

Focus

## Materie prime: la scarsità resta un serio problema

Nonostante diversi fattori alimentino pressioni al ribasso, i prezzi della maggior parte delle materie prime sono ben sostenuti, grazie a mercati fisici tesi. La scarsità di offerta resta infatti un problema significativo in molte filiere. La mano invisibile del mercato riuscirà gradualmente a ripristinare l'equilibrio, poiché le elevate quotazioni stanno sollecitando una risposta sul fronte dell'offerta, mentre l'erosione della domanda e i progressi tecnologici potrebbero frenare i consumi di alcune materie prime. Tuttavia, questi processi di adeguamento richiederanno tempo e dovremmo prepararci a quotazioni delle materie prime che si mantengano su livelli superiori alla media a cinque anni per un periodo prolungato.

## Petrolio: positivi, con cautela

Il mercato mondiale del petrolio dovrebbe attestarsi vicino all'equilibrio nel 4° trimestre 2021 e nel 1° trimestre 2022, per poi tornare in surplus nel 2022. Tuttavia, restiamo cautamente positivi sulle quotazioni e ci attendiamo un moderato potenziale di crescita per il petrolio Brent, a fronte di uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà sostenuta dal ritorno della crescita economica mondiale a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa di scambi commerciali e trasporti.

## Mercati energetici: l'inverno sta arrivando

In Europa, depositi di gas notevolmente più vuoti rispetto alla media stagionale destano dubbi sulla stabilità del sistema nell'eventualità di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda di gas per riscaldamento.

## Metalli preziosi: occhi puntati sul tapering

I prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione spiegata dal rafforzamento del dollaro americano e dalle aspettative di un imminente tapering da parte della Federal Reserve. Nei prossimi mesi, l'adozione di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa potrebbe erodere ulteriormente il supporto di oro e argento.

## Metalli industriali: ancora bullish, nonostante difficoltà nel breve termine

Nel nostro scenario di base, il recente peggioramento del contesto economico globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi in futuro. Per questo motivo, confermiamo la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali.

## Agricoli: volatilità e cambiamento climatico

I prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire nei prossimi mesi, a fronte delle aspettative di mercati meno tesi. Tuttavia, i timori legati alle condizioni meteorologiche restano in primo piano e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore.

Settembre 2021

Nota Trimestrale

Direzione Studi e Ricerche

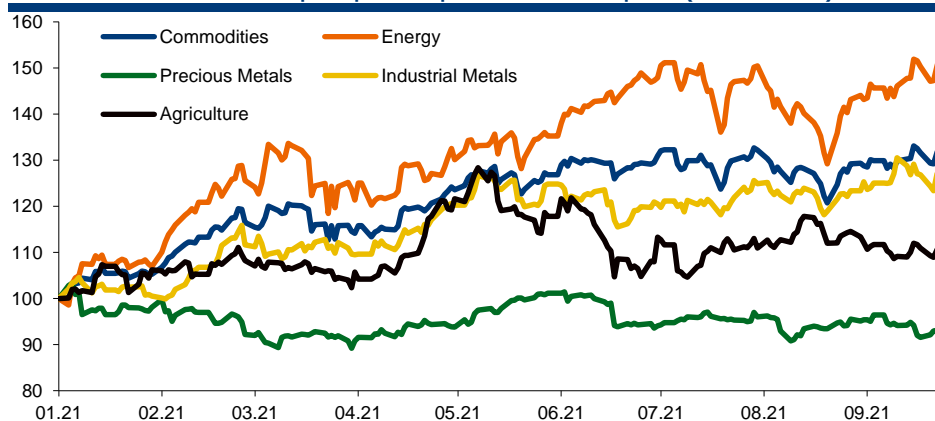
Rates, FX & Commodities  
Research

Daniela Corsini, CFA  
Economista - Materie Prime

## Materie prime: la scarsità resta un serio problema

Nonostante diversi fattori alimentino pressioni al ribasso, i prezzi della maggior parte delle materie prime sono ben sostenuti, grazie a mercati fisici tesi. La scarsità di offerta resta infatti un problema significativo in molte filiere. La mano invisibile del mercato riuscirà gradualmente a ripristinare l'equilibrio, poiché le elevate quotazioni stanno sollecitando una risposta sul fronte dell'offerta, mentre l'erosione della domanda e i progressi tecnologici potrebbero frenare i consumi di alcune materie prime. Tuttavia, questi processi di adeguamento richiederanno tempo e dovremo prepararci a quotazioni delle materie prime che si mantengano su livelli superiori alla media a cinque anni per un periodo prolungato.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'estate 2021 è stata ricca di sorprese. In primo luogo, la diffusione della variante Delta del virus, più contagiosa, ha reso necessarie nuove chiusure in diversi Paesi e ha rallentato la ripresa economica.

In secondo luogo, lo scenario macroeconomico ha evidenziato alcuni segnali di debolezza, dovuti sia a colli di bottiglia logistici, che hanno rallentato l'attività delle filiere produttive globali, sia a un temporaneo aumento dell'inflazione, che ha acuito i timori dei mercati finanziari riguardo le tempistiche del tapering della Fed. In particolare, l'incertezza sulla prossima adozione di politiche monetarie più restrittive e un rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese hanno rappresentato ostacoli per molte materie prime.

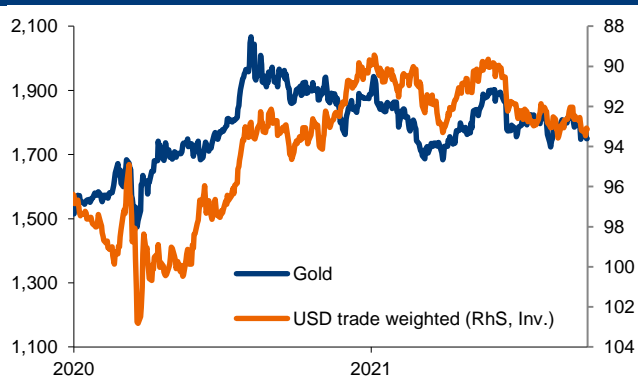
In terzo luogo, in Cina le Autorità hanno portato avanti le preannunciate riforme volte a raffreddare i mercati del credito e il settore immobiliare e a ridurre l'inquinamento atmosferico. Le misure adottate hanno avuto un diretto impatto negativo sulla crescita cinese – evidenziato da un rallentamento superiore alle attese nei dati di produzione industriale e negli indici PMI – e, di conseguenza, sulla domanda cinese di materie prime. L'adozione di misure restrittive che hanno interessato interi settori e l'imposizione di regolamenti ad hoc da parte delle Autorità per far fronte a problemi specifici hanno avuto un impatto estremamente negativo anche sui mercati finanziari, spaventati dall'intervento del governo e dall'incertezza riguardo future decisioni dettate dalla politica.

Nel nostro scenario di base, il recente indebolimento della congiuntura macroeconomica globale dovrebbe avere natura transitoria e, in futuro, la crescita dovrebbe consolidarsi. Per questo motivo manteniamo sostanzialmente stabile la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine su energia e metalli industriali. Nonostante diversi fattori alimentino pressioni al ribasso, i prezzi della maggior parte delle materie prime sono ben sostenuti grazie a mercati fisici tesi. Infatti, la scarsità di offerta resta un problema significativo in molte filiere collegate a energia,

materie prime agricole e metalli industriali. La mano invisibile del mercato riuscirà gradualmente a ripristinare l'equilibrio, poché le quotazioni elevate stanno sollecitando una risposta sul fronte dell'offerta, mentre l'erosione della domanda e i progressi tecnologici potrebbero frenare i consumi di alcune materie prime. Tuttavia, questi processi di adeguamento richiederanno tempo e dovremmo prepararci a quotazioni delle materie prime che si mantengano su livelli superiori alla media a cinque anni per un periodo prolungato.

