recenti perdite subite da platino e palladio, grazie alla probabile accelerazione della domanda proveniente dal settore automobilistico, dovuta all'allentamento della crisi dei semiconduttori.

**Metalli industriali.** L'inattesa diffusione della variante Omicron e le aspettative di una più rapida stretta da parte della Federal Reserve hanno determinato un aumento del rischio di una più marcata correzione dei prezzi di gran parte dei metalli industriali. Ora, prevediamo infatti una diminuzione delle quotazioni nel 1° trimestre 2022. Tuttavia, più avanti nel corso dell'anno, gli specifici fondamentali di domanda e offerta dovrebbero tornare ad essere i principali driver e quindi le quotazioni dei metalli non ferrosi dovrebbero recuperare terreno. Nel medio/lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali.

**Merci agricole.** L'agricoltura è il settore delle materie prime che esibisce la più marcata elasticità dell'offerta ai prezzi. Di conseguenza, le elevate quotazioni registrate nel 2021 dovrebbero contribuire ad aumentare l'offerta nel 2022, laddove possibile, e potrebbero determinare diffuse diminuzioni dei prezzi in anticipazione della prossima stagione dei raccolti. Tuttavia, anomale condizioni meteorologiche restano la minaccia più preoccupante e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili del cambiamento climatico e del riscaldamento globale sul settore.

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

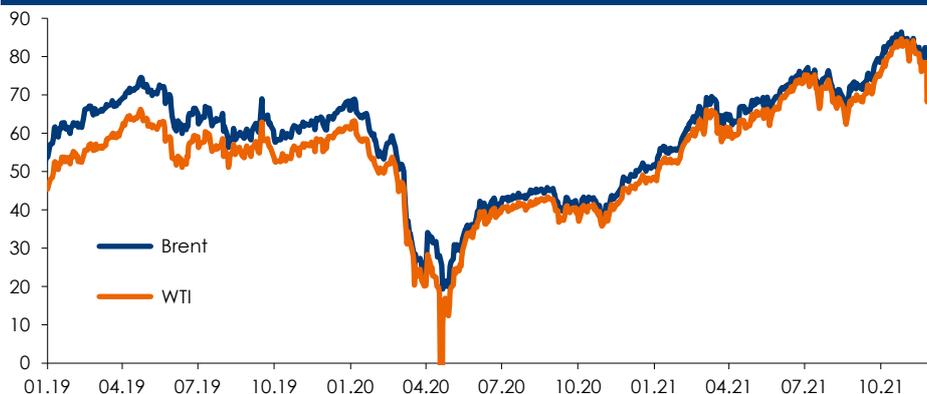
<b>Al 08.12.2021</b>	<b>4T21</b>	<b>1T22</b>	<b>2T22</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
ICE BRENT	80.0	65.0	67.0	70.9	67.5	70.0	72.0
NYMEX WTI	78.0	63.0	65.0	68.1	65.5	68.0	70.0
NYMEX NATURAL GAS	5.2	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	32.0	25.0	18.0	17.1	19.3	15.0	13.0
TTF NATURAL GAS	82.0	58.0	37.0	43.5	40.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	82.5	58.5	37.5	43.4	40.8	32.3	29.2
PUN	186.0	124.0	105.0	111.2	107.0	94.0	92.0
EEX Power	172.0	110.0	91.0	96.6	93.0	86.0	85.0
EUA	70.0	75.0	78.0	53.7	78.8	90.0	95.0
LBMA GOLD	1,800	1,770	1,730	1,800	1,720	1,650	1,600
LBMA SILVER	24.0	24.0	24.0	25.3	24.0	23.0	22.0
LBMA PLATINUM	1,000	1,025	1,050	1,091	1,075	1,125	1,150
LBMA PALLADIUM	1,980	2,000	2,050	2,408	2,050	2,150	2,200
LME COPPER 3M	9,500	8,900	9,400	9,266	9,500	10,000	10,200
LME ALUMINIUM 3M	2,600	2,400	2,500	2,441	2,550	2,800	2,850
LME NICKEL 3M	19,500	18,500	19,900	18,395	20,000	21,250	21,500
LME ZINC 3M	3,100	2,900	3,100	2,950	3,125	3,340	3,360
LME LEAD 3M	2,290	2,100	2,270	2,185	2,240	2,340	2,360
LME TIN 3M	37,000	34,000	34,500	30,876	34,750	35,500	35,000
SGX IRON ORE	100	95	92	158	90	85	84
TSI U.S. HRC STEEL	1,850	1,700	1,675	1,618	1,650	1,500	1,400
CME HRC NWE	970	900	880	970	870	820	800
LME HRC FOB China	820	720	710	829	705	670	650
LME REBAR	720	660	650	687	645	600	570
LME SCRAP	480	440	430	467	425	400	390
CBOT CORN	560	540	520	580	520	500	480
CBOT WHEAT	780	780	750	701	740	670	590
CBOT SOYBEAN	1,240	1,200	1,180	1,372	1,170	1,000	960
NYB-ICE COTTON	110	105	100	93	98	86	78
ICE SUGAR	510	480	460	471	450	415	405
CBOT SOYBEAN MEAL	350	340	330	382	328	315	305
CBOT SOYBEAN OIL	58.0	57.0	56.0	58	55.5	54.0	52.0
NYB-ICE SUGAR	19.6	18.5	17.0	17.9	16.8	15.5	15.0
NYB-ICE ARABICA COFFEE	225	210	200	169	185	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,300	2,200	2,000	1,766	1,925	1,600	1,480
NYB-ICE COCOA	2,500	2,480	2,470	2,488	2,465	2,450	2,400
LND-ICE COCOA	1,720	1,640	1,700	1,700	1,700	1,680	1,650

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Petrolio: volatilità e più deboli fondamentali

A seguito del recente indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta e dei timori di una più rapida stretta monetaria, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sulle quotazioni del petrolio per il prossimo anno. Una temporanea correzione potrebbe spingere il Brent verso un livello medio di 65 dollari nel 1° trimestre 2022. Successivamente, potrebbero prevalere pressioni al rialzo guidate da previsioni più ottimistiche sulla domanda mondiale, grazie a un aumento stagionale dei consumi di combustibili e, si spera, un allentamento dei timori relativi alla diffusione dell'epidemia di coronavirus. Quindi, ci attendiamo si consolidi un trend rialzista per il petrolio a partire dal 2° trimestre 2022. Nel nostro scenario di base, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67,5 dollari nel 2022 e di 70 dollari nel 2023. La volatilità dovrebbe rimanere una importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare i movimenti intraday.

### Prezzi di petrolio Brent e WTI in dollari al barile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dopo il picco di fine ottobre, il prezzo del petrolio ha registrato una brusca correzione, trainata dal progressivo peggioramento dei fondamentali di domanda e offerta. A inizio dicembre, le quotazioni sono state trascinate al ribasso da una serie di fattori:

- Il rischio che nel 2022 l'eccesso di offerta sia superiore alle attese si è intensificato a causa delle aspettative di un indebolimento della domanda mondiale accompagnate dai timori di un aumento più rapido della produzione. Sul fronte della domanda, l'inattesa diffusione della variante Omicron provocherà una temporanea erosione della domanda mondiale di energia, ritardando ulteriormente la ripresa dei viaggi internazionali e, di conseguenza, l'agognata ripresa dei consumi di carburanti per trasporti, soprattutto per aviazione.
- Sul fronte dell'offerta, un rilascio di riserve strategiche senza precedenti, coordinato dai principali Paesi consumatori, dovrebbe determinare un mercato globale meglio fornito nei prossimi mesi, incrementando le pressioni al ribasso sulle quotazioni del petrolio;
- Anche l'incertezza sulle future mosse dell'OPEC+ preoccupa gli operatori di mercato e alimenta la volatilità. Infatti, lo scorso 3 dicembre i ministri OPEC+ hanno annunciato che il gruppo aumenterà come previsto la produzione di 0,4 milioni di barili/giorno (mb/g) a gennaio, cedendo alle richieste di Stati Uniti e altri importanti Paesi consumatori, ma hanno anche dichiarato che tale decisione potrebbe essere rivista con un breve preavviso e in qualunque momento a causa dell'eccezionale livello di incertezza che caratterizza il mercato e dell'attuale difficoltà nel valutare il bilancio tra domanda e offerta;
- A fine novembre, dopo mesi di rinvii, è ripreso il dialogo tra Iran, Unione Europea, Cina e Russia per ripristinare l'accordo sul nucleare del 2015. Il capo negoziatore iraniano sul nucleare ha sottolineato che la priorità dell'Iran è ottenere "una revoca delle sanzioni totale, garantita e verificabile". Un ritorno più veloce del previsto del petrolio iraniano sul mercato mondiale eserciterebbe forti pressioni al ribasso sulle quotazioni dell'oro nero;

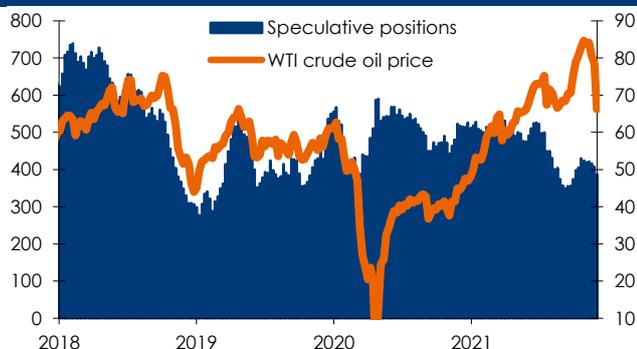
- La correzione registrata dal petrolio è stata anche guidata da un generalizzato rialzo dell'avversione al rischio sui mercati finanziari a fronte dell'attesa che la Federal Reserve possa ridurre più rapidamente gli stimoli monetari dopo che il Presidente Powell ha sottolineato la necessità di reagire alle pressioni inflazionistiche;
- Infine, anche le prese di profitto realizzate dagli investitori hanno giocato un ruolo nel guidare le frequenti ondate di vendite sui mercati dei futures, vista la straordinaria performance di circa il +40% da inizio anno registrata nei primi 11 mesi del 2021 dai greggi WTI e Brent.

Considerando l'attuale indebolimento dei fondamentali di domanda e offerta, riteniamo ora appropriato per il Brent un intervallo di prezzo compreso tra 64 e 75 dollari. Tuttavia, prevalgono i rischi al ribasso e non saremmo sorpresi se il Brent scendesse temporaneamente in una forchetta compresa tra 50 e 60 dollari qualora il sentiment di mercato dovesse peggiorare ulteriormente, guidato dai timori di una più rapida stretta monetaria.

Per questo motivo, abbiamo rivisto al ribasso le nostre stime sul prezzo del petrolio per il prossimo anno. Temiamo si verifichi una più marcata correzione e il Brent potrebbe quindi scambiare intorno a un livello medio di 65 dollari nel 1° trimestre 2022. A fronte della flessione del tratto a breve, la curva forward potrebbe temporaneamente tornare in contango, poiché il tratto più lungo della curva resterebbe ancorato da uno strutturale sottoinvestimento in combustibili fossili nel periodo 2025-2030.

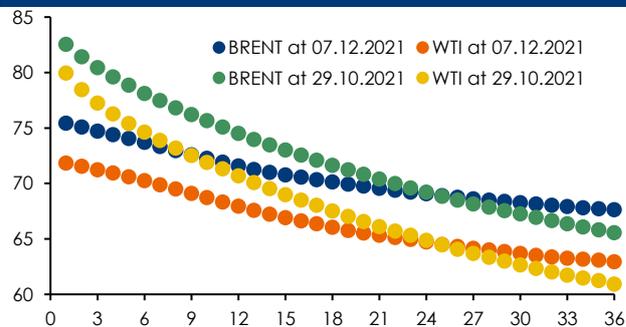
In linea con le nostre previsioni di una correzione ampia, ma temporanea, i dati pubblicati dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC) dovrebbero evidenziare una liquidazione delle posizioni nette lunghe (o posizioni speculative) sul WTI da parte di money manager e hedge fund, che amplificherebbe l'eventuale crollo dei prezzi.

#### Posizioni speculative e prezzo del petrolio WTI (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Brent e WTI, curva forward



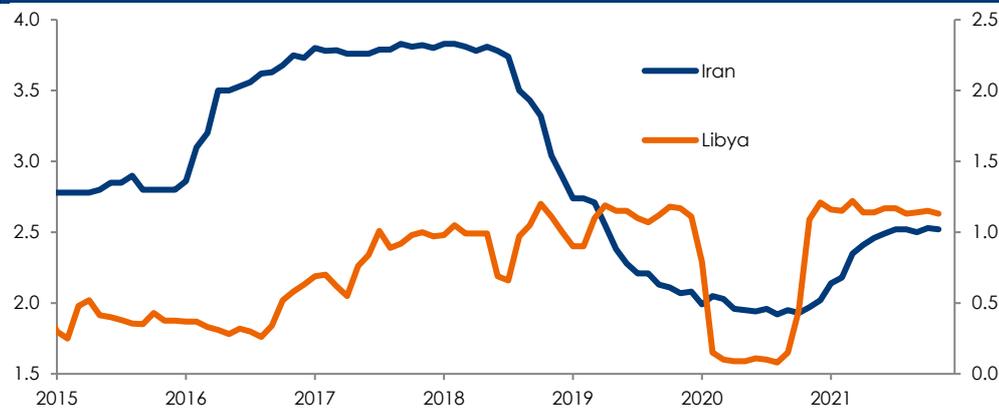
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Tuttavia, riteniamo che le pressioni al rialzo sul prezzo del petrolio dovrebbero riprendere slancio al termine della correzione. Probabilmente, a primavera potremmo iniziare a vedere previsioni più ottimistiche sulla domanda mondiale di petrolio, grazie all'aumento stagionale dei consumi di combustibili e, si spera, all'allentamento dei timori sull'andamento dell'epidemia, complici i progressi delle campagne vaccinali e una maggiore efficacia dei vaccini esistenti contro la nuova variante Omicron. In particolare, potremmo finalmente assistere a una ripresa della domanda di carburante aereo per i viaggi internazionali.

Di conseguenza, ci attendiamo che si consolidi un trend rialzista a partire dal 2° trimestre 2022, accompagnato dal ritorno della curva forward in persistente backwardation. Nel nostro scenario di base, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67,5 dollari nel 2022 e di 70 dollari nel 2023. Confermiamo la nostra previsione di uno spread medio tra WTI e Brent di circa 2 dollari per i prossimi anni.

Nonostante la revisione negativa, riteniamo che le nostre previsioni rimangano esposte a rischi al ribasso. In particolare, i rischi geopolitici rappresentano la principale minaccia per le nostre previsioni: un ritorno indisciplinato del greggio iraniano sui mercati mondiali o il fallimento dell'accordo OPEC+ eserciterebbero significative pressioni al ribasso sulle quotazioni del petrolio.