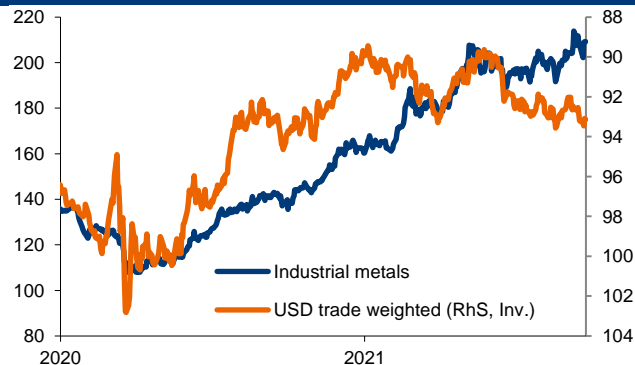
Tra i principali ostacoli che potrebbero determinare una revisione al ribasso delle nostre stime di crescita economica e, di conseguenza, delle nostre previsioni sui prezzi delle materie prime nella prossima nota trimestrale, sottolineiamo: timori epidemiologici legati a bassi tassi di vaccinazione in diversi Paesi; prezzi di gas ed energia eccezionalmente elevati; colli di bottiglia che continuano ad influenzare produzione industriale e flussi logistici; rischi finanziari legati all'adozione di politiche monetarie più restrittive e alle riforme di mercato in atto in Cina; imprevedibili dinamiche meteorologiche legate a cambiamento climatico e riscaldamento globale, che potrebbero creare condizioni eccezionali sui mercati fisici, alimentare volatilità sui mercati finanziari e sospingere le quotazioni delle materie prime verso nuovi record.

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



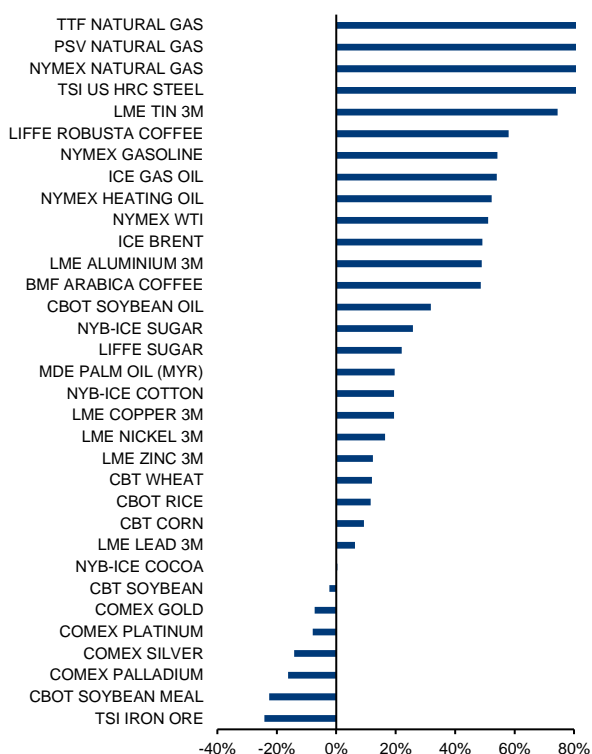
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



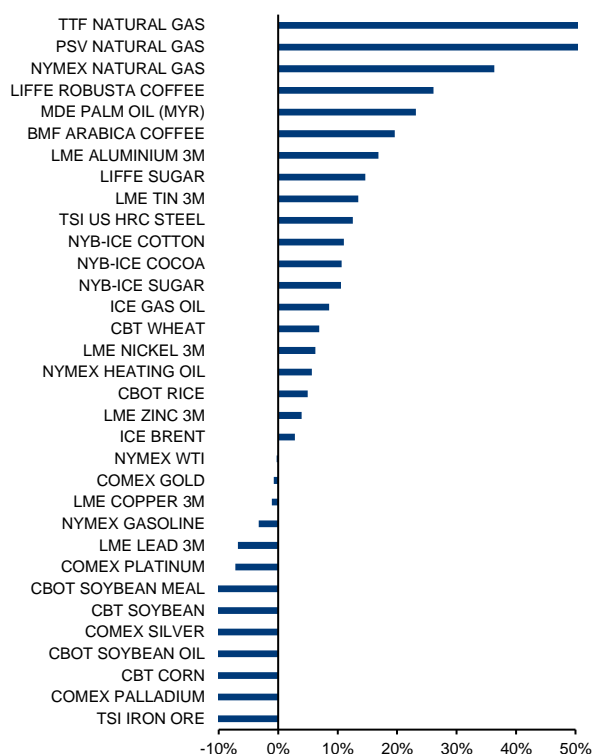
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## 2021, rendimenti da inizio anno al 23.09.2021



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Rendimenti da inizio trimestre al 23.09.2021



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Previsioni per l'universo delle materie prime

**Petrolio.** Il mercato mondiale del petrolio dovrebbe attestarsi a un livello vicino all'equilibrio nel 4° trimestre 2021 e nel 1° trimestre 2022, per poi tornare in surplus nel 2022. Tuttavia, restiamo cautamente positivi sulle quotazioni, e ci attendiamo un moderato potenziale di crescita per il petrolio Brent, a fronte di uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà sostenuta dal ritorno della crescita economica mondiale a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa di scambi commerciali e viaggi.

**Mercati energetici.** In Europa, i prezzi dell'energia dovrebbero rimanere elevati sia nel 4° trimestre 2021 che nel 2022, a fronte di un aumento del prezzo dei diritti di emissione e di costi eccezionalmente elevati degli input produttivi, in particolar modo gas naturale e carbone. Inoltre, depositi di gas notevolmente più vuoti rispetto alla media stagionale destano dubbi sulla stabilità del sistema nell'eventualità di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda di gas per riscaldamento.

**Metalli preziosi.** Nei mesi scorsi i prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione, dovuta al rafforzamento del dollaro americano e alle aspettative di un imminente tapering da parte della Federal Reserve. Nei prossimi mesi, l'adozione di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa potrebbe erodere ulteriormente il supporto per oro e argento.

**Metalli industriali.** Nel nostro scenario di base, il recente peggioramento del contesto economico globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi. Per questo motivo, manteniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali. Tenendo conto dell'attesa crescita della domanda nei principali settori di applicazione e dei vincoli che gravano sulla crescita dell'offerta, i metalli non ferrosi dovrebbero sovraperformare ferro e acciaio.

**Merci agricole.** I prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire nei prossimi mesi, a fronte di mercati progressivamente meno tesi. Tuttavia, i timori legati alle condizioni meteorologiche restano in primo piano e potrebbero alimentare volatilità a causa di più gravi e meno prevedibili impatto di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore agroalimentare.