#### Produzione in Iran e Libia in mb/g



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

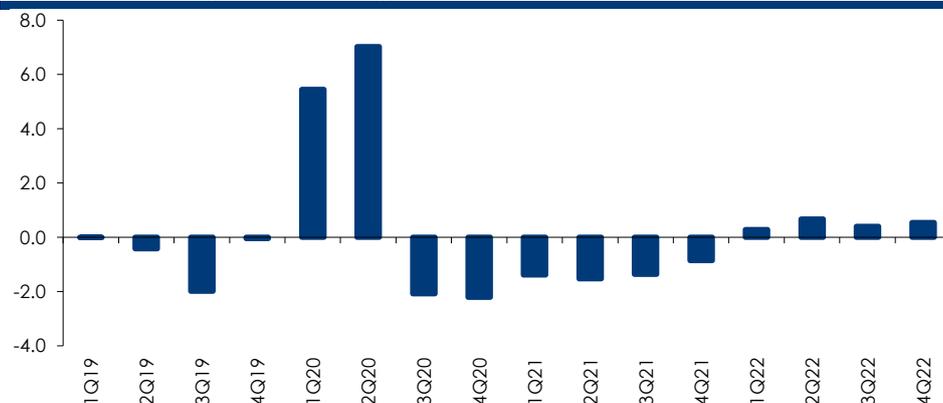
Inoltre, l'eccesso di offerta potrebbe rivelarsi superiore a quanto previsto. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato in dicembre, l'U.S. Energy Information Administration (EIA) stima che, dopo un surplus di 2,0 mb/g nel 2020, il mercato mondiale dovrebbe registrare un deficit di circa 1,3 mb/g nel 2021 (rivisto al ribasso da un deficit di 1,6 mb/g stimato a novembre) e potrebbe registrare nuovamente un surplus di circa 0,5 mb/g nel 2022 (invariato da novembre).

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

Dicembre 2021 in mb/g	Domanda mondiale	Offerta non-OPEC	Produzione U.S.A.	Offerta OPEC di LNG	Offerta OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2020	91,8	63,1	11,3	5,1	25,6	23,6	2,0
2021	96,9	64,0	11,2	5,3	26,3	27,6	-1,3
Variazione a/a	5,1	0,9	-0,1	0,2	0,7	4,0	
2022	100,5	67,0	11,9	5,5	28,4	27,9	0,5
Variazione a/a	3,6	3,0	0,7	0,2	2,1	0,3	

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 U.S. EIA

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



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

Un surplus di mercato nel 2022 comporterebbe un nuovo aumento delle scorte di petrolio e prodotti petroliferi dei Paesi OCSE.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Secondo il modello dell'EIA, il consumo mondiale di greggio dovrebbe crescere nel 4° trimestre, nonostante l'impatto negativo della variante Omicron (+1,7 mb/g t/t), ma l'offerta dovrebbe crescere ancora di più (+1,3 mb/g t/t dai paesi non-OPEC, +0,9 mb/g t/t dai paesi OPEC). Di conseguenza, il deficit sul mercato mondiale dovrebbe diminuire a circa 0,9 mb/g nel 4° trimestre da 1,4 mb/g nel 3° trimestre. Nel prossimo trimestre, i fondamentali dovrebbero deteriorarsi ulteriormente. Nel 1° trimestre 2022 il consumo dovrebbe diminuire (-0,3 mb/g t/t), l'offerta dovrebbe espandersi (+0,8 mb/g t/t), e il mercato dovrebbe registrare un surplus di circa 0,3 mb/g.

Considerando le medie annue, la domanda mondiale dovrebbe crescere da 91,8 mb/g nel 2020 a 96,9 mb/g nel 2021 (+5,1 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 97,5 mb/g stimato il mese scorso) e a 100,5 mb/g nel 2022 (+3,6 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 100,9 mb/g). L'offerta non-OPEC dovrebbe espandersi da 63,1 mb/g nel 2020 a 64,0 mb/g nel 2021 (+0,9 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 64,3 mb/g il mese scorso) e a 67,0 mb/g nel 2022 (+3,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso da 67,5 mb/g). La produzione statunitense di greggio dovrebbe diminuire da 11,3 mb/g nel 2020 a 11,2 mb/g nel 2021 (-0,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo da 11,1 mb/g), ma dovrebbe tornare a crescere nel 2022 verso una media di 11,9 mb/g (+0,7 mb/g a/a, invariato), raggiungendo un picco di 12,1 mb/g nel 4° trimestre 2022. Gli Stati Uniti erano esportatori netti nel 2020, in media con un livello di esportazioni di 0,6 mb/g; dovrebbero bilanciare importazioni ed esportazioni nel 2021, ma dovrebbero tornare a rivestire il tradizionale ruolo di importatori netti di greggio e derivati nel 2022, con un livello medio di importazioni nette pari a 0,2 mb/d.

#### Produzione di petrolio negli Stati Uniti in mb/g, secondo i dati storici e le stime della U.S. EIA

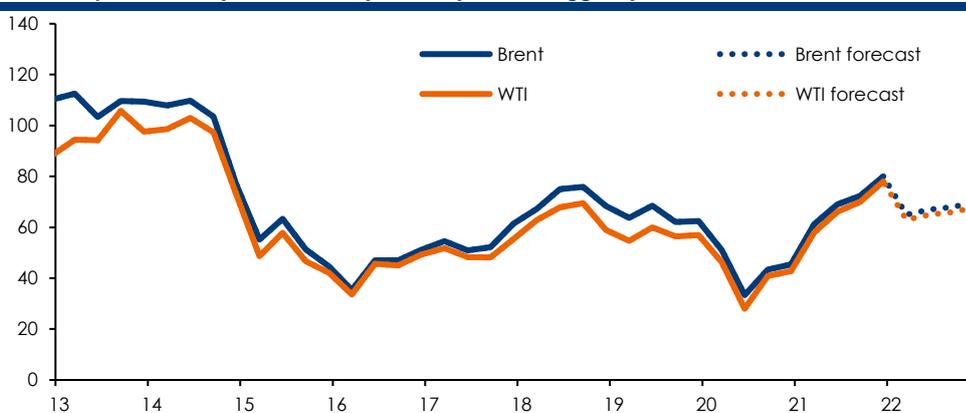


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'offerta di greggio OPEC dovrebbe recuperare da una media di 25,6 mb/g nel 2020 a 26,3 mb/g nel 2021 (+0,7 mb/g a/a, invariato) e a 28,4 mb/g nel 2022 (+2,1 mb/g a/a, invariato). Date le limitazioni volontarie alla produzione, il surplus di capacità produttiva dell'OPEC è stimato a circa 7,2 mb/g nel 2021 (+1,0 mb/g a/a) e a 5,2 mb/g nel 2022 (-2,0 mb/g a/a).

Secondo il modello dell'EIA, il prezzo del Brent dovrebbe attestarsi intorno ad una media di circa 70,6 dollari al barile nel 2021 (rivisto al ribasso da una precedente stima di 71,6 dollari pubblicata in novembre) e 70,1 dollari al barile nel 2022 (rivisto al ribasso da 71,9 dollari). Lo spread fra i greggi Brent e WTI è stimato vicino ad una media di 2,7 dollari nel 2021 (vs. la precedente stima di 2,6 dollari) e di 3,6 dollari nel 2022 (invariato). Di conseguenza, rispetto al modello dell'EIA, ci attendiamo un 1° trimestre 2022 più debole, ma un 2° semestre 2022 più forte. A nostro avviso, la volatilità rimarrà un'importante caratteristica di mercato e contribuirà spesso ad amplificare movimenti di prezzo intra-day.

#### 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 08.12.2021	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	65,0	67,0	70,9	67,5	70,0	72,0
Mediana, Bloomberg	77,9	74,0	71,6	72,3	73,0	74,9
Curva Forward	74,7	73,7	71,4	73,2	69,9	68,1

Fonte: stime Intesa Sanpaolo e dati Bloomberg

#### Stime di prezzo per il petrolio WTI

Al 08.12.2021	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
NYMEX WTI	63,0	65,0	68,1	65,5	68,0	70,0
Mediana, Bloomberg	75,1	71,0	68,4	70,2	69,0	71,4
Curva Forward	71,2	70,3	67,7	69,7	65,9	63,6

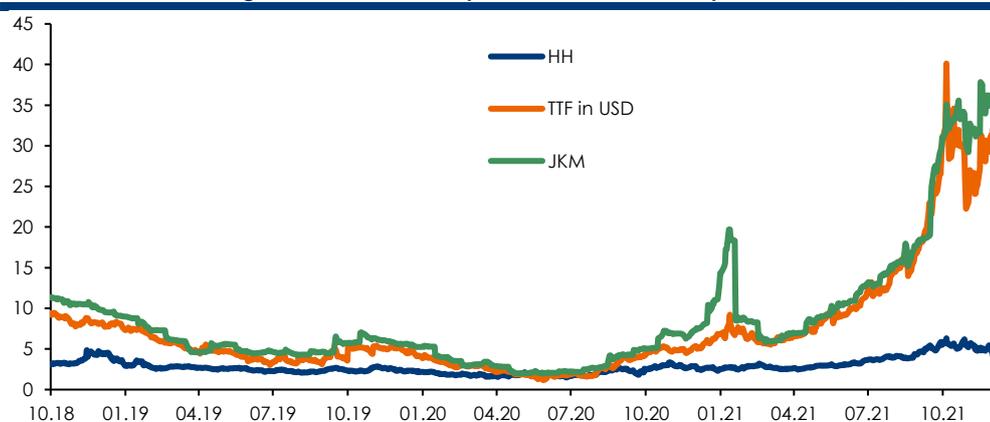
Fonte: stime Intesa Sanpaolo e dati Bloomberg

## Mercati energetici: la prima crisi dell'era verde

Anche se difficilmente le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia alle porte della stagione invernale 2021/22 si ripeteranno ogni anno, possiamo attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, dovuti alla necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e alla progressiva penetrazione delle energie rinnovabili.

La crisi energetica è deflagrata quest'anno a seguito di un periodo particolarmente lungo di eccezionali condizioni meteorologiche e di mercato, fra le quali annoveriamo una forte ripresa della domanda sia per consumi residenziali che industriali, un aumento della concorrenza sui mercati mondiali di gas naturale liquefatto (GNL) e insufficienti flussi via gasdotto provenienti da Norvegia e Russia.

### 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

L'aumento dei prezzi è stato particolarmente forte in Europa e Asia del nord, poiché queste due regioni sono importatrici nette di gas e combustibili utilizzati per la produzione di energia elettrica, mentre i rincari sono stati più contenuti negli Stati Uniti, dove l'abbondante produzione domestica di gas naturale e petrolio ha permesso di contenere il deficit sul mercato domestico.

Tuttavia, eccezionali condizioni meteorologiche e di mercato non sono sufficienti a spiegare pienamente l'attuale crisi sui mercati energetici mondiali, le cui origini sono anche da ricercare in decisioni politiche maturate molti anni fa, poiché l'impegno dei governi nel perseguire obiettivi di lungo termine, quali la tutela dell'ambiente, la mitigazione del cambiamento climatico e la decarbonizzazione, ha favorito gli investimenti nella generazione di energia da fonti rinnovabili e ha determinato un notevole incremento della domanda globale di gas naturale e GNL, considerati come "combustibili ponte" nel processo di transizione energetica, mentre ha scoraggiato gli investimenti nella generazione di energia da altre fonti fossili, come olio combustibile o carbone. Quest'evoluzione dell'orientamento politico è stata particolarmente marcata in Europa, a causa di tre fattori specifici:

- Nell'ultimo decennio, la regolamentazione europea del trading dei diritti di emissione di anidride carbonica e di altri gas clima-alteranti è stata riformata e ora il mercato è finalmente efficiente: le emissioni sono diventate molto più costose, e ora i prezzi dei futures forniscono un segnale efficace ai partecipanti al mercato, guidando le decisioni di investimento ed influenzando il mix di generazione elettrica;
- In Olanda, l'aumento di terremoti e scosse sismiche ha inizialmente spinto a rallentare i ritmi di sfruttamento del giacimento di gas di Groningen, il più importante in Europa continentale, e ha successivamente giustificato la scelta di abbandonare progressivamente l'estrazione;
- Nel 2011, dopo il disastro di Fukushima, in Giappone, i diffusi timori dell'opinione pubblica riguardo i livelli di sicurezza dei reattori nucleari hanno determinato un graduale abbandono

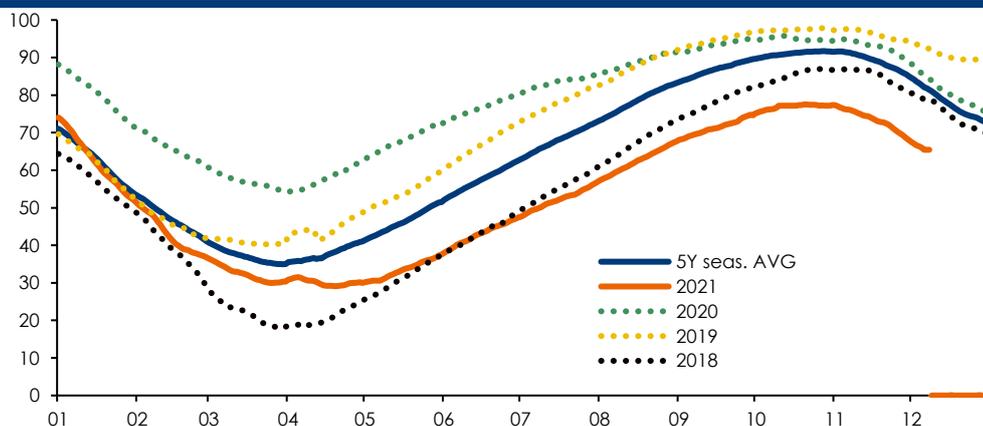
della generazione da energia nucleare in Germania, incrementando la dipendenza del Paese dalle importazioni di gas naturale e dalla produzione di energia da fonti rinnovabili.

Queste decisioni politiche hanno reso l'Europa più dipendente dalle importazioni di gas naturale. Nei periodi di eccesso di offerta sul mercato del gas europeo, come nel 2018, 2019 e per la maggior parte del 2020, questa maggiore dipendenza rappresentava semplicemente una preoccupazione geopolitica che, tuttavia, non aveva impatti rilevanti sull'economia reale. Per contro, la dipendenza europea è diventata una seria minaccia sia alla stabilità del mercato energetico continentale sia alla ripresa economica quando il mercato mondiale del gas è tornato in deficit, come accaduto nel 2021.

Di conseguenza, anche la volatilità dei prezzi di gas ed energia è cresciuta enormemente, poiché la scarsità di gas sta costringendo gli operatori del mercato ad analizzare con maggiore preoccupazione i flussi di notizie riguardanti livelli di scorte, previsioni meteorologiche, blocchi della produzione, risultati delle aste, volumi in transito nei gasdotti, arrivi di GNL e sviluppi politici nel processo di autorizzazione del gasdotto Nord Stream 2.

Attualmente, le scorte di gas europeo restano ampiamente al di sotto della media stagionale. Secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe, durante il picco stagionale, gli stoccaggi europei raggiungevano appena il 77% della capacità (un livello normalmente registrato a fine luglio) rispetto a una media stagionale a 5 anni del 92%. L'inadeguatezza delle scorte di gas alimenta timori sulla stabilità del sistema europeo nel caso in cui l'inverno dovesse rivelarsi più freddo della media, poiché le più basse temperature amplificherebbero la domanda di gas per riscaldamento. Tuttavia, temiamo che anche un inverno "normale", ovvero con un numero di heating degree days vicino alla media stagionale, potrebbero creare notevoli criticità alle infrastrutture europee, causando l'erosione dei livelli di stoccaggio sino a nuovi minimi prima dell'avvio della prossima stagione delle immissioni. Se le nostre previsioni dovessero rivelarsi corrette, il prezzo del gas resterebbe elevato anche nella primavera e nell'estate del 2022 per incentivare le iniezioni negli stoccaggi in anticipazione della stagione invernale 2022-23.

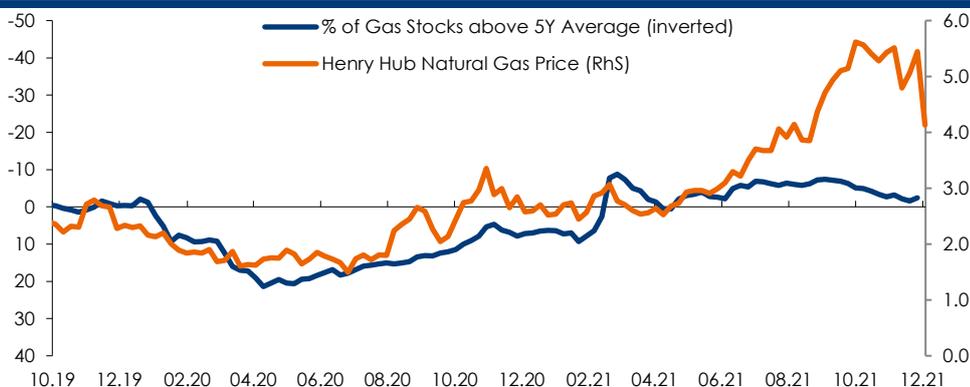
#### Gas Infrastructure Europe (GIE), scorte di gas UE28, % della capacità



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per contro, negli Stati Uniti un'adeguata produzione domestica ha contribuito a limitare l'aumento del prezzo del gas naturale Henry Hub, nonostante la solida domanda di esportazioni di GNL stia mantenendo le scorte domestiche su livelli leggermente inferiori alla media a cinque anni.

### Scorte statunitensi di gas, percentuale al di sopra della media a 5 anni, vs. prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

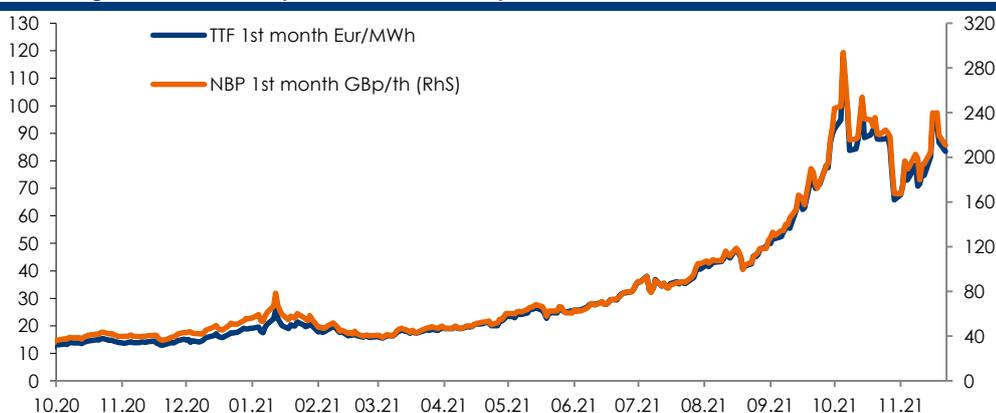
Considerando le attuali condizioni tese sui mercati fisici del gas naturale, prevediamo che i prezzi delle materie prime energetiche si manterranno per diversi mesi ben al di sopra della media stagionale, anche se la mano invisibile del mercato dovrebbe favorire un progressivo ribilanciamento e una conseguente moderazione delle quotazioni: la produzione di gas ed energia dovrebbe aumentare lentamente in risposta ai prezzi elevati; e stiamo già assistendo a un'erosione della domanda, almeno nei settori più elastici ai prezzi.

Nel nostro scenario di base, nei prossimi dodici mesi i prezzi di gas ed energia dovrebbero diminuire, anche se probabilmente resteranno sopra le rispettive medie stagionali, a causa delle persistenti limitazioni all'offerta di gas, delle scorte eccezionalmente basse e della volatilità legata alle condizioni meteorologiche. Secondo le nostre previsioni, il contratto sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe mantenersi all'interno di un intervallo di 60-85 euro/MWh nei mesi invernali, per poi scendere in un intervallo di 25-40 euro/MWh a partire dal 2° semestre del prossimo anno, grazie a una ripresa delle forniture di gas e GNL a livello mondiale.

Gli operatori di mercato sperano che quando il gasdotto Nord Stream 2 potrà avviare le prime spedizioni commerciali di gas verso l'Europa, la sicurezza di approvvigionamento per i flussi provenienti dalla Russia possa migliorare, anche se sono ancora incerte le tempistiche dell'autorizzazione finale. In effetti, se i regolatori europei si prendessero tutto il tempo consentito per approvare il progetto, il processo potrebbe essere completato soltanto a inizio maggio.

Per questo motivo, nel nostro scenario di base prevediamo un contributo significativo del gasdotto Nord Stream 2 soltanto in primavera. Di conseguenza, permangono significativi rischi al rialzo per i prezzi di gas ed energia nel prossimo inverno, soprattutto in caso di temperature inferiori alla media.

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

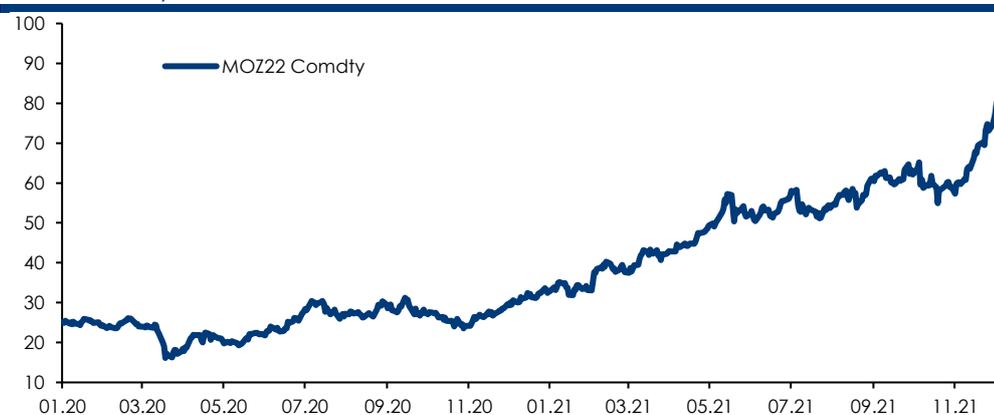


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sottolineiamo che le nostre previsioni sono caratterizzate da un maggiore grado di incertezza rispetto al solito a causa di eccezionali condizioni sui mercati fisici, che stanno alimentando livelli di volatilità senza precedenti nei prezzi di gas ed energia sui mercati finanziari.

Sfortunatamente, man mano che progrediranno la necessaria e inevitabile transizione verso fonti energetiche più pulite e la progressiva diffusione delle energie rinnovabili, possiamo attenderci più frequenti periodi di stress di mercato e una maggiore volatilità dei prezzi dell'energia, sebbene le condizioni estreme che hanno caratterizzato i mercati mondiali di gas ed energia prima della stagione invernale 2021/22 difficilmente si ripeteranno ogni anno. In aggiunta, dovremmo anche attenderci quotazioni più elevate per i diritti di emissione di anidride carbonica (futures EUA) per un periodo prolungato. Infatti, l'introduzione di regole più severe dovrebbe spingere al rialzo i futures sull'anidride carbonica anche nel lungo termine, mentre il maggiore utilizzo di carbone registrato quest'anno per la produzione di energia dovrebbe sostenere i prezzi nel breve termine.

#### Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Previsioni di prezzo per i mercati energetici, in valuta di quotazione, scenario di base

Al 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	80.0	65.0	67.0	70.9	67.5	70.0	72.0
NYMEX WTI	78.0	63.0	65.0	68.1	65.5	68.0	70.0
NYMEX NATURAL GAS	5.2	4.0	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	32.0	25.0	18.0	17.1	19.3	15.0	13.0
TTF NATURAL GAS	82.0	58.0	37.0	43.5	40.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	82.5	58.5	37.5	43.4	40.8	32.3	29.2
PUN	186.0	124.0	105.0	111.2	107.0	94.0	92.0
EEX Power	172.0	110.0	91.0	96.6	93.0	86.0	85.0
EUA	70.0	75.0	78.0	53.7	78.8	90.0	95.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: preferiamo il palladio all'oro

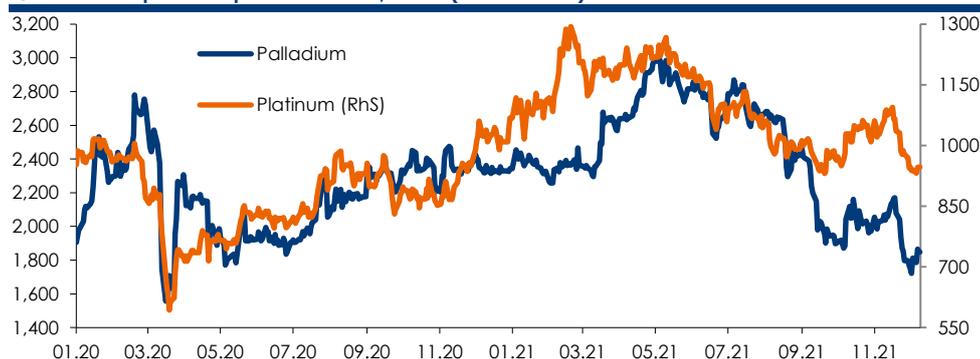
Da inizio anno, le quotazioni dei metalli preziosi hanno registrato una flessione. Manteniamo una view negativa su oro e argento, poiché l'adozione di politiche monetarie più restrittive dovrebbe ridurre la propensione a investire nei due metalli. Per contro, ci attendiamo un parziale recupero di platino e palladio, grazie alla probabile accelerazione della domanda dal settore automobilistico. Pertanto, nell'ambito di un'asset allocation strategica a medio termine, preferiamo il palladio all'oro.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Da inizio anno, le quotazioni di tutti i principali metalli preziosi hanno registrato una flessione. Oro e argento hanno subito pressioni al ribasso dovute al rafforzamento del dollaro americano e agli annunci di un'anticipazione della stretta monetaria da parte delle principali banche centrali. In effetti, le aspettative di un rialzo dei tassi scoraggiano gli investimenti in oro e altri asset infruttiferi, poiché ne determinano un aumento del costo opportunità. Manteniamo una view negativa su entrambi i metalli, poiché riteniamo che l'ostacolo rappresentato dall'attesa stretta monetaria continuerà a ridurre la propensione a investire in oro sui mercati finanziari. Attualmente, riteniamo che l'argento non sia abbastanza forte per potersi decorrelare dall'oro, nonostante i promettenti fondamentali a lungo termine.

Nel 2° semestre, anche le quotazioni di platino e palladio hanno subito una diminuzione, poiché la scarsità di semiconduttori ha avuto un impatto negativo più grave del previsto sulla produzione di autoveicoli e, di conseguenza, sul consumo di entrambi i metalli. Probabilmente i prezzi hanno toccato i minimi e attualmente ci attendiamo un parziale recupero delle recenti perdite subite, complice la probabile accelerazione della domanda dal settore automobilistico dovuta al graduale allentamento della crisi dei semiconduttori.

Nel nostro scenario di base, prevediamo un consolidamento della crescita globale e un graduale allentamento dei colli di bottiglia e della crisi dei semiconduttori. Le politiche monetarie dovrebbero subire una stretta, pur continuando a sostenere la ripresa dell'economia mondiale sinché necessario. Pertanto, nell'ambito di un'asset allocation strategica a medio termine, preferiamo il palladio all'oro.

## Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC), nel 3° trimestre 2021 i mercati finanziari hanno ulteriormente perso appetito per l'oro a causa dell'attesa di adozione di politiche monetarie più restrittive e del dibattito riguardo l'avvio del tapering da parte della Fed.

Considerando i volumi di oro detenuti da ETF come proxy dell'appetito dei mercati finanziari per il metallo giallo, a fine settembre le posizioni totali detenute da ETF erano vicine alle 3.600 tonnellate, poiché il comparto aveva registrato disinvestimenti pari a circa 156 tonnellate da inizio anno, la diminuzione più forte dal 2013. Nel solo 3° trimestre 2021, le posizioni in oro detenute da ETF sono diminuite di circa 27 tonnellate. Di conseguenza, nel trimestre questi fondi hanno fornito un contributo negativo alla domanda di oro, rappresentando una perdita netta pari al 2% circa della domanda globale. Si tratta di un cambiamento significativo del sentiment di mercato, considerando che i flussi degli ETF avevano fornito un contributo positivo pari al 4% circa del consumo globale nel 2° trimestre 2021 e avevano rappresentato ben il 40% della domanda mondiale nel 2° trimestre 2020, una percentuale senza precedenti.

Considerando la rilevanza dei flussi in oro da ETF, nel 3° trimestre 2021 la domanda mondiale di metallo prezioso ha subito una contrazione del 7% a/a, nonostante tutte le componenti non finanziarie siano aumentate. Infatti, la ripresa della crescita economica mondiale ha spinto al rialzo il consumo di oro nei settori gioielleria (+33% a/a) e tecnologia (+7% a/a), mentre i maggiori tassi di risparmio, i timori sui rischi di inflazione e l'incertezza sull'andamento dell'epidemia di coronavirus hanno alimentato la domanda di lingotti e monete (+18% a/a). Nel settore ufficiale, la domanda è stata sostenuta dal rinnovato interesse per la diversificazione delle riserve ufficiali. Infatti, le banche centrali sono passate dall'essere venditrici nette di oro nel 3° trimestre 2020 ad acquirenti nette di metallo nel 3° trimestre 2021.

### Stime del World Gold Council per il 3T20 e il 3T21, in tonnellate

	3T20	% sul totale	3T21	% sul totale	crescita a/a
Domanda totale di oro, in ton.	894		831		-7%
Gioielleria	333	31%	443	41%	33%
Lingotti e monete	221	21%	262	24%	18%
ETFs	274	26%	-27	-2%	-110%
Banche centrali	-11	-1%	69	6%	---
Tecnologia	77	7%	84	8%	9%
Offerta totale di oro, in ton.	1,280		1,239		-3%
Produzione mineraria	919	83%	960	90%	4%
Hedging netto dei produttori	-21	-2%	-19	-2%	-13%
Oro riciclato	382	34%	298	28%	-22%

Fonte: Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Considerando le attese di politiche monetarie più restrittive e di una crescita globale ancora solida, nei prossimi trimestri le componenti non finanziarie della domanda di oro potrebbero rafforzare la loro ripresa, e prevediamo un incremento degli acquisti in gioielleria, tecnologia e nel settore ufficiale. Per contro, gli ETF aventi oro fisico come sottostante potrebbero essere penalizzati da maggiori disinvestimenti dovuti all'aumento del costo opportunità legato al possesso del metallo giallo, a fronte di aspettative di un rialzo dei rendimenti e dei rischi di rialzo dei tassi di interesse di riferimento.

Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media per l'oro di circa 1.770 dollari nel 1° trimestre 2022 e una possibile diminuzione intorno a una media di 1.720 dollari nel 2022. Nonostante lo scenario monetario sfavorevole, ci attendiamo solo moderate pressioni al ribasso sulle quotazioni dell'oro, grazie al forte sostegno fornito dalla ripresa in atto nel settore della gioielleria, favorita dalla crescita economica, e dal settore ufficiale, poiché le banche centrali potrebbero sfruttare il calo delle quotazioni per diversificare le proprie riserve. Inoltre, i timori relativi all'inflazione potrebbero frenare i disinvestimenti dagli ETF.

A causa della forte incertezza che grava sullo scenario macroeconomico per l'impossibilità di prevedere l'andamento dei rischi epidemiologici, i prezzi record dell'energia e i persistenti colli di bottiglia che penalizzano le filiere logistiche e le attività manifatturiere, le nostre previsioni rimangono esposte a rischi significativi.

Per l'oro, lo scenario più pessimistico sarebbe quello di un contesto macroeconomico caratterizzato da un'ulteriore accelerazione della crescita mondiale favorita da un'attenuazione dei timori epidemiologici, dall'allentamento dei colli di bottiglia e da un forte impegno delle banche centrali a intervenire per impedire il surriscaldamento dell'economia. Infatti, in questo scenario gli investitori accorderebbero la loro preferenza agli asset ciclici piuttosto che ai beni rifugio e l'aumento dei tassi di interesse scoraggerebbe gli investimenti in oro. In questo scenario, le quotazioni del metallo potrebbero scendere rapidamente in prossimità di un supporto di 1.450 dollari.

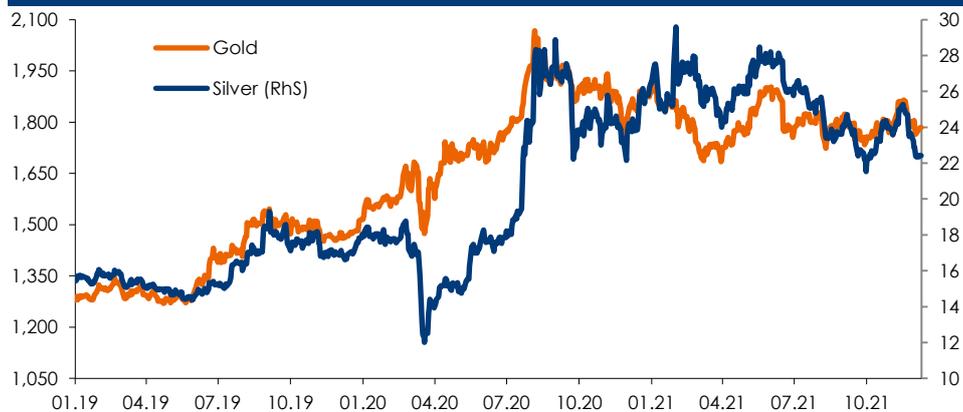
Per contro, lo scenario più ottimistico per l'oro sarebbe quello di un contesto macroeconomico caratterizzato dal peggioramento delle prospettive di crescita globale, complici una diffusione incontrollata dell'epidemia e vaccini poco efficaci. Le banche centrali sarebbero quindi costrette a rinviare la stretta monetaria pianificata nel tentativo di sostenere le rispettive economie, mentre i colli di bottiglia delle filiere logistiche e produttive permarranno, alimentando le pressioni inflazionistiche. In questo scenario estremo di stagflazione, l'oro potrebbe ritestare i suoi massimi al di sopra dei 2.000 dollari.

## Argento

Nel nostro modello di base, prevediamo un prezzo medio per l'argento di circa 24 dollari l'oncia sia per il 1° trimestre 2022 che per l'intero anno. Ci attendiamo che il metallo scambi per la maggior parte del tempo all'interno di un intervallo compreso tra 21 e 27 dollari l'oncia.

Rispetto all'oro, l'argento dovrebbe mantenersi più volatile, ma probabilmente non sarà abbastanza forte per potersi decorrelare dal metallo giallo. Di conseguenza, nei prossimi anni l'argento appare destinato a seguire il trend ribassista dell'oro, nonostante i fondamentali positivi e le previsioni di aumento della domanda globale, soprattutto nel settore delle tecnologie verdi.

Per i prossimi anni, ci attendiamo un rapporto tra oro e argento ancora leggermente superiore alla media di lungo periodo, data la ancora forte correlazione positiva di lungo termine tra i due metalli, nonostante il supporto fornito all'argento dalla transizione verde.

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

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto oro/argento**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Platino e palladio**

Le nostre previsioni sui metalli del gruppo del platino (PGM) sono strettamente connesse alle aspettative di una ripresa nel settore automobilistico e, di conseguenza, agli sviluppi della crisi dei semiconduttori. Infatti, secondo le stime di Johnson Matthey, l'85% circa della domanda di palladio proviene dalle marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori a benzina, mentre oltre il 30% della domanda di platino proviene dalle marmitte catalitiche utilizzate per lo più nei veicoli dotati di motori diesel.

Da inizio anno, i PGM hanno registrato un ciclo di espansione e crisi. In effetti, nel primo semestre platino e palladio hanno sovraperformato gli altri metalli preziosi, poiché i produttori di autoveicoli hanno rapidamente incrementato gli acquisti per rifornire i magazzini e soddisfare i nuovi ordinativi, nonostante i primi segnali di rallentamenti lungo le filiere produttive dovuti alla carenza di semiconduttori.

Successivamente, con il passare del tempo e il consolidamento della ripresa mondiale, la scarsità di semiconduttori si è aggravata, costringendo i produttori di autoveicoli a rivedere al ribasso i piani di produzione e, in alcuni casi, a bloccare alcuni stabilimenti produttivi. Di conseguenza, la domanda di PGM si è drasticamente ridotta. Diversi produttori hanno rivisto al ribasso le proprie previsioni di output, alimentando il pessimismo sui mercati finanziari e dubbi sulla futura crescita di consumi di platino e palladio nel settore.

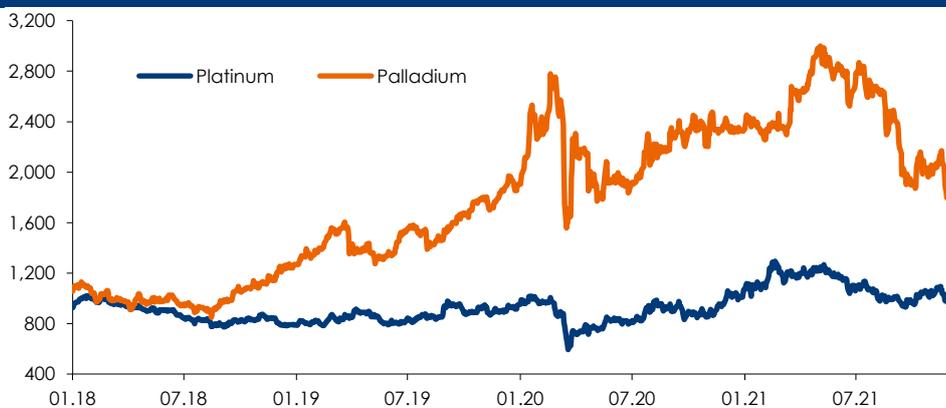
Attualmente, i produttori di autoveicoli sono probabilmente ben forniti per soddisfare le loro esigenze di PGM a medio termine. Di conseguenza, finora i bassi prezzi non hanno attirato i consumatori, a causa delle stime ancora incerte sulla produzione futura. Più a lungo termine, nonostante ci sia ancora spazio per un aumento dei prezzi, probabilmente il potenziale di rialzo dei PGM è stato strutturalmente ridotto dalla crisi dei semiconduttori, poiché gli attuali ritardi nelle dinamiche di consumo dei PGM implicano che l'offerta beneficerà di più tempo per poter soddisfare la domanda e che l'offerta secondaria beneficerà di più tempo per tornare a fluire sul mercato, grazie a una ripresa delle attività di riciclo.

Nel nostro scenario di base, per il 1° trimestre 2022 ipotizziamo un prezzo medio per il platino e il palladio rispettivamente di 1.025 dollari l'oncia e di 2.000 dollari l'oncia. Secondo le nostre previsioni, nel 2022 le quotazioni potrebbero raggiungere un livello medio vicino a 1.075 dollari per il platino e 2.050 dollari per il palladio.

A nostro avviso, il palladio potrebbe aver toccato i minimi, poiché la soglia di 1.700 dollari dovrebbe rappresentare un forte supporto per il metallo. Per contro, il minimo di 950 dollari raggiunto a novembre è un debole supporto per il platino e riteniamo che il livello di 900 dollari costituisca un più solido livello minimo.

Manteniamo una view rialzista a lungo termine (nonostante la revisione al ribasso delle previsioni rispetto al mese di giugno dovuta ai disagi più gravi e prolungati del previsto lungo la filiera), poiché ci attendiamo un possibile miglioramento della crisi dei semiconduttori nel 2022, grazie ai piani per ampliare la produzione di microchip a livello mondiale, e quindi prevediamo una ripresa sia della produzione di autoveicoli che della domanda globale di PGM.

#### 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 in valuta di quotazione, scenario di base**

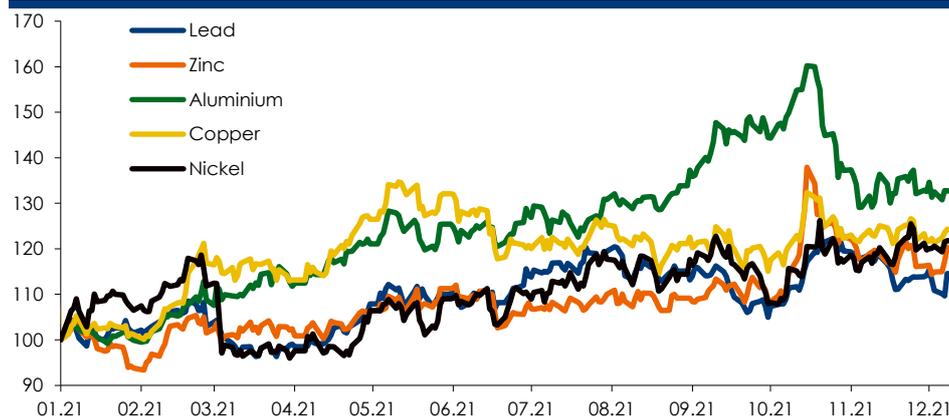
Al 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
LBMA GOLD	1,800	1,770	1,730	1,800	1,720	1,650	1,600
LBMA SILVER	24,0	24,0	24,0	25,3	24,0	23,0	22,0
LBMA PLATINUM	1,000	1,025	1,050	1,091	1,075	1,125	1,150
LBMA PALLADIUM	1,980	2,000	2,050	2,408	2,050	2,150	2,200

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: difficoltà nel breve termine

L'improvvisa diffusione della variante Omicron e le voci di una più rapida stretta da parte della Federal Reserve hanno determinato un aumento del rischio di una più marcata correzione per gran parte dei metalli industriali e attualmente prevediamo una diminuzione delle quotazioni nel 1° trimestre 2022. Successivamente, i fondamentali di domanda e offerta dovrebbero tornare a guidare i prezzi e quindi i metalli non ferrosi dovrebbero recuperare terreno. Nel medio/lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Da inizio anno, le quotazioni della maggior parte dei metalli non ferrosi hanno registrato un aumento, guidate da timori di scarsità di offerta ed elevati prezzi dell'energia, che portano ad un diretto incremento dei costi di produzione, soprattutto per le attività di raffinazione.

Grazie ai fondamentali tesi, i metalli non ferrosi sono riusciti a mantenersi sostanzialmente stabili, nonostante la forte ondata di vendite che ha colpito i mercati petroliferi a novembre. Infatti, la maggior parte dei metalli non ferrosi evidenzia bassi livelli di scorte, mentre le prospettive sulla domanda rimangono positive sia nel medio termine, grazie alla probabile prosecuzione della ripresa economica globale, sia più a lungo termine, per il consolidamento dei trend di elettrificazione e transizione dai combustibili fossili alle fonti rinnovabili. Inoltre, nella maggior parte dei casi, l'offerta è esposta a una serie di limitazioni di natura tecnica e strutturale, o a rischi geopolitici e normativi, che potrebbero scoraggiare gli investimenti.

Sfortunatamente, a nostro avviso l'improvvisa diffusione della variante Omicron e le voci di una stretta monetaria più rapida del previsto da parte della Federal Reserve a fronte delle persistenti pressioni inflazionistiche, hanno determinato un aumento del rischio di una più marcata correzione per gran parte dei metalli industriali, nonostante si confermi la solidità dei fondamentali nel medio termine.

Infatti, lo scenario attuale evidenzia alcuni rischi ribassisti che potrebbero determinare una revisione al ribasso delle nostre stime di crescita economica, giustificando le previsioni di più bassi prezzi delle materie prime. Tra i principali rischi sottolineiamo: timori epidemiologici legati a bassi tassi di vaccinazione in diversi Paesi; rischi finanziari dovuti all'adozione di politiche monetarie più restrittive, volatilità elevata e avversione al rischio sui mercati finanziari; riforme di mercato in atto in Cina, prezzi di gas ed energia ancora elevati; colli di bottiglia che continuano a rallentare produzione industriale e flussi logistici.

Nello scenario più pessimistico, una crescita globale più debole del previsto e timori di più rapidi rialzi dei tassi da parte delle banche centrali potrebbero innescare una diminuzione maggiore delle attese dei prezzi dei metalli non ferrosi. Le quotazioni di mercato potrebbero cancellare i

guadagni registrati nei mesi scorsi e ristare i minimi toccati negli ultimi sei mesi. Pertanto, prevediamo un 1° trimestre 2022 debole per la maggior parte dei metalli.

Più avanti nel corso dell'anno, a nostro avviso i prezzi degli asset dovrebbero riuscire a recuperare il terreno perso se le banche centrali rassicureranno i mercati e la crescita economica globale si consoliderà. Di conseguenza, i fondamentali specifici di domanda e offerta dovrebbero tornare a rivestire il ruolo di principali driver dei prezzi dei metalli, prevalendo su fattori macroeconomici, e la volatilità dovrebbe essere alimentata soprattutto dai flussi di notizie riguardanti interruzioni delle forniture, nuove regolamentazioni minerarie in America Latina e Sud-Est Asiatico, ritardi nelle filiere logistiche e previsioni di future dinamiche di consumo, soprattutto in Cina. Di conseguenza, le quotazioni dei metalli non ferrosi dovrebbero recuperare terreno.