**Previsioni di prezzo per le principali materie prime in valuta di quotazione, scenario di base**

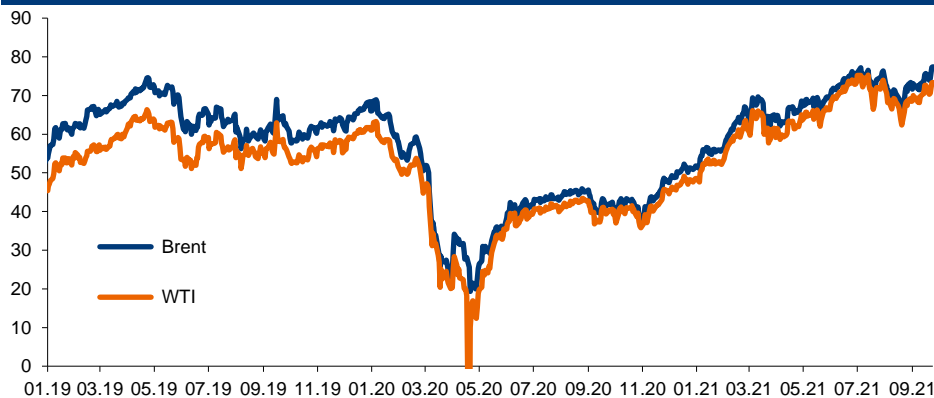
<b>Al 20.09.2021</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
ICE BRENT	73.0	74.0	75.0	69.0	75.0	76.0	78.0
NYMEX WTI	71.0	72.0	73.0	66.5	73.0	74.0	76.0
NYMEX NATURAL GAS	4.5	4.0	3.9	3.7	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	24.0	19.0	15.0	15.2	15.6	14.0	13.0
TTF NATURAL GAS	60.0	50.0	37.0	37.8	38.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	60.5	50.5	37.5	38.2	38.8	32.3	29.2
PUN	124.0	112.0	105.0	93.0	100.0	94.0	92.0
EEX Power	110.0	98.0	91.0	80.7	90.0	86.0	85.0
EUA	64.0	66.0	68.0	52.4	68.0	70.0	72.0
LBMA GOLD	1,740	1,720	1,700	1,780	1,700	1,650	1,600
LBMA SILVER	24.0	24.0	24.0	25.2	24.0	23.0	22.0
LBMA PLATINUM	975	1,000	1,000	1,085	1,000	1,020	1,040
LBMA PALLADIUM	2,050	2,100	2,100	2,435	2,100	2,150	2,200
LME COPPER 3M	9,500	9,700	10,200	9,290	10,150	10,300	10,450
LME ALUMINIUM 3M	2,800	2,750	2,800	2,490	2,800	2,850	2,900
LME NICKEL 3M	19,400	19,500	19,600	18,400	19,650	20,200	20,600
LME ZINC 3M	3,100	3,200	3,250	2,960	3,250	3,300	3,350
LME LEAD 3M	2,300	2,300	2,320	2,190	2,320	2,340	2,360
LME TIN 3M	34,000	34,000	34,250	30,110	34,250	34,500	34,750
SGX IRON ORE	105	105	100	160	100	95	90
TSI U.S. HRC STEEL	1,800	1,750	1,700	1,610	1,700	1,650	1,600
CME HRC NWE	1,100	1,020	1,000	1,010	1,000	980	960
LME HRC FOB China	900	880	840	850	840	800	760
LME REBAR	680	620	600	680	600	580	550
LME SCRAP	440	410	400	460	400	390	380
CBT CORN	520	520	520	570	515	500	480
CBT WHEAT	680	665	650	680	645	610	590
CBT SOYBEAN	1,250	1,245	1,240	1,370	1,230	1,200	1,180
NYB-ICE ARABICA COFFEE	170	163	156	156	157	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,800	1,725	1,650	1,640	1,645	1,550	1,480
ICE SUGAR	450	440	430	456	430	415	405
NYB-ICE SUGAR	17.5	16.9	16.3	17.4	16.3	15.5	15.0
CBT SOYBEAN MEAL	340	333	325	380	325	315	305
CBT SOYBEAN OIL	60.0	58.5	57.0	58	57.0	54.0	52.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Petrolio: positivi, con cautela

Il mercato mondiale del petrolio dovrebbe attestarsi vicino all'equilibrio nel 4° trimestre 2021 e nel 1° trimestre 2022, per poi tornare in surplus nel 2022. Tuttavia, restiamo cautamente positivi sulle quotazioni e ci attendiamo un moderato potenziale di crescita per il petrolio Brent, a fronte di uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà sostenuta dal ritorno della crescita economica mondiale a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa di scambi commerciali e trasporti.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Durante l'estate, i fondamentali del petrolio sono rimasti tesi. Il mercato mondiale si conferma in deficit, grazie alla ripresa dei consumi e alle limitazioni dell'offerta a livello globale: i produttori OPEC+ mantengono un rigido controllo sulla loro produzione complessiva, mentre i produttori statunitensi sono stati penalizzati da chiusure prolungate dovute a un'intensa stagione degli uragani e restano concentrati su un attento controllo dei costi, preferendo incrementare i dividendi rispetto ai volumi. Pertanto, nonostante l'aumento dei prezzi medi del greggio, l'offerta statunitense non è tornata ai livelli pre-pandemici e non dovrebbe riavvicinarsi ai massimi storici nel prossimo futuro.

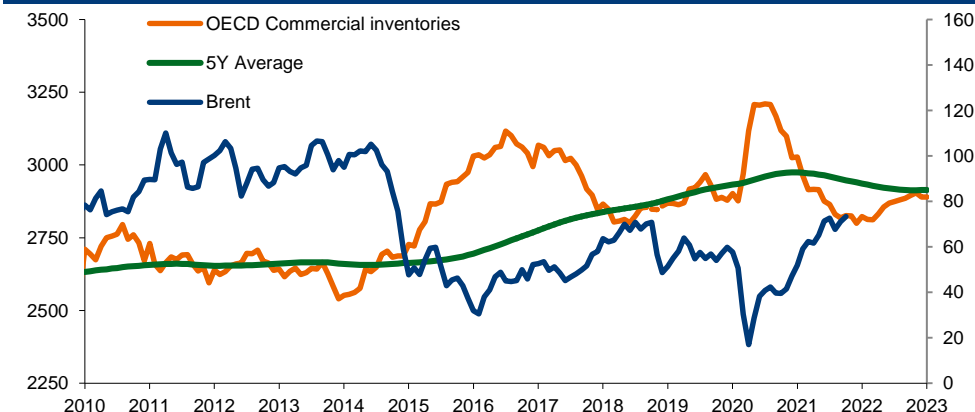
### Produzione di petrolio negli Stati Uniti in mb/g, secondo i dati storici e le stime della U.S. EIA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

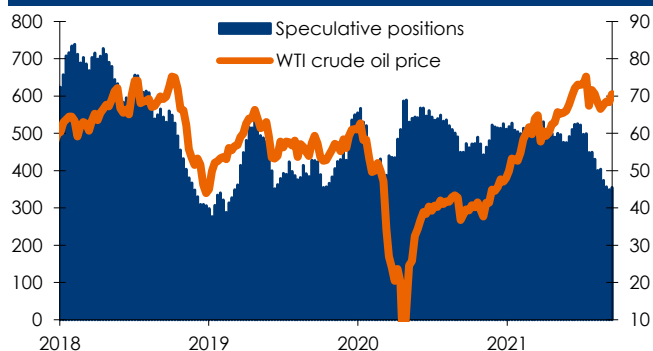
Il persistente deficit di mercato ha consentito una prolungata erosione delle scorte di greggio e prodotti petroliferi nei Paesi OCSE e ha mantenuto in backwardation le curve forward del petrolio.

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



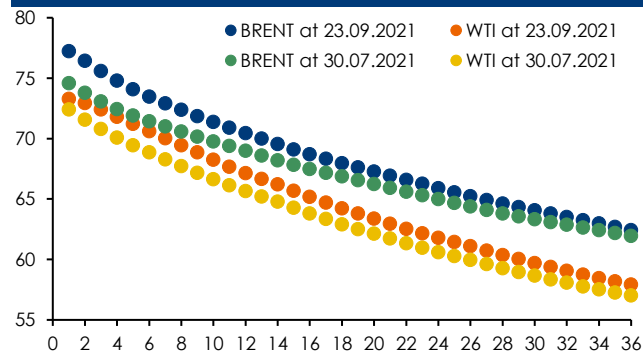
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### Brent e WTI, curva forward



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nonostante l'attuale deficit sui mercati fisici, i mercati finanziari hanno mostrato minore interesse per il petrolio, poiché nei mesi scorsi gli investitori si sono concentrati su dati macroeconomici che si sono rivelati più deboli delle attese a fronte di significativi rischi epidemiologici causati dalla diffusione della variante Delta del Covid-19. Infatti, secondo i dati pubblicati dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), nel 2021 money manager e hedge fund hanno ridotto le loro posizioni nette lunghe (o posizioni speculative) sul WTI nonostante il forte aumento dei prezzi e la persistente backwardation della curva forward.

I timori macroeconomici ed epidemiologici non sono gli unici motivi alla base della prudenza degli investitori. In effetti, le stime di consenso indicano che i fondamentali di domanda e offerta registreranno un probabile peggioramento nei prossimi 6-9 mesi, poiché l'offerta globale di petrolio appare destinata a crescere molto più rapidamente rispetto alla domanda.