Nel medio/lungo termine, continuiamo ad attenderci un trend rialzista per i metalli industriali.

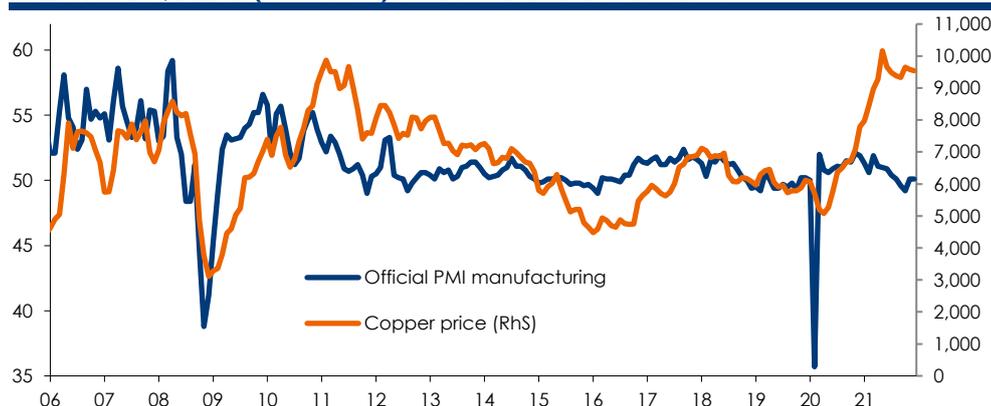
Per le previsioni e i target di prezzo, consideriamo come benchmark i contratti future a 3 mesi quotati sul LME per rame, alluminio, nickel, zinco e piombo.

## Rame

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del rame raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 8.900 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022, ma ci attendiamo un nuovo rialzo nei trimestri successivi, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 9.500 dollari nel 2022 e di 10.000 dollari nel 2023. Manteniamo una view rialzista su questo metallo nel medio/lungo termine, grazie ai suoi solidi fondamentali: la domanda crescerà, trainata da investimenti in infrastrutture, elettrificazione, generazione e trasmissione di energia, mentre l'offerta dovrebbe mantenersi vincolata dalla persistente minaccia di interruzioni delle forniture e da rischi politici. Infatti, soprattutto in Cile e Perù, i governi vorrebbero introdurre norme più severe nel settore minerario per proteggere i lavoratori e i più fragili ecosistemi, e stanno valutando di aumentare i livelli di tassazione, causando un conseguente aumento dei costi di produzione per la maggior parte dei metalli, rame in primis.

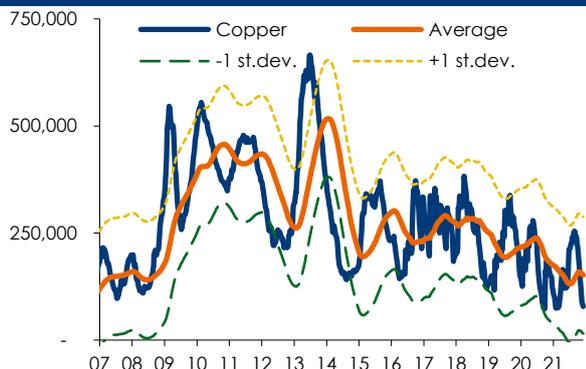
Nello scenario più pessimistico di una brusca correzione trainata da una sensibile diminuzione del prezzo dell'energia e da una stretta monetaria più rapida del previsto, le quotazioni del rame potrebbero scendere rapidamente verso un livello medio di 8.600 dollari nel 1° trimestre 2022.

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



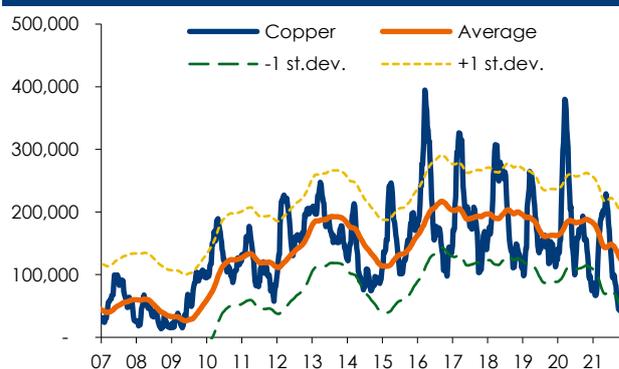
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Scorte monitorate dal London Metal Exchange



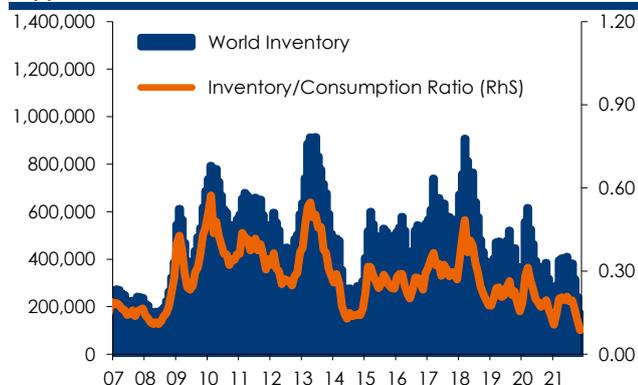
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Scorte monitorate dallo 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



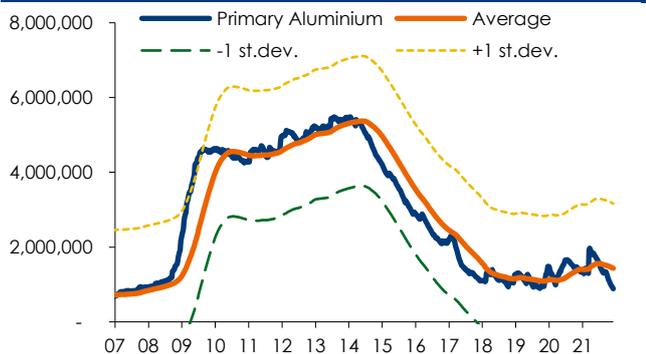
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Alluminio

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi dell'alluminio (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.400 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022. Ci attendiamo un recupero nei trimestri successivi, e le quotazioni potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 2.550 dollari nel 2022 e di 2.800 dollari nel 2023, a causa della carenza di offerta causata dall'impegno politico della Cina nel ridurre emissioni clima-alteranti e inquinamento ambientale, che quindi limita la capacità di produzione degli impianti di lavorazione di alluminio e acciaio.

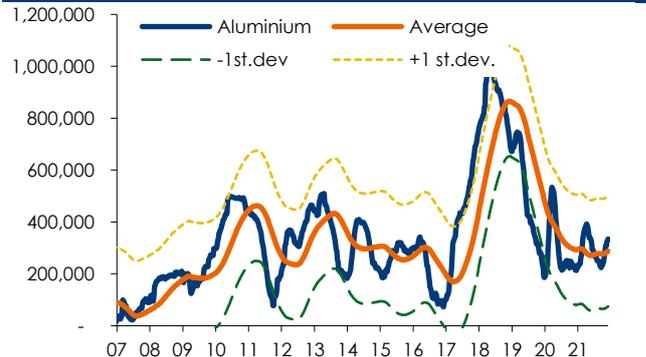
Nello scenario più pessimistico di una correzione più marcata del previsto, trainata da una diminuzione del prezzo dell'energia e dai timori di una stretta monetaria, le quotazioni dell'alluminio potrebbero scendere rapidamente verso un livello medio di 2.100 dollari nel 1° trimestre 2022.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



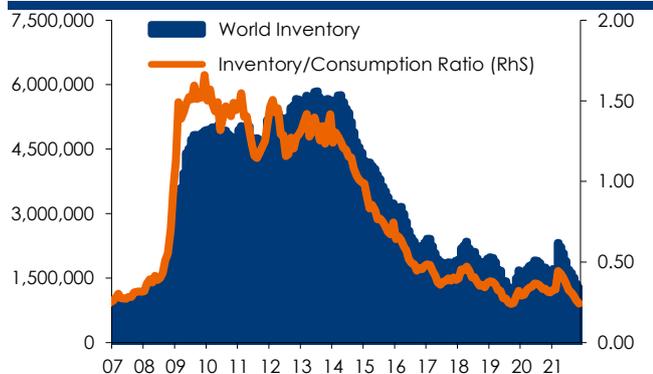
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Scorte monitorate dallo 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**



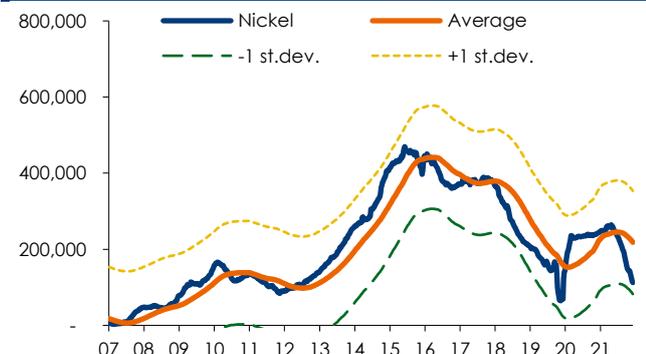
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Nickel**

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del nickel (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 18.500 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022. Le quotazioni dovrebbero aumentare nei trimestri successivi, e attestarsi intorno a un livello medio di 20.000 dollari nel 2022 e di 21.250 dollari nel 2023.

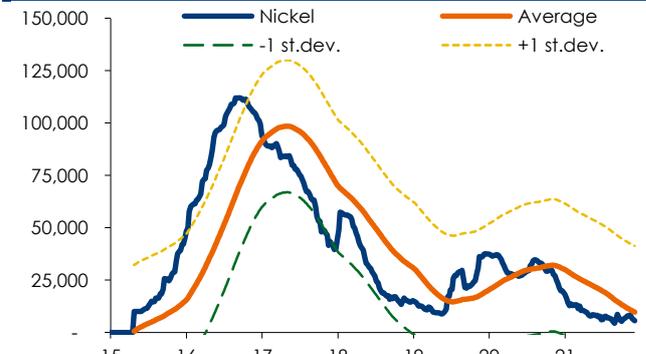
Nello scenario più pessimistico di una correzione più marcata del previsto, le quotazioni del nickel potrebbero scendere rapidamente verso un livello medio di 16.500 dollari nel 1° trimestre 2022.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



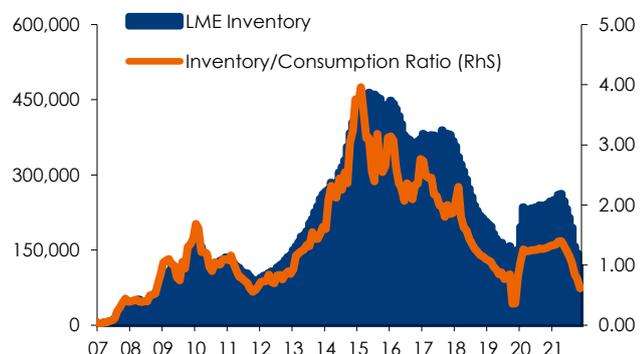
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange**



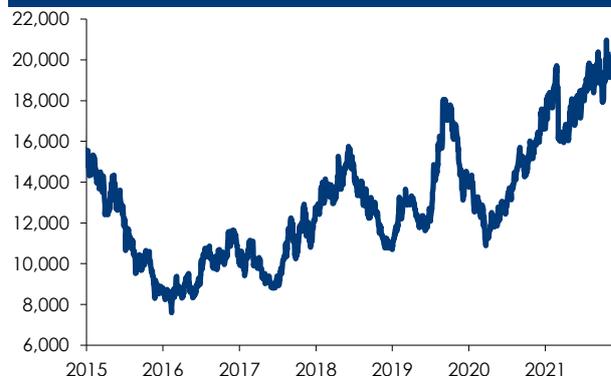
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto fra scorte e consumo mondiale**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME**



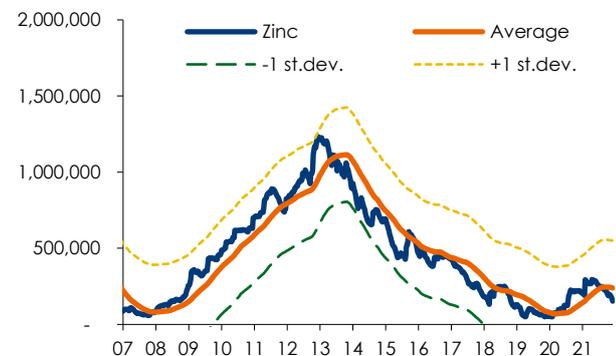
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Zinco**

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi dello zinco (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.900 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022. Successivamente, ci attendiamo un rialzo nei trimestri seguenti, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 3.125 dollari nel 2022 e di 3.340 dollari nel 2023.

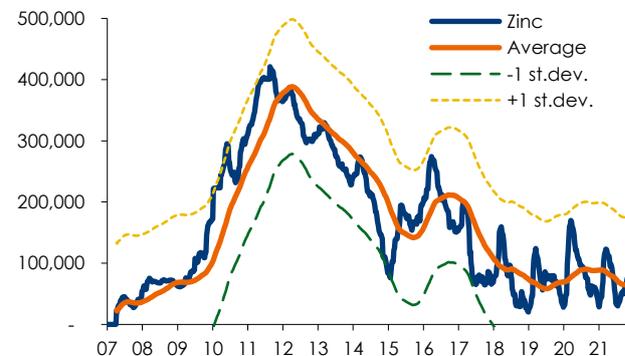
Nello scenario più pessimistico di una correzione più marcata del previsto, le quotazioni dello zinco potrebbero scendere verso un livello medio di 2.700 dollari nel 1° trimestre 2022.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



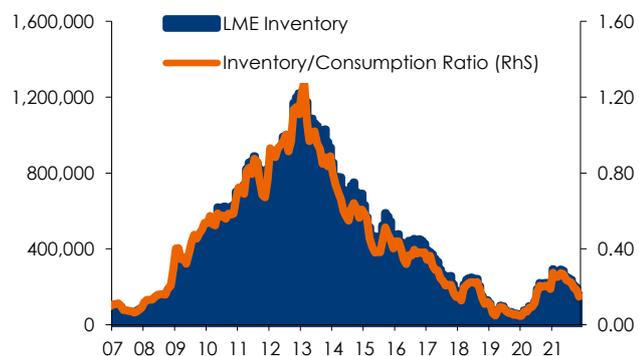
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange**



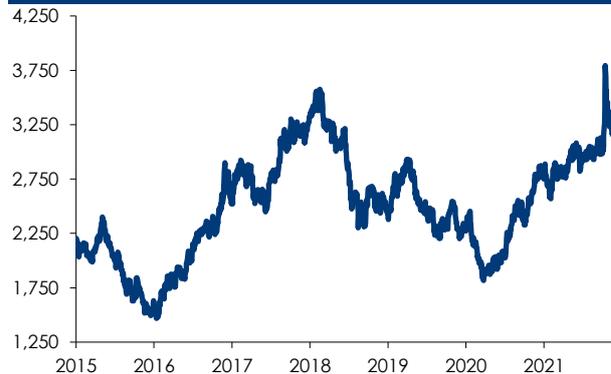
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto fra scorte e consumo mondiale**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME**



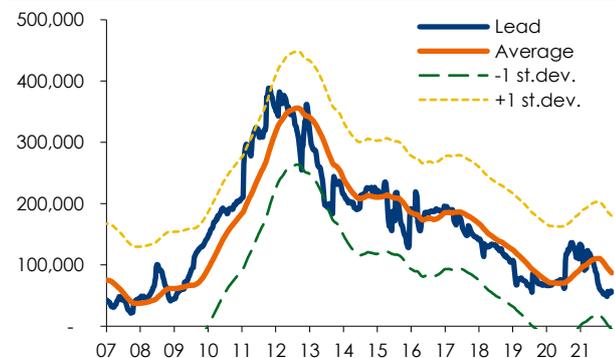
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Piombo**

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del piombo (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.100 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022. Ci attendiamo un recupero nei trimestri successivi, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 2.240 dollari nel 2022 e di 2.340 dollari nel 2023. Continuiamo a prevedere per il piombo un potenziale di rialzo inferiore rispetto agli altri metalli poiché il mercato fisico è meglio fornito rispetto ad altre materie prime industriali.