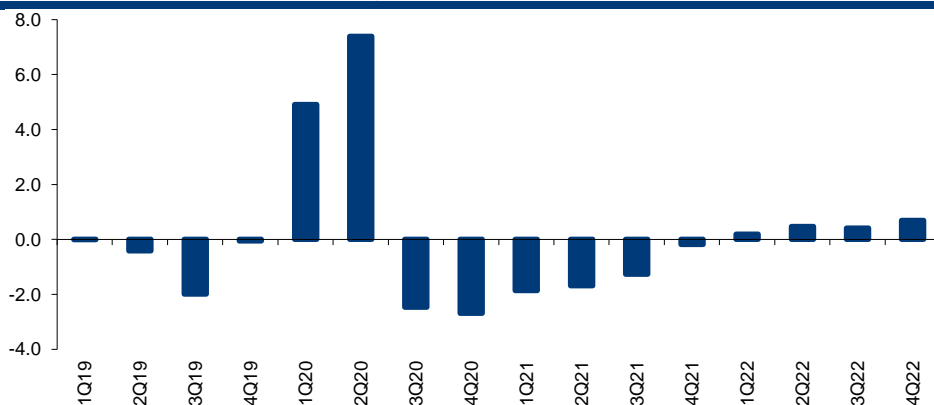
Ad esempio, secondo le previsioni della U.S. Energy Information Administration (EIA) contenute nello Short-Term Energy Outlook (STEO) pubblicato a settembre, dopo un surplus di 1,8 mb/g nel 2020, il mercato mondiale dovrebbe registrare un deficit di circa 1,2 mb/g nel 2021 (dato rivisto al ribasso rispetto al deficit di 1,3 mb/g previsto ad agosto, ma molto più elevato rispetto al deficit di 0,8 mb/g previsto a giugno) e potrebbe registrare un surplus di ben 0,4 mb/g nel 2022 (dato rivisto al ribasso rispetto al surplus di 0,5 mb/g stimato ad agosto e a giugno).

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

September 2021 in mb/d	Global Demand	Non-OPEC Supply	U.S. Output	OPEC LNG Supply	OPEC Crude Supply	Call on OPEC crude*	Market Balance**
2020	92.4	63.5	11.3	5.1	25.6	23.8	1.8
2021	97.4	64.4	11.1	5.3	26.4	27.7	-1.2
y/y change	5.0	0.9	-0.2	0.2	0.8	3.8	
2022	101.0	67.6	11.7	5.5	28.3	27.9	0.4
y/y change	3.6	3.2	0.6	0.2	1.9	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

In base al modello dell'EIA, la domanda mondiale dovrebbe registrare un aumento da 92,4 mb/g nel 2020 a 97,4 mb/g nel 2021 (+5,0 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 97,6 mb/g del mese scorso) e a 101,0 mb/g nel 2022 (+3,6 mb/g a/a, in diminuzione rispetto alla precedente previsione di 101,3 mb/g). Il consumo mondiale di petrolio dovrebbe continuare a crescere nei prossimi mesi (+1,2 mb/g t/t nel 4° trimestre 2021) ma l'OPEC+ dovrebbe aumentare la produzione di conseguenza (+1,2 mb/g t/t nel 4° trimestre 2021). Il deficit sul mercato mondiale dovrebbe quindi ridursi, a fronte dell'aumento dell'offerta non-OPEC previsto per lo stesso periodo (+1,1 mb/g t/t nel 4° trimestre 2021).

L'offerta non OPEC dovrebbe crescere da 63,5 mb/g nel 2020 a 64,4 mb/g nel 2021 (+0,9 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente previsione di 64,6 mb/g) e a 67,6 mb/g nel 2022 (+3,2 mb/g a/a, dato invariato).

La produzione statunitense dovrebbe diminuire da 11,3 mb/g nel 2020 a 11,1 mb/g nel 2021 (-0,2 mb/g a/a, dato invariato) per poi tornare nuovamente a crescere nel 2022, attestandosi a un livello medio di 11,7 mb/g (+0,6 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 11,8 mb/g) raggiungendo un picco di 12,1 mb/g nel 4° trimestre 2022. Nel 2020 gli Stati Uniti sono stati mediamente esportatori netti, con una media pari a 0,6 mb/g di esportazioni nette, ma torneranno presto a ricoprire il loro tradizionale ruolo di importatori netti, con un livello medio pari a circa 0,2 mb/g nel 2021 e 0,5 mb/g nel 2022 di importazioni. Gli Stati Uniti potrebbero tornare a essere esportatori netti di greggio e prodotti petroliferi solo nel 4° trimestre 2022, con un livello medio di esportazioni di appena 0,2 mb/g.

La produzione OPEC di greggio dovrebbe crescere da una media di 25,6 mb/g nel 2020 a 26,4 mb/g nel 2021 (+0,8 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 26,5 mb/g) e a 28,3 mb/g nel 2022 (+1,9 mb/g a/a, dato rivisto al ribasso da 28,7 mb/g). Considerando i tagli



attuali, l'eccesso di capacità produttiva dell'OPEC si attesterà probabilmente a un livello medio di 7,0 mb/g nel 2021 (+0,8 mb/g a/a) e di 5,0 mb/g nel 2022 (-2,0 mb/g a/a).

In base al modello dell'EIA, le quotazioni del Brent potrebbero raggiungere un livello medio di 68,6 dollari al barile nel 2021 (dato rivisto al ribasso dai 68,7 dollari stimati ad agosto) e di 66,0 dollari nel 2022 (dato invariato rispetto al mese scorso). Lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a un livello medio di 2,9 dollari nel 2021 (contro le precedenti stime di uno spread di 2,8 dollari) e di 3,7 dollari nel 2022 (dato invariato).

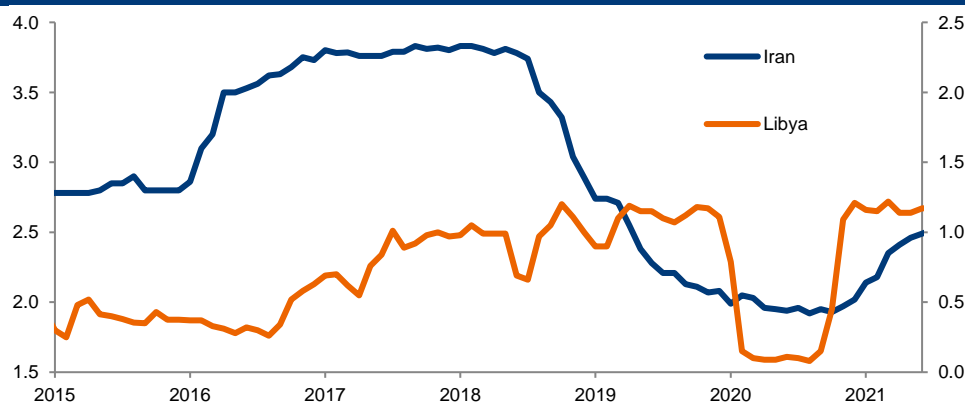
Concordiamo con l'analisi fondamentale dell'EIA e ci attendiamo un mercato mondiale vicino all'equilibrio nel 4° trimestre 2021 e nel 1° trimestre 2022, poiché a nostro avviso l'OPEC+ modulerà la produzione per soddisfare la crescita della domanda globale e proteggere le sue quote di mercato. Per il 2022 ci attendiamo un mercato in surplus e segnaliamo che l'eccesso di produzione potrebbe addirittura superare le stime dell'EIA (e attestarsi in un intervallo di 0,7-1,0 mb/g) se il ritorno del petrolio iraniano sul mercato mondiale non dovesse essere accompagnato da una corrispondente diminuzione della produzione da parte degli alleati OPEC+.

Infatti, i produttori dell'OPEC+ sono consapevoli del rischio che il mercato possa tornare in surplus nel 2022, dato il rallentamento della domanda mondiale per la progressiva normalizzazione dell'attività economica dopo lo straordinario balzo seguito ai primi mesi della crisi pandemica. Per questo motivo, a settembre molti produttori mediorientali hanno tagliato più del previsto i propri prezzi di vendita ufficiali, soprattutto verso clienti asiatici, allo scopo di migliorare la competitività dei loro greggi in previsione di uno scenario macroeconomico meno favorevole, caratterizzato da un'accelerazione dell'offerta mondiale e da un rallentamento della domanda.

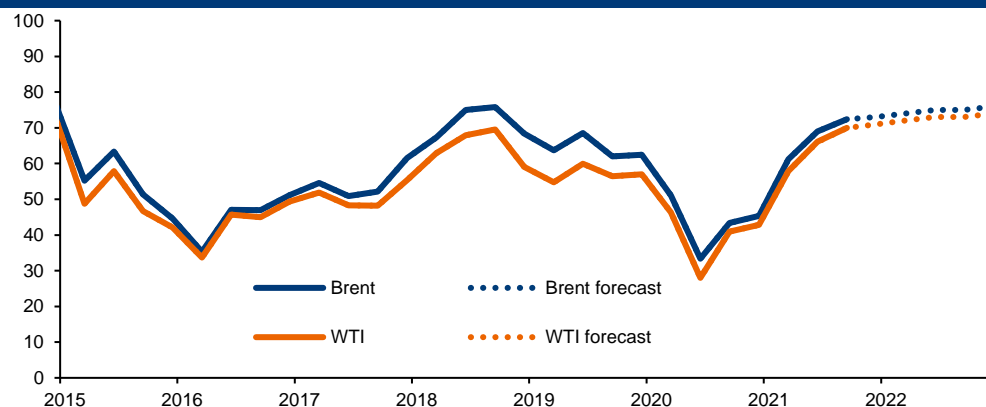
Pur concordando con l'analisi fondamentale dell'EIA, rispetto all'agenzia americana restiamo più positivi sulle quotazioni, e crediamo che sia i prezzi del Brent che quelli del WTI saranno sostenuti da uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà favorita dal ritorno della crescita economica mondiale a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa dei viaggi (soprattutto nel settore aereo). Pertanto, nel nostro scenario di base prevediamo che le quotazioni del Brent si manterranno in un intervallo di 65-82 dollari per i prossimi mesi. In media, prevediamo un livello di 69 dollari nel 2021 e di 75 dollari nel 2022. Confermiamo la nostra previsione di uno spread medio tra WTI e Brent di circa 2 dollari per i prossimi anni.

Riteniamo che i rischi geopolitici rappresentino la principale minaccia per le nostre previsioni: un ritorno indisciplinato del petrolio iraniano sui mercati mondiali o il fallimento dell'attuale 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

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

Al 20.09.2021	4Q21	1Q22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	73.0	74.0	69.0	75.0	76.0	78.0
Mediana, Bloomberg	70.9	70.0	68.5	66.9	66.5	71.2
Curva Forward	73.4	71.5	70.3	69.7	65.5	62.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Stime di Prezzo per il petrolio WTI in valuta di quotazione, scenario di base**

Al 20.09.2021	4Q21	1Q22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	71.0	72.0	66.5	73.0	74.0	74.0
Mediana, Bloomberg	68.0	67.0	65.7	63.5	65.5	68.7
Curva Forward	70.9	69.3	66.2	67.0	61.7	57.8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Mercati energetici: l'inverno sta arrivando

In Europa, depositi di gas notevolmente più vuoti rispetto alla media stagionale destano dubbi sulla stabilità del sistema nell'eventualità di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda di gas per riscaldamento.

I mercati di gas naturale ed energia stanno attraversando una crisi senza precedenti, causata da una lunga serie di eventi eccezionali:

- In tutte le principali regioni consumatrici, le avverse condizioni meteorologiche registrate nella stagione invernale 2020/21 hanno inasprito la concorrenza globale per il gas naturale liquefatto (GNL) e hanno portato a scorte di gas naturale estremamente basse all'avvio della stagione delle iniezioni.
- Successivamente, le ondate di freddo eccezionale che si sono abbattute in primavera su Nordamerica ed Europa hanno alimentato una persistentemente elevata domanda di gas per riscaldamento, limitando le immissioni e ampliando il deficit di scorte rispetto alla media stagionale. Il prezzo del GNL è aumentato rapidamente e costantemente, trainato sia dalla necessità di ricostituire scorte prima del picco estivo della domanda, soprattutto in Europa e Asia, sia dalle pressioni esercitate dai governi per ridurre le emissioni clima-alteranti e favorire fonti energetiche più pulite, quali gas o GNL, scoraggiando, quando possibile, il ricorso a fonti più inquinanti, quali olio combustibile o carbone.
- Anche i mesi estivi sono stati eccezionali: in Europa, livelli insolitamente bassi di generazione da eolico e fotovoltaico hanno spesso limitato il contributo delle rinnovabili alla produzione di energia; i flussi di gas provenienti da Norvegia e Russia sono stati inferiori al solito a fronte di un'intensa stagione delle manutenzioni e della decisione di Gazprom di evitare il ricorso a maggiore capacità flessibile offerta alle aste mensili per i volumi in transito attraverso l'Ucraina; frequenti interruzioni inattese nelle spedizioni di GNL ne hanno limitato l'offerta. Un'intensa stagione degli uragani ha esacerbato i timori legati alle forniture, poiché l'uragano Ida e la tempesta tropicale Nicholas hanno costretto ad un prolungato blocco di piattaforme e infrastrutture nel Golfo del Messico.

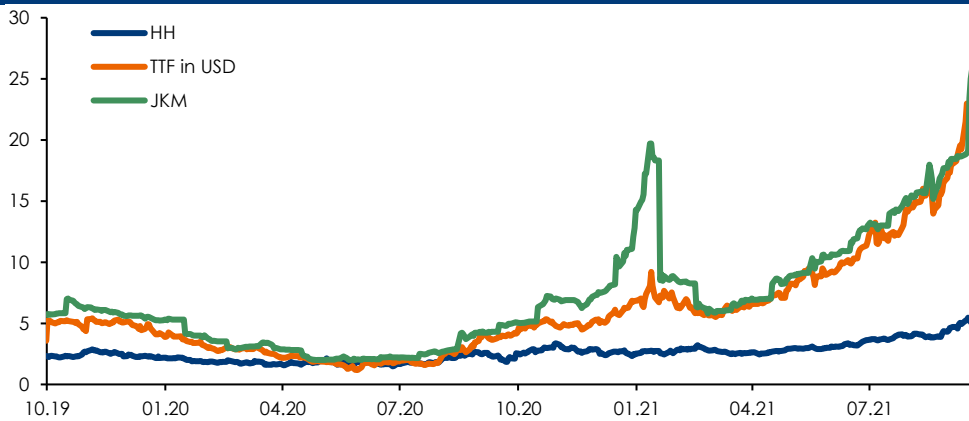
Dopo diversi mesi di avverse condizioni meteorologiche e limitazioni dell'offerta per frequenti interruzioni inattese nella produzione di gas, nelle spedizioni di GNL e nei flussi attraverso gasdotti, le scorte di gas europee sono scese ben al di sotto della media stagionale. Secondo i dati pubblicati da Gas Infrastructure Europe, a metà settembre, soltanto due settimane prima dell'inizio del nuovo anno gas, gli stoccaggi europei raggiungevano appena il 71% della capacità rispetto a una media stagionale a 5 anni dell'87% (dati al 15 settembre).

Gli analisti concordano nell'affermare che depositi di gas notevolmente più vuoti rispetto alla media stagionale destano perplessità sulla stabilità del sistema europeo nell'eventualità di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda di gas per riscaldamento. A nostro avviso, anche un inverno "normale", ovvero con un numero di heating degree days vicino alla media stagionale, potrebbe creare notevoli criticità alle infrastrutture europee, erodendo i livelli di stoccaggio fino a nuovi minimi prima dell'avvio della successiva 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 prima della stagione invernale 2022-23.

La natura eccezionale del periodo che stiamo attraversando risulta evidente nel grafico riportato qui sotto. A settembre, il prezzo del gas naturale TTF, il benchmark europeo, era sensibilmente più elevato del GNL consegnato in Asia, un chiaro segnale della preoccupante scarsità che caratterizza i mercati europei, ed era quasi tre volte più caro rispetto al picco di gennaio 2021, quando nell'emisfero boreale la domanda di riscaldamento ha toccato i massimi per eccezionali ondate di freddo innescate da un evento di Sudden Stratospheric Warming (SSW) e dalla conseguente interruzione del vortice polare artico.