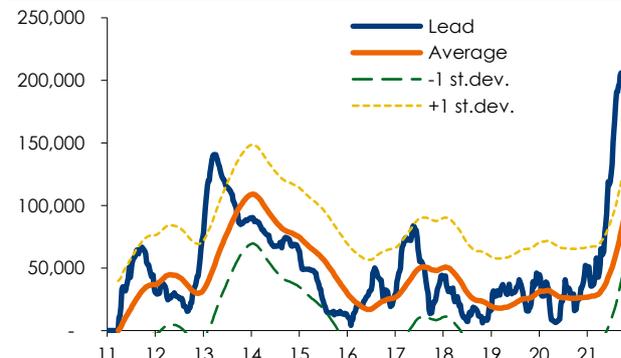
Nello scenario più pessimistico di una correzione più forte del previsto, le quotazioni del piombo potrebbero scendere verso un livello medio di 1.900 dollari nel 1° trimestre 2022.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**

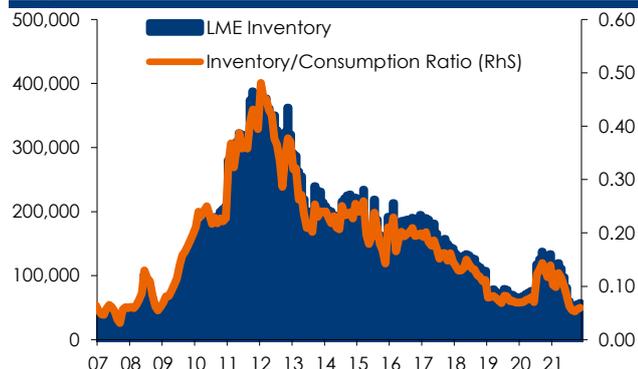


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

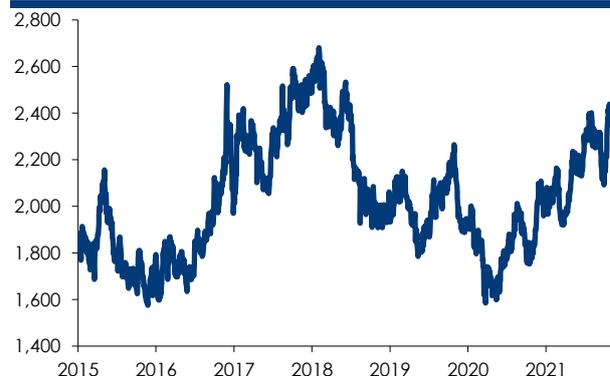
**Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange**



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

**Settore siderurgico**

Da inizio anno, nonostante il crollo del prezzo del ferro, l'acciaio resta sostenuto da fondamentali tesi, grazie al forte aumento della domanda mondiale e ai limiti alle importazioni, che alimentano una artificiale scarsità di offerta in Nord America ed Europa. In Cina, primo produttore al mondo, la produzione di acciaio sta diminuendo a causa del rallentamento stagionale dell'output, dell'impatto negativo causato dalla crisi nel settore immobiliare e dell'impegno delle Autorità per contenere le emissioni di CO<sub>2</sub> e l'inquinamento atmosferico in vista dei Giochi Olimpici Invernali che si svolgeranno a Pechino.

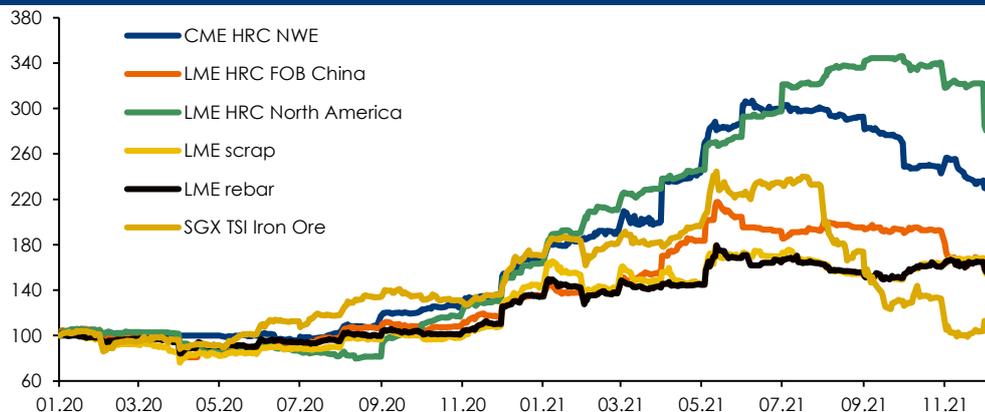
Tuttavia, nel nostro scenario di base i prezzi di ferro e acciaio potrebbero perdere supporto nei prossimi trimestri a causa di fondamentali più deboli e diminuire ulteriormente.

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 vicina a 95 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022 e un livello medio vicino a 90 dollari nel 2022, a fronte del probabile incremento della produzione mondiale.

Prevediamo una quotazione media per l'acciaio hot rolled coil americano di 1.700 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022, 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, le quotazioni potrebbero scendere a un livello medio vicino ai 1.650 dollari nel 2022.

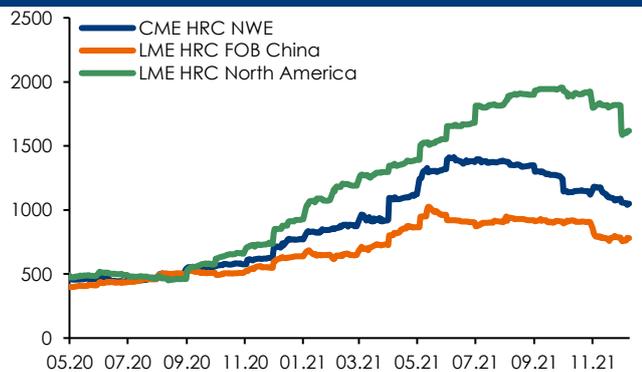
Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i contratti quotati sul CME, basati sull'indice Argus per l'acciaio HRC in Europa nord-occidentale, e i contratti quotati sul LME per rottami (scrap) e tondini (rebar). Prevediamo una quotazione dell'acciaio HRC in Europa nord-occidentale intorno a un livello medio di 900 euro alla tonnellata nel 1° trimestre 2022 e di 870 euro nel 2022. I contratti LME per i tondini dovrebbero scambiare a un livello medio di 660 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022 e potrebbero avvicinarsi a una media di 645 dollari nel 2022, mentre le quotazioni dei contratti LME per i rottami dovrebbero attestarsi intorno a un livello medio di circa 440 dollari alla tonnellata nel 1° trimestre 2022 e potrebbero scambiare a una media di 425 dollari alla tonnellata nel 2022.

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



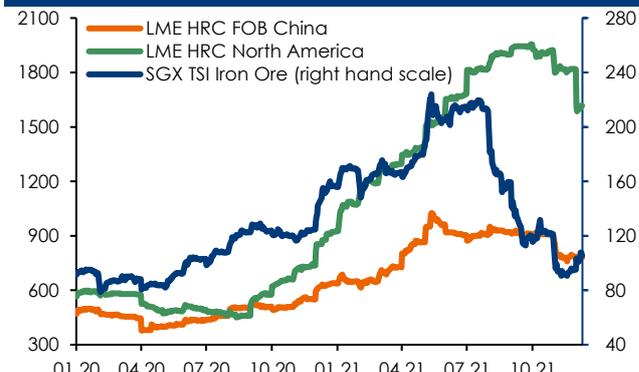
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Acciaio HRC in Stati Uniti, Cina e Europa nord-occidentale, in USD/mt**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Acciaio HRC in Stati Uniti e Cina vs. prezzo del ferro in USD/mt**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Previsioni di prezzo dei principali metalli industriali, scenario di base**

Al 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
LME COPPER 3M	9,500	8,900	9,400	9,266	9,500	10,000	10,200
LME ALUMINIUM 3M	2,600	2,400	2,500	2,441	2,550	2,800	2,850
LME NICKEL 3M	19,500	18,500	19,900	18,395	20,000	21,250	21,500
LME ZINC 3M	3,100	2,900	3,100	2,950	3,125	3,340	3,360
LME LEAD 3M	2,290	2,100	2,270	2,185	2,240	2,340	2,360
LME TIN 3M	37,000	34,000	34,500	30,876	34,750	35,500	35,000
SGX IRON ORE	100	95	92	158	90	85	84
TSI U.S. HRC STEEL	1,850	1,700	1,675	1,618	1,650	1,500	1,400
CME HRC NWE	970	900	880	970	870	820	800
LME HRC FOB China	820	720	710	829	705	670	650
LME REBAR	720	660	650	687	645	600	570
LME SCRAP	480	440	430	467	425	400	390

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Merci agricole: elasticità dell'offerta in azione

L'agricoltura è il settore delle materie prime con la maggiore elasticità dell'offerta ai prezzi. Di conseguenza, gli elevati prezzi registrati nel 2021 dovrebbero contribuire ad aumentare l'offerta nel 2022, laddove possibile, e potrebbero innescare diffusi cali delle quotazioni in anticipazione della prossima stagione del raccolto. Tuttavia, anomale condizioni meteorologiche restano la principale minaccia e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore.

Le quotazioni di mercato di diverse materie prime agricole sono state trainate al rialzo da una forte ripresa della domanda globale, accompagnata sia da un'offerta più debole del previsto, che spesso ha deluso le attese a causa di condizioni meteorologiche particolarmente avverse nella maggior parte delle regioni produttive, sia da aumenti imprevisti dei prezzi dei fattori di produzione, come combustibili, fertilizzanti, sostanze chimiche e costi di trasporto. Spesso i colli di bottiglia logistici hanno ritardato le forniture, esacerbando la scarsità sui mercati fisici.

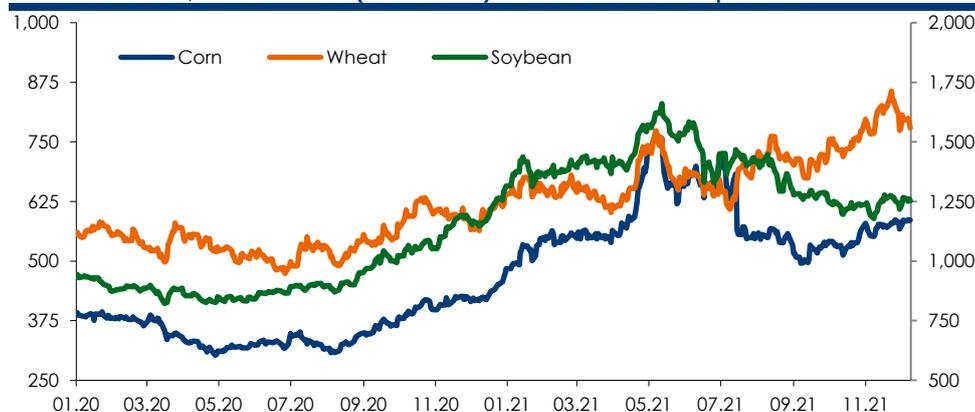
Tuttavia, l'agricoltura è il settore delle materie prime che esibisce la maggiore elasticità dell'offerta ai prezzi. Di conseguenza, i prezzi elevati registrati nel 2021 dovrebbero contribuire ad aumentare la produzione nel 2022, laddove possibile, e potrebbero innescare diffusi cali delle quotazioni in anticipazione della prossima stagione del raccolto.

Nel nostro scenario di base, l'anno prossimo i prezzi di mercato di gran parte delle merci agricole sono quindi attesi in diminuzione grazie a una ripresa dell'offerta globale, trainata da un'efficace risposta a diversi mesi di quotazioni elevate. Inoltre, ipotizziamo un ritorno delle condizioni meteorologiche verso la loro media di lungo periodo e, rispetto a un 2021 eccezionalmente negativo, prevediamo quindi minori distorsioni causate da anomalie atmosferiche.

Tuttavia, segnaliamo che anomale condizioni meteorologiche restano la minaccia più preoccupante per le forniture di merci agricole: impatti più gravi e meno prevedibili del cambiamento climatico e del riscaldamento globale nelle principali regioni produttive potrebbero alimentare nuovi picchi di volatilità e innescare nuovamente pressioni al rialzo sui prezzi delle merci agricole.

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. Consideriamo come riferimento per il cacao il future Cocoa 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

## Frumento

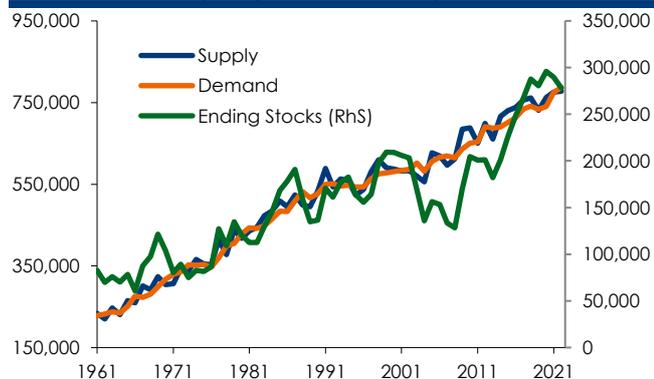
Tra i principali cereali, i fondamentali del frumento hanno registrato il rafforzamento più significativo nel corso di quest'anno, grazie a una crescita della domanda mondiale superiore alle attese e a significative interruzioni delle forniture in importanti paesi produttori. In Canada, le inondazioni verificatesi nei mesi scorsi hanno bloccato le esportazioni di cereali e danneggiato campi e scorte. Negli Stati Uniti, le stime della qualità del frumento invernale sono state riviste al ribasso a causa di condizioni meteorologiche avverse. Anche le forti piogge e le inondazioni che hanno colpito l'Australia, coerenti con l'andamento del fenomeno atmosferico de La Niña, hanno aumentato il rischio di un sensibile peggioramento qualitativo, destando preoccupazioni sulla crescente scarsità di chicchi ad alto contenuto proteico.