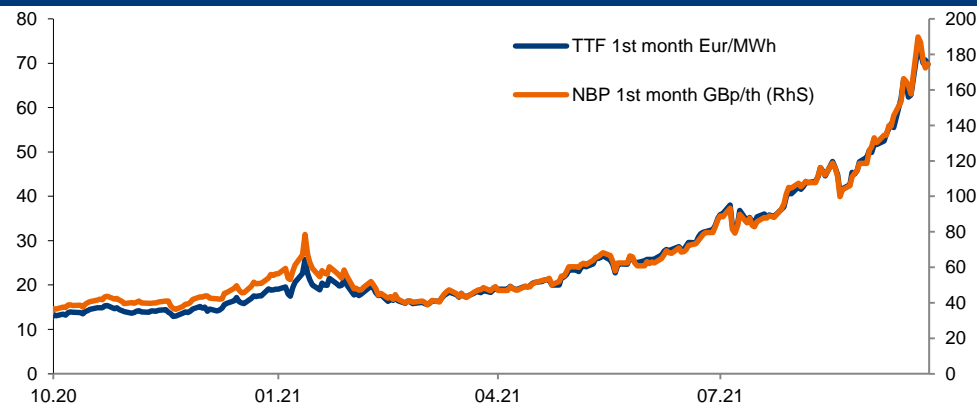
Il grafico evidenzia inoltre la stretta connessione tra il mercato europeo e quello dell'Asia settentrionale, mentre il mercato statunitense è meno influenzato dalle dinamiche internazionali. Infatti, un'adeguata produzione domestica negli Stati Uniti ha contribuito a limitare l'aumento del prezzo del gas naturale Henry Hub fino ad agosto (quando gli uragani hanno bloccato la produzione di gas e petrolio lungo l'intera Costa del Golfo), nonostante la solida domanda di esportazioni di GNL stia mantenendo le scorte domestiche inferiori alla media a cinque anni.

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



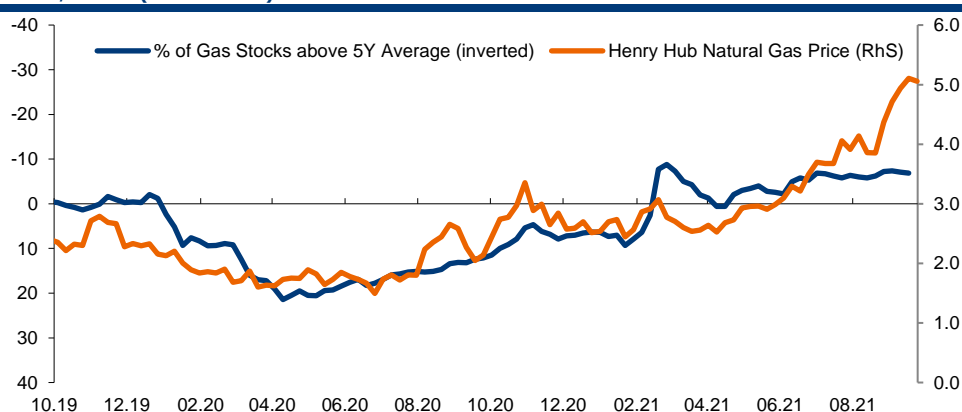
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

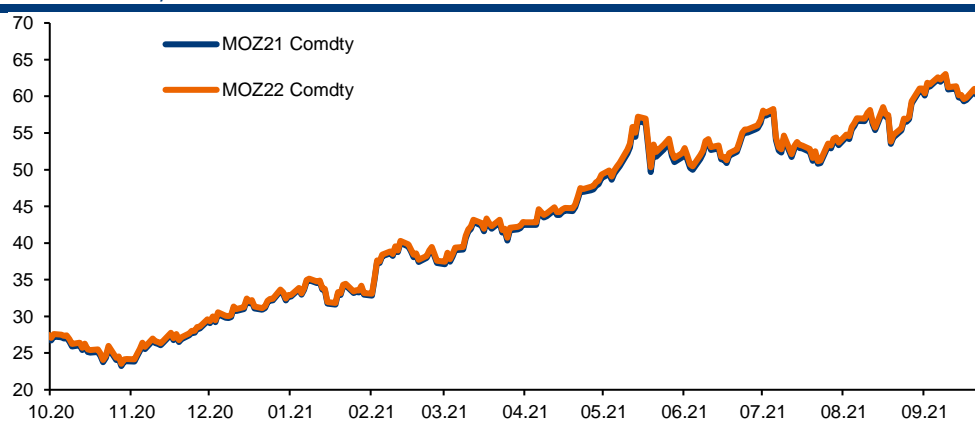
### Scorte statunitensi di gas, percentuale al di sopra della media a 5 anni, vs. prezzo del gas Henry Hub in USD/MMBtu (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

In tutte le regioni, il prezzo dell'energia è stato spinto al rialzo dal recente aumento dei costi di produzione. In particolare, il prezzo dell'energia in Europa ha toccato nuovi massimi storici, guidato da prezzi record di gas naturale, carbone e diritti di emissione. In particolare, il prezzo dei diritti di emissione (contratti futures EUA) sta aumentando sia per l'introduzione di regolamenti più rigorosi con il pacchetto climatico "Fit for 55", sia per una crescita superiore al previsto delle emissioni, dovuta ad un maggiore ricorso al carbone nella produzione di energia elettrica.

### Prezzi EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Secondo le nostre previsioni, in Europa e Asia i prezzi dell'energia elettrica dovrebbero mantenersi 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 in risposta ai prezzi elevati; e dovremmo assistere 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 in Europa resteranno eccezionalmente elevati sia nel 4° trimestre 2021 che all'inizio del 2022 per le persistenti limitazioni all'offerta di gas. Secondo le nostre previsioni, il contratto sul primo mese per il gas naturale TTF potrebbe mantenersi all'interno di un intervallo di 50-85 euro/MWh nei mesi invernali, per poi scendere in un intervallo di 25-40 euro/MWh grazie all'atteso recupero nell'offerta di gas e GNL. In particolare, il gasdotto Nord Stream 2 dovrebbe finalmente avviare le prime spedizioni commerciali di gas verso l'Europa, migliorando la sicurezza di approvvigionamento per i flussi dalla Russia, anche se sono ancora

incerte le tempistiche dell'approvazione finale. Prevediamo un contributo significativo da 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.

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

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

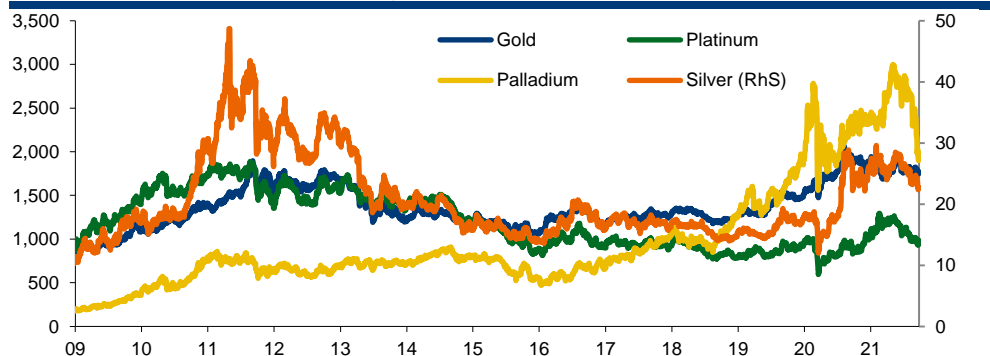
Al 20.09.2021	4Q21	1Q22	2Q22	2021	2022	2023	2024
ICE BRENT	73.0	74.0	75.0	69.0	75.0	76.0	78.0
NYMEX WTI	71.0	72.0	73.0	66.5	73.0	74.0	76.0
NYMEX NATURAL GAS	4.5	4.0	3.9	3.7	3.9	3.8	3.7
JKM LNG	24.0	19.0	15.0	15.2	15.6	14.0	13.0
TTF NATURAL GAS	60.0	50.0	37.0	37.8	38.3	32.0	29.0
PSV NATURAL GAS	60.5	50.5	37.5	38.2	38.8	32.3	29.2
PUN	124.0	112.0	105.0	93.0	100.0	94.0	92.0
EEX Power	110.0	98.0	91.0	80.7	90.0	86.0	85.0
EUA	64.0	66.0	68.0	52.4	68.0	70.0	72.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: occhi puntati sul tapering

I prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione spiegata dal rafforzamento del dollaro americano e dalle aspettative di un imminente tapering da parte della Federal Reserve. Nei prossimi mesi, l'adozione di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa potrebbe erodere ulteriormente il supporto di oro e argento.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nei mesi scorsi i prezzi dei metalli preziosi hanno registrato una diminuzione per il rafforzamento del dollaro americano e le aspettative di un'imminente riduzione degli acquisti obbligazionari da parte della Federal Reserve. Inoltre, il consolidamento della crescita economica mondiale, le aspettative di pressioni inflazionistiche solo transitorie e l'avanzamento delle campagne vaccinali hanno limitato la domanda di investimento in beni rifugio quali oro e argento, favorendo la riduzione delle posizioni in ETF aventi oro fisico come sottostante, che hanno quindi tagliato le esposizioni sul metallo giallo.

Anche platino e palladio hanno subito un brusco ritracciamento, poiché la scarsità di semiconduttori sta avendo un impatto negativo più grave del previsto sulla produzione globale di veicoli. Inoltre, diversi produttori automobilistici hanno rivisto al ribasso le loro stime di produzione, alimentando il pessimismo sui mercati finanziari e destando dubbi sulla futura crescita dei consumi di platino e palladio in questo settore.

Per i prossimi mesi ci attendiamo che entrambi i metalli possano parzialmente recuperare le recenti perdite poiché nel corso del prossimo anno sia la produzione globale di autoveicoli sia la domanda di metalli del gruppo del platino (PGM) dovrebbero registrare un'accelerazione grazie al graduale allentamento della crisi dei semiconduttori.

Per contro, restiamo meno ottimisti sulle prospettive di oro e argento, poiché riteniamo che il rafforzamento del dollaro americano e l'adozione di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa potrebbero erodere ulteriormente il sostegno per i due metalli.

### Oro

Secondo gli ultimi dati pubblicati dal World Gold Council (WGC) i mercati finanziari stanno perdendo interesse per l'oro a causa dell'imminente avvio del tapering da parte della Fed. Infatti, nell'ultimo anno il contributo degli ETF alla domanda di oro è crollato: nel 2° trimestre 2020 rappresentava il 40% della domanda globale, mentre nel 2° trimestre 2021 copriva appena il 4% del consumo mondiale, assorbendo quindi un volume di metallo addirittura inferiore a quello del settore industriale, che normalmente rappresenta la componente meno importante.

Per contro, tutte le altre componenti della domanda di oro hanno registrato un aumento grazie a diversi fattori: la ripresa della crescita economica mondiale ha spinto al rialzo il consumo di oro

in gioielleria e tecnologia; i rischi di inflazione e l'incertezza sull'andamento dell'epidemia di coronavirus hanno alimentato la domanda di lingotti e monete; la rinnovata spinta verso la diversificazione delle riserve valutarie ha sostenuto la domanda di oro nel settore ufficiale. Infatti, nel 2° trimestre 2021 gli acquisti di oro da parte delle banche centrali sono cresciuti di oltre il 200% a/a e hanno rappresentato circa il 20% della domanda complessiva.

#### Stime del World Gold Council per il 2° trimestre 2020 e il 2° trimestre 2021, in tonnellate

	2Q20	% on the total	2Q21	% on the total	y/y growth
Total gold demand, in tons	961		955		-1%
Jewellery	245	23%	391	36%	60%
Bars and coin	157	15%	244	22%	56%
ETFs	428	40%	41	4%	-90%
Central banks	64	6%	200	18%	214%
Technology	68	6%	80	7%	17%
Total gold supply, in tons	1,039		1,172		13%
Mine production	794	72%	924	87%	16%
Net producer hedging	-37	-3%	-29	-3%	-22%
Recycled gold	282	25%	277	26%	-2%

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati World Gold Council

Considerando le attese di politiche monetarie più restrittive e di consolidamento della crescita globale, nei prossimi trimestri le componenti non finanziarie della domanda di oro dovrebbero estendere i rialzi, grazie al probabile incremento degli acquisti in gioielleria, tecnologia e nel settore ufficiale. Per contro, gli ETF aventi oro fisico come sottostante potrebbero soffrire ulteriori deflussi, soprattutto se le pressioni inflazionistiche dovessero rivelarsi transitorie.

Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'oro di circa 1.740 dollari nel 4° trimestre 2021 e una possibile diminuzione intorno a una media di 1.700 dollari nel 2022. Nonostante lo sfavorevole scenario monetario, continuiamo a ritenere che la domanda di oro, soprattutto nel settore gioielleria, possa essere sostenuta dalla crescita globale e da una serie di rischi che pesano sullo scenario macroeconomico, inclusa la minaccia di pressioni inflazionistiche e rischi epidemiologici. Inoltre, tutte le principali banche centrali stanno cercando di mantenere una strategia di comunicazione basata sulla trasparenza per limitare le sorprese negative e, di conseguenza, la volatilità sui mercati finanziari. Pertanto, possiamo ritenere che l'oro abbia probabilmente scontato la maggior parte del futuro sentiero verso politiche monetarie più restrittive.

Tuttavia, i rischi al ribasso restano significativi e le quotazioni dell'oro potrebbero subire un'ulteriore flessione in caso di ravvivati timori riguardo una politica monetaria statunitense più restrittiva del previsto, un rafforzamento del dollaro superiore alle attese e la minaccia di un brusco repricing dei Treasury. Nel medio termine, consideriamo il livello di 1.680 dollari come principale supporto. In caso di rottura, i successivi supporti sono vicini a 1.570 e 1.400 dollari.

## Argento

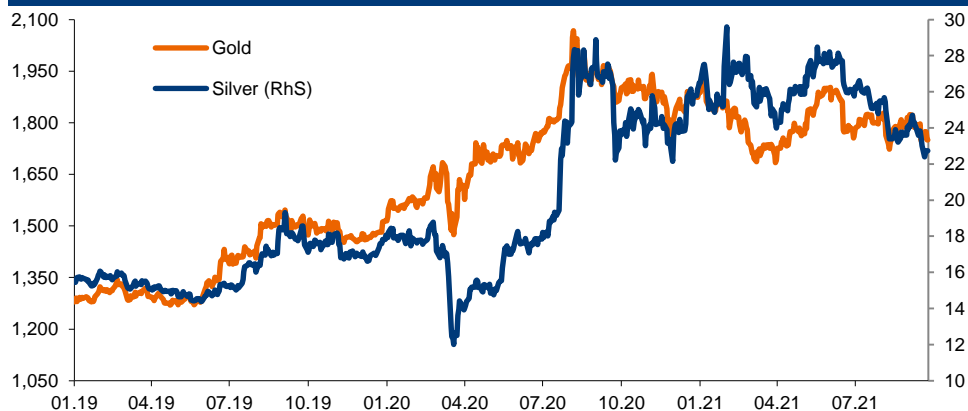
Nel nostro modello di base, prevediamo una quotazione media dell'argento di circa 24 dollari l'oncia sia per il 4° trimestre 2021 che per il 2022. Pertanto, dopo il raggiungimento del principale supporto a 22 dollari, ci attendiamo ora una moderata ripresa. Infatti, a nostro avviso le pressioni ribassiste sono state eccessive rispetto ai fondamentali del metallo, che restano solidi grazie alle aspettative di un aumento della domanda globale, soprattutto relativa alle tecnologie verdi, a fronte di limiti all'offerta nel settore estrattivo.

Tuttavia, finora l'argento non è stato abbastanza forte da potersi decorrelare dall'oro per un periodo di tempo prolungato e probabilmente è destinato a perdere ulteriormente terreno nei prossimi anni, seguendo l'andamento dell'oro.