Il 9 dicembre, lo U.S. Department of Agriculture (USDA) ha pubblicato il report World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE) contenente stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato dei cereali. Stando alle previsioni, nella stagione 2021/22 il mercato mondiale del frumento dovrebbe registrare il deficit più ampio degli ultimi nove anni, diversamente dalle prime stime pubblicate a maggio che indicavano ancora un terzo anno consecutivo di surplus.

Infatti, secondo le stime contenute nel report WASDE di dicembre, nella stagione 2021/22 la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare soltanto dello 0,3% a/a a 777,9 milioni di tonnellate, toccando un nuovo massimo storico (anche se il dato è stato rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di circa 775,3 milioni di tonnellate pubblicata a novembre). Il consumo mondiale di frumento dovrebbe aumentare più rapidamente dell'offerta, facendo registrare una crescita dello 0,9% a/a e attestandosi a 789,4 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di circa 787,4 milioni di tonnellate), anche questo un nuovo massimo storico. Si prevede quindi una diminuzione delle scorte finali del 4,0% a/a a 278,2 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto a una precedente stima di circa 275,8 milioni di tonnellate), in calo dai massimi toccati nella stagione 2019/20. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 35,2% nel 2021/22 (dato rivisto al rialzo dal 35,0% stimato il mese scorso) dal 37,0% della stagione 2020/21 e dal 39,6% della stagione 2019/20.

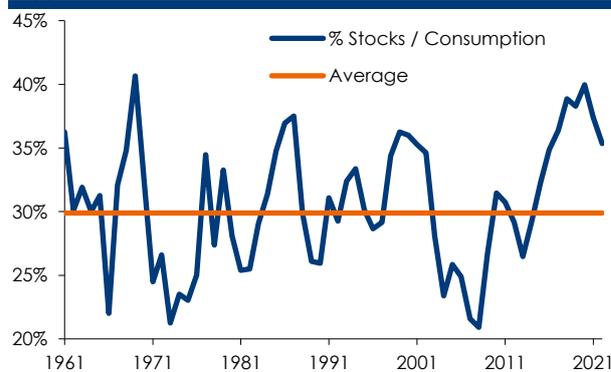
Nel nostro scenario di base, stimiamo una quotazione media di 780 centesimi di dollaro per il 1° trimestre 2022. Il prezzo del frumento dovrebbe diminuire gradualmente nel corso dei prossimi mesi, avvicinandosi a una media di 740 centesimi di dollaro nel 2022 a fronte di una previsione di raccolti migliori e più abbondanti il prossimo anno.

### Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)

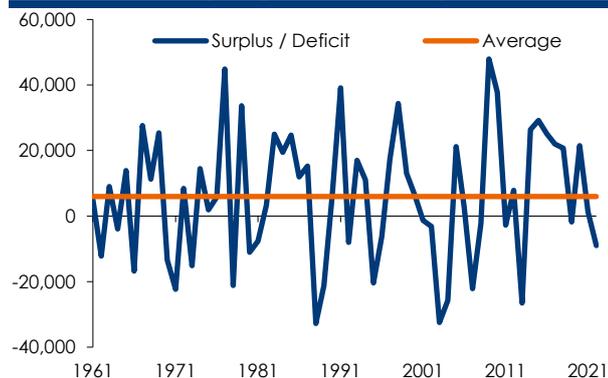


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

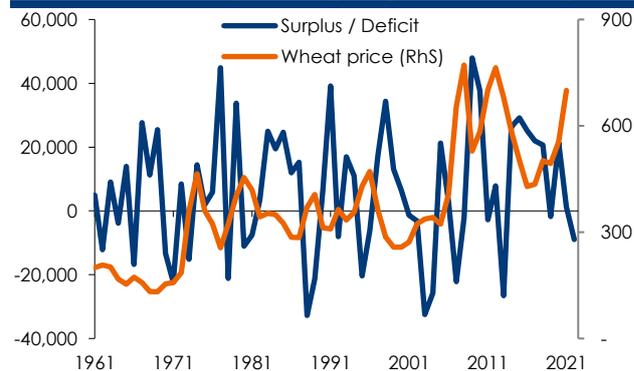
### Rapporto fra scorte e consumi



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)**

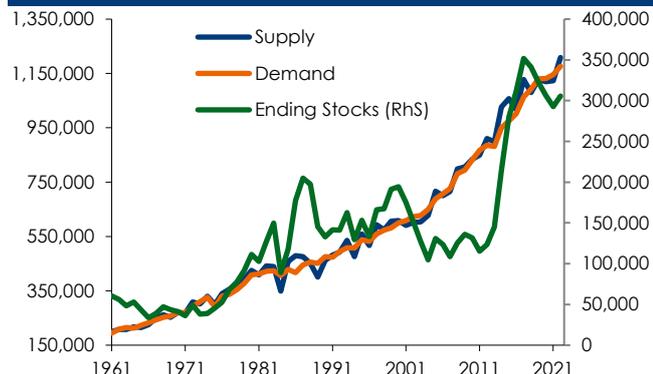
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

## Mais

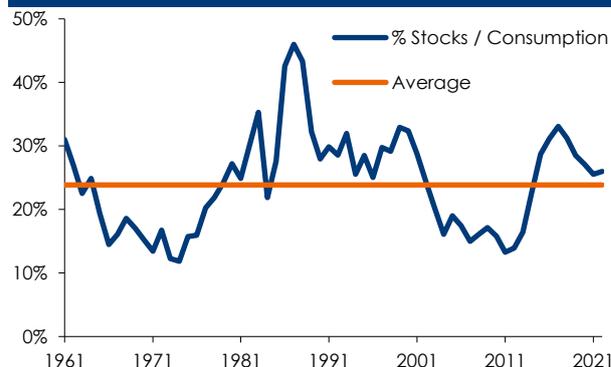
Diversamente dal frumento, nel 2021 i raccolti di mais e soia hanno beneficiato di condizioni meteorologiche più favorevoli. Di conseguenza, i prezzi sono diminuiti rispetto ai massimi toccati a maggio. Nel secondo semestre dell'anno, mentre le quotazioni del mais sono rimaste in linea con la media del 1° trimestre 2021, quelle della soia hanno continuato a subire pressioni al ribasso. Infatti, le inondazioni e le condizioni meteorologiche avverse in Canada, Stati Uniti e Australia hanno causato una serie di revisioni al ribasso della qualità del frumento, alimentando il timore che i volumi di frumento da foraggio siano molto più elevati del solito, e inasprendo di conseguenza la concorrenza con mais e soia nel segmento del consumo animale.

Secondo le stime dell'USDA contenute nel report WASDE di dicembre, il mercato mondiale del mais dovrebbe tornare a registrare un ampio surplus nella stagione 2021/22, dopo quattro anni consecutivi di deficit. La produzione globale di mais dovrebbe aumentare del 7,7% a/a nel 2021/22, toccando un nuovo record di circa 1.208,7 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto a una precedente stima di circa 1.204,6 milioni di tonnellate pubblicata a novembre), mentre i consumi globali dovrebbero crescere del 5,2% a/a, toccando un nuovo massimo storico di 1.195,9 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto a una precedente stima di circa 1.192,1 milioni di tonnellate). Si prevede quindi un aumento delle scorte finali del 4,4% a/a, il primo in sei anni, che raggiungerebbero così i 305,5 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto a una precedente stima di circa 304,4 milioni di tonnellate), mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe diminuire al 25,5% (dato invariato rispetto al mese di novembre) dal 25,8% registrato nella stagione precedente.

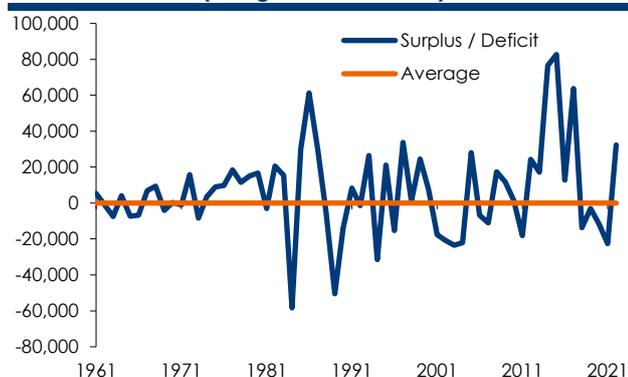
Attualmente stimiamo un prezzo medio di 540 centesimi di dollaro per il 1° trimestre 2022 e una media di 520 centesimi per il 2022.

**Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)**

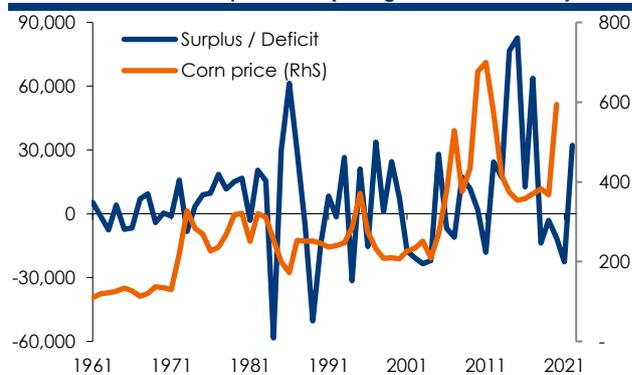
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

**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

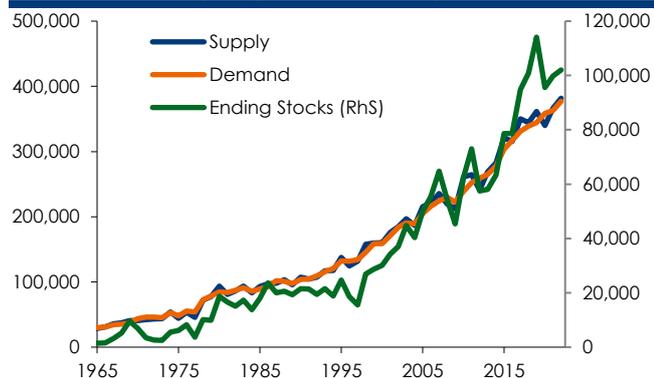
**Bilancio di mercato e quotazioni (in migliaia di tonnellate)**

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

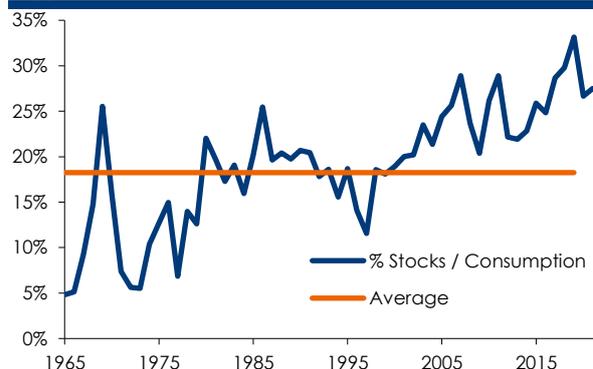
**Semi di soia**

Secondo le stime dell'USDA contenute nel report di dicembre, nella stagione 2021/22 il mercato della soia dovrebbe registrare un surplus per il secondo anno consecutivo. La produzione mondiale di soia potrebbe infatti aumentare del 4,2% a/a, attestandosi a 381,8 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto ai 384 milioni di tonnellate stimati a novembre) toccando un nuovo massimo. Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 3,9% a/a, raggiungendo 377,0 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto a una precedente stima di 378 milioni di tonnellate), anche in questo caso un nuovo massimo storico. Nella stagione 2021/22 le scorte mondiali dovrebbero aumentare del 2,2% a/a a 102,0 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto a una precedente stima di circa 103,8 milioni di tonnellate). Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe quindi scendere al 27,1% (dato rivisto al ribasso dal 27,5% stimato il mese scorso) rispetto al 27,5% registrato nella stagione precedente e al 26,7% della stagione 2019/20.

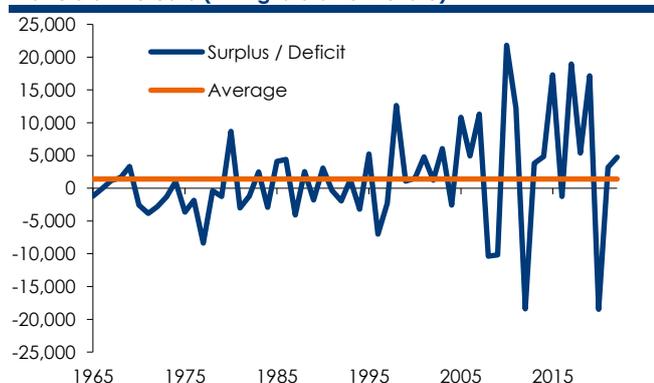
Al momento, stimiamo per la soia una quotazione media di 1.200 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2022 e un prezzo medio di 1.170 dollari per il 2022. Il prezzo dei semi di soia dovrebbe continuare a subire pressioni al ribasso, dovute alla concorrenza con il frumento da foraggio e alle aspettative di mercati mondiali adeguatamente forniti.

**Domanda e offerta (in migliaia di tonnellate)**

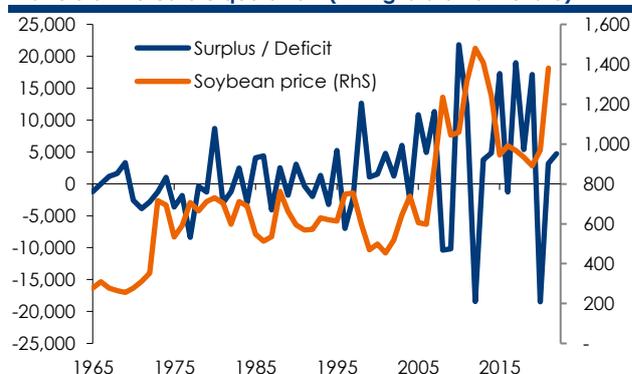
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

**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**

Quest'anno, le quotazioni del caffè hanno subito un sensibile aumento, dovuto ai drastici cambiamenti registrati dai fondamentali del mercato fisico: condizioni meteorologiche eccezionalmente avverse in Brasile, Colombia e America Centrale e la guerra in atto in Etiopia hanno contribuito alla diminuzione sia dei volumi di produzione di caffè verde, sia dei livelli qualitativi. I forti timori relativi alla scarsità di selezionate origini hanno determinato un più ampio differenziale tra le varietà Colombian Milds e Other Milds e ampliato l'arbitraggio tra Arabica e Robusta, misurato tramite lo spread fra i futures quotati a New York e Londra.

Nei mesi scorsi, l'International Coffee Organization (ICO) ha spesso sottolineato la gravità della contrazione dell'offerta mondiale in atto, dovuta a una diminuzione della produzione in importanti Paesi esportatori. Sfortunatamente, l'ICO non ha ancora pubblicato stime ufficiali sullo stato del mercato mondiale nella stagione 2021/22. Le ultime previsioni contenute nel Coffee Market Report di novembre descrivono ancora la stagione 2020/21, iniziata nell'ottobre 2020, caratterizzata da un'ampia offerta globale. Infatti, il mercato mondiale ha registrato un surplus di quasi 2,0 milioni di sacchi nella stagione 2020/21, pur in netto calo rispetto al surplus di 4,5 milioni di sacchi della stagione precedente. Secondo le stime ICO, nel 2020/21 la produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 169,6 milioni di sacchi (+0,4% a/a). La produzione di Arabica è cresciuta del 2,3% a/a a 99,3 milioni di sacchi, mentre quella di Robusta è diminuita del 2,2% a/a a 70,4 milioni di sacchi. La domanda globale dovrebbe attestarsi a 167,7 milioni di sacchi (+1,9% a/a) per la stagione 2020/21. Tutte le principali regioni consumatrici hanno incrementato il consumo. Nella stagione 2020/21 le esportazioni totali sono aumentate dell'1,2% a/a a 128,9 milioni di

sacchi, seppur con differenze significative tra Arabica e Robusta. Infatti, le esportazioni di Arabica sono cresciute del 4,1% a/a grazie all'aumento dei prezzi nei principali Paesi esportatori, mentre quelle di Robusta hanno subito una contrazione del 3,4% a/a a causa della notevole diminuzione delle forniture provenienti dal Vietnam. Per contro, a ottobre 2021 le esportazioni sono diminuite del 4,4% a/a: mentre quelle di Arabica hanno segnato un calo dell'8,8% a/a, quelle di Robusta hanno registrato un aumento del 4,4% a/a.

Quando disponibile, la prima stima sui fondamentali di domanda e offerta per la stagione 2022/23 indicherà un mercato in deficit, rispecchiando le crescenti preoccupazioni sulla scarsità di alcune importanti origini a causa di avverse condizioni meteorologiche, soprattutto in Sud America, e delle distorsioni ai flussi commerciali causate dall'adozione di misure più restrittive volte a limitare la diffusione della pandemia. In aggiunta, la stagione 2021/22 è caratterizzata da raccolti scarsi per le piantagioni di Arabica in Brasile, poiché gli arbusti sono entrati nell'anno meno prolifico del ciclo biennale di produzione ("off-year"), causando quindi una sensibile diminuzione della produzione domestica di caffè rispetto alla stagione precedente.

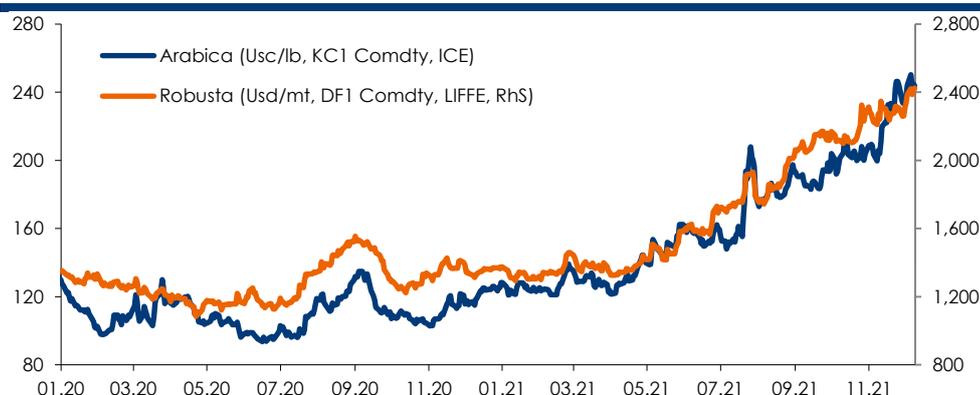
Infatti, la terza stima ufficiale del raccolto di caffè in Brasile pubblicata il 21 settembre dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) conferma che nella stagione 2021/22 la produzione totale brasiliana potrebbe scendere a 46,9 milioni di sacchi, registrando quindi una contrazione del 25,7% a/a rispetto alla stagione precedente. Secondo la CONAB, la produzione totale brasiliana di Arabica potrebbe diminuire a 30,7 milioni di sacchi, una contrazione del 36,9% a/a rispetto alla stagione precedente. Al contrario, la produzione totale di Robusta in Brasile potrebbe aumentare a 16,1 milioni di sacchi, registrando un aumento del 12,8% a/a rispetto alla stagione precedente.

Dal lato della domanda, le prospettive per il consumo mondiale sono più favorevoli rispetto a un anno fa, grazie all'avanzamento delle campagne vaccinali, almeno nei Paesi più ricchi. Di conseguenza, il mercato mondiale è volto a registrare un ampio deficit nella stagione 2021/22.

Sulle prospettive a medio termine pesano anche i forti aumenti dei costi di trasporto e di produzione, inclusi quelli di fertilizzanti e manodopera, che gettano ombre sulle future prospettive di offerta, poiché normalmente un rialzo dei costi causa un rallentamento degli investimenti produttivi e dei trattamenti fitosanitari.

Date le condizioni di mercato eccezionalmente tese, i prezzi del caffè potrebbero aumentare ulteriormente nelle prossime settimane, ma dovrebbero diminuire l'anno prossimo, grazie al probabile allentamento dei colli di bottiglia logistici e all'attesa ripresa della produzione, se si registreranno condizioni meteorologiche più favorevoli, soprattutto in America Latina e in America Centrale. Per il 1° trimestre 2022 stimiamo un prezzo medio per l'Arabica vicino a 210 centesimi di dollaro e un prezzo medio per la Robusta di 2.200 centesimi di dollaro. Successivamente, le quotazioni dovrebbero diminuire a una media di 185 centesimi di dollaro per l'Arabica e di 1.925 centesimi di dollaro per la Robusta, a fronte delle aspettative di raccolti più abbondanti.

### Prezzi del caffè



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Zucchero

Quest'anno, anche i mercati dello zucchero hanno sofferto per condizioni meteorologiche estreme. In particolare, la siccità e le gelate che hanno colpito il Sud America hanno danneggiato i raccolti in Brasile e hanno alimentato timori sulla carenza di offerta mondiale, a fronte di livelli delle scorte molto bassi in importanti Paesi consumatori come Cina, Pakistan, Egitto e Kenya.

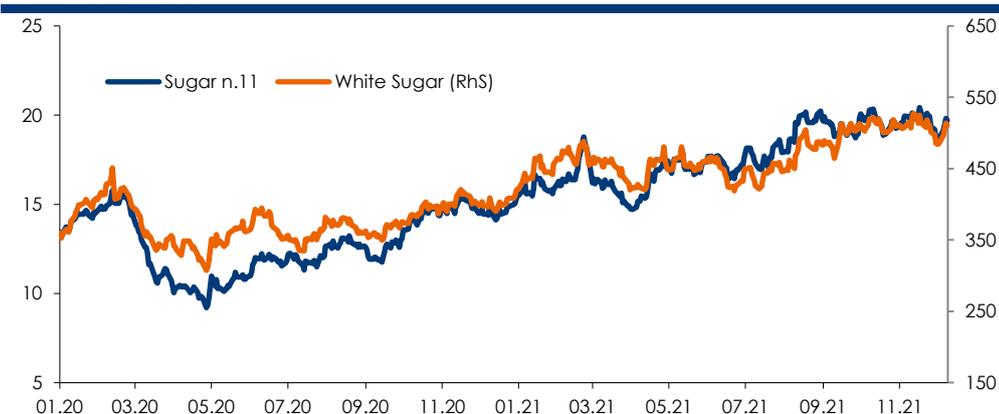
In particolare, secondo le previsioni della Conab, nel 2021/22 la produzione di zucchero in Brasile potrebbe diminuire del 17,8% a/a a 33,9 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto ai 36,9 milioni di tonnellate stimati ad agosto e una notevole contrazione rispetto al raccolto di circa 41,3 milioni di tonnellate della stagione 2020/21) a causa delle avverse condizioni meteorologiche che hanno ridotto le rese e della competizione con l'etanolo. Infatti, un elevato prezzo del petrolio ha incoraggiato i produttori brasiliani a trasformare la canna da zucchero in etanolo piuttosto che in zucchero raffinato, mentre gli alti prezzi di gas ed energia elettrica in Europa hanno fatto aumentare i costi di raffinazione della barbabietola, provocando una diminuzione della produzione regionale.

Secondo le ultime stime pubblicate a novembre dall'Organizzazione Internazionale dello Zucchero (ISO), nel 2021/22 il mercato mondiale dovrebbe registrare un deficit di circa 2,6 milioni di tonnellate, registrando così un miglioramento rispetto al più ampio deficit di 3,8 milioni di tonnellate previsto soltanto tre mesi prima, a causa di una forte revisione al ribasso delle stime sul consumo mondiale (-1,4 milioni di tonnellate rispetto alla precedente stima pubblicata ad agosto, ma ancora +1,2% a/a). La diminuzione superiore alle attese del consumo di zucchero è dovuta ai prezzi elevati, al persistere degli effetti negativi della pandemia, che sta penalizzando turismo, consumo fuori casa e relazioni sociali, e al progressivo cambiamento delle dinamiche di consumo.

Nei prossimi mesi, le condizioni di mercato dovrebbero migliorare, poiché il prezzo elevato dello zucchero sta contribuendo a ribilanciare il mercato. In particolare, le forniture provenienti dall'India dovrebbero aumentare sensibilmente, e Paese appare destinato a registrare un altro anno di surplus nel 2021/22 e probabilmente sarà costretto a esportare circa 6 milioni di tonnellate di zucchero in questa nuova crushing season. Finora, il Paese ha stipulato contratti per esportare almeno 2,5 milioni di tonnellate secondo l'Indian Sugar Mills Association. Inoltre, il prezzo elevato dello zucchero in Brasile, accompagnato dalla diminuzione del prezzo del petrolio, potrebbe incoraggiare i produttori brasiliani a modificare nuovamente le loro attività e a trasformare più canna da zucchero in zucchero raffinato piuttosto che in etanolo.

Complessivamente, un aumento così significativo dell'offerta mondiale dovrebbe determinare una diminuzione del prezzo dello zucchero, anche se i colli di bottiglia logistici continueranno a sostenere i prezzi, evidenziando l'importanza di disporre di adeguate scorte di merci agricole lungo la filiera. Nel nostro scenario di base ci attendiamo che una correzione del prezzo del petrolio e una ripresa dell'offerta mondiale possano contribuire a una modesta diminuzione delle quotazioni. Secondo le nostre attuali stime, nel 1° trimestre 2022 il prezzo dello zucchero dovrebbe attestarsi a un livello medio di circa 18,5 dollari per i future Sugar n. 11 e di 480 dollari per i future White Sugar. Nel 2022 le quotazioni dello zucchero potrebbero diminuire ulteriormente verso un livello medio di 16,8 dollari per i future Sugar n. 11 e di 450 dollari per i future White Sugar, poiché nei prossimi trimestri i mercati dovrebbero divenire progressivamente meno tesi.

### Prezzi dello zucchero



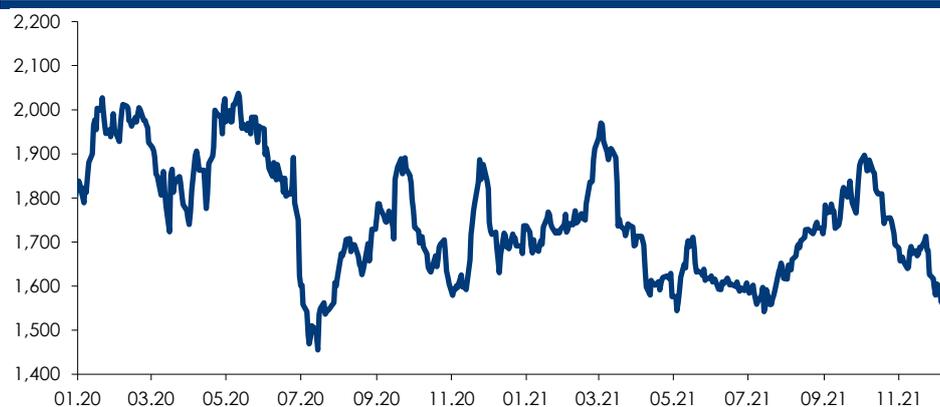
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Cacao

Il cacao rappresenta un'eccezione degna di nota nell'universo delle materie prime, poiché le sue quotazioni non hanno registrato aumenti significativi nel corso degli ultimi due anni. Infatti, dopo tre anni consecutivi di raccolti abbondanti e un temporaneo calo dei consumi nei primi mesi della pandemia, attualmente i mercati fisici sono ben forniti e le scorte stanno aumentando. In questo momento, il rapporto tra scorte e consumi si attesta ai massimi dalla stagione 2011/12.

Secondo le ultime stime pubblicate dall'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICO), nel 2021/22 il mercato mondiale dovrebbe registrare un surplus di circa 165 mila tonnellate. Per contro, le stime preliminari sulla prossima stagione suggeriscono un moderato deficit di circa 120 mila tonnellate, dovuto a un'attesa diminuzione della produzione africana e alla crescita dell'attività di macinazione su scala mondiale. Infatti, i grindings hanno recuperato completamente i volumi persi durante i primi mesi della crisi causata dal Covid. Nello scenario più pessimistico, caratterizzato da raccolti più scarsi di quanto attualmente previsto in Africa e da una crescita della domanda superiore alle attese, soprattutto in Asia ed Europa, il deficit di mercato potrebbe ampliarsi notevolmente. Tuttavia, nonostante le stime di consenso indichino un moderato deficit e rischi al ribasso per la produzione, in questo momento prevediamo solo contenute pressioni al rialzo sul prezzo del cacao, grazie agli elevati livelli di scorte globali. Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni medie per il cacao intorno a un livello di 1.640 dollari nel 1° trimestre 2022 e di 1.700 dollari nel 2022, grazie alla persistente forza della domanda mondiale.

## Prezzi del cacao



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Previsioni di prezzo per le principali merci agricole, scenario di base

Al 08.12.2021	4T21	1T22	2T22	2021	2022	2023	2024
CBOT CORN	560	540	520	580	520	500	480
CBOT WHEAT	780	780	750	701	740	670	590
CBOT SOYBEAN	1,240	1,200	1,180	1,372	1,170	1,000	960
NYB-ICE COTTON	110	105	100	93	98	86	78
ICE SUGAR	510	480	460	471	450	415	405
CBOT SOYBEAN MEAL	350	340	330	382	328	315	305
CBOT SOYBEAN OIL	58.0	57.0	56.0	58	55.5	54.0	52.0
NYB-ICE SUGAR	19.6	18.5	17.0	17.9	16.8	15.5	15.0
NYB-ICE ARABICA COFFEE	225	210	200	169	185	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	2,300	2,200	2,000	1,766	1,925	1,600	1,480
NYB-ICE COCOA	2,500	2,480	2,470	2,488	2,465	2,450	2,400
LND-ICE COCOA	1,720	1,640	1,700	1,700	1,700	1,680	1,650

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