Dopo aver raggiunto un picco a marzo 2020, nei prossimi anni il rapporto tra oro e argento dovrebbe quindi oscillare vicino alla sua media di lungo termine, seguendo la correlazione positiva tra i due metalli.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Rapporto oro/argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

#### Platino and palladio

Nel primo semestre, platino e palladio hanno sovraperformato gli altri metalli preziosi grazie a ottimistiche previsioni sulla ripresa economica mondiale e alla forte domanda nel settore automobilistico. In effetti, i produttori di autoveicoli hanno rapidamente incrementato gli acquisti di metalli del gruppo del platino (PGM) per rifornire i magazzini e soddisfare i nuovi ordinativi, nonostante i primi segnali di crisi nelle filiere produttive dovuti alla carenza di semiconduttori.

Successivamente, con il passare del tempo e il consolidamento della ripresa mondiale, la sarsità 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 nel settore automobilistico di PGM si è drasticamente ridotta. Diversi produttori automobilistici hanno rivisto al ribasso le proprie previsioni di output, alimentando il pessimismo sui mercati finanziari e dubbi sulla futura crescita del consumo di platino e palladio nel settore.

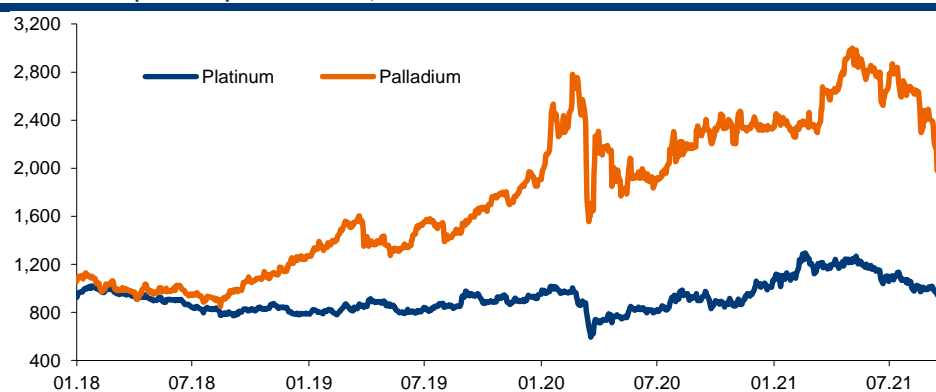
Data la persistente incertezza su quando si allenterà la crisi dei semiconduttori, abbiamo rivisto al ribasso sia le nostre stime di domanda sia le previsioni di prezzo per palladio e platino. Infatti,

riteniamo che nel breve termine i produttori di autoveicoli siano ben forniti e crediamo che i bassi prezzi non saranno sufficienti ad attrarre i consumatori, a causa delle stime incerte (nel migliore dei casi) o negative (nel peggiore dei casi) sulla futura produzione di veicoli. Inoltre, i 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 4° trimestre del 2021 ipotizziamo attualmente un prezzo medio di 975 dollari l'oncia per il platino e di 2.050 dollari l'oncia per il palladio. A nostro avviso il platino è ben sostenuto al di sopra del suo supporto di 900 dollari e il palladio al di sopra del suo supporto di 1.800 dollari.

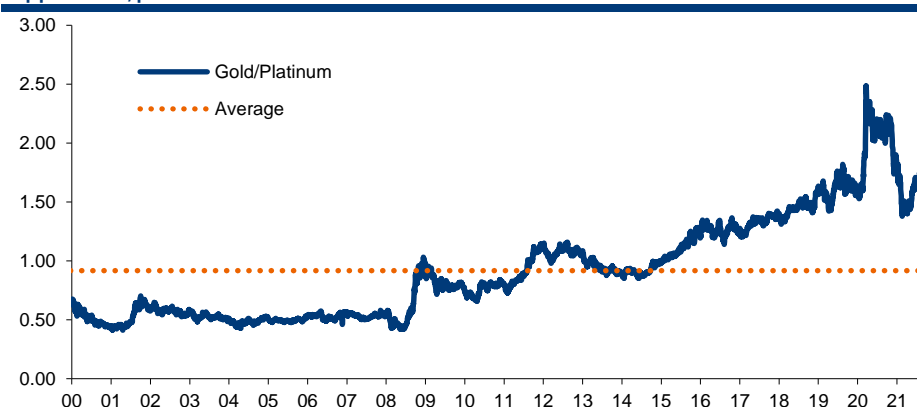
Per i prossimi trimestri, ci attendiamo ancora che entrambi i metalli possano recuperare parte delle recenti perdite poiché sia la produzione di autoveicoli sia la domanda globale di PGM dovrebbero in futuro registrare un'accelerazione, a fronte di un graduale allentamento della crisi dei semiconduttori. Tuttavia, vediamo ora un minore potenziale di crescita a causa di una più efficiente risposta dell'offerta. Secondo le nostre previsioni, nel 2022 le quotazioni potrebbero raggiungere un livello medio vicino a 1.000 dollari per il platino e 2.100 dollari per il palladio.

#### 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**

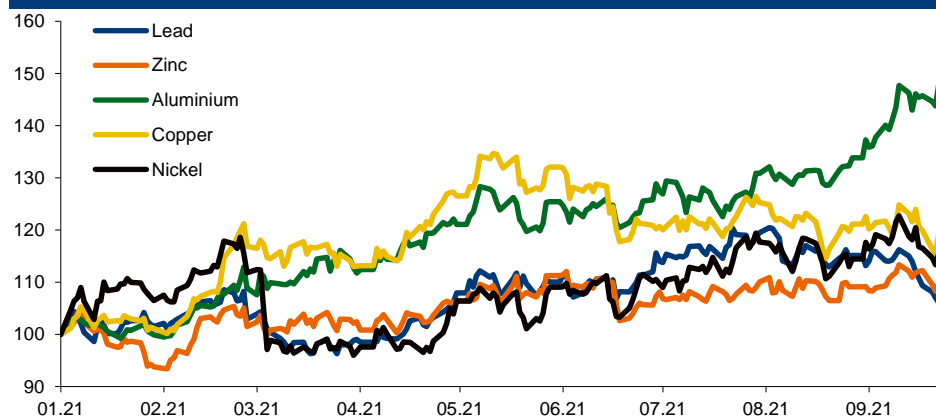
Al 20.09.2021	4Q21	1Q22	2Q22	2021	2022	2023	2024
LBMA GOLD	1,740	1,720	1,700	1,782	1,700	1,650	1,600
LBMA SILVER	24.0	24.0	24.0	25.2	24.0	23.0	22.0
LBMA PLATINUM	975	1,000	1,000	1,084	1,000	1,020	1,040
LBMA PALLADIUM	2,050	2,100	2,100	2,435	2,100	2,150	2,200

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: ancora bullish, nonostante difficoltà nel breve termine

Nel nostro scenario di base, il recente peggioramento del contesto economico globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi in futuro. Per questo motivo, confermiamo la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali.

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



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel trimestre in corso il complesso dei metalli industriali ha esteso i rialzi conseguiti nei trimestri precedenti. Tuttavia, sinora soltanto l'alluminio è ben posizionato per raggiungere una performance del +10% t/t grazie alla contrazione dell'offerta globale. Gli altri metalli industriali sono stati penalizzati da una serie di ostacoli legati sia allo scenario macroeconomico sia all'andamento dell'epidemia di coronavirus.

In primo luogo, lo scenario macroeconomico ha inaspettatamente evidenziato alcuni segnali di debolezza durante l'estate. In particolare, un rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese e l'incertezza sulle tempistiche dell'attesa stretta monetaria negli Stati Uniti e in Europa hanno rappresentato forti ostacoli per la maggior parte delle materie prime. In Cina, le Autorità hanno portato avanti le preannunciate riforme volte a raffreddare i mercati del credito e il settore immobiliare e a ridurre l'inquinamento atmosferico. Le misure adottate hanno avuto un diretto impatto negativo sulla crescita cinese – evidenziato da un rallentamento superiore alle attese nei dati di produzione industriale e negli indici PMI – e, di conseguenza, sulla domanda cinese di materie prime. L'adozione di misure restrittive che hanno interessato interi settori e l'imposizione di regolamenti ad hoc da parte delle Autorità per far fronte a problemi specifici hanno avuto un impatto estremamente negativo anche sui mercati finanziari, spaventati dall'intervento del governo e dall'incertezza riguardo future decisioni dettate dalla politica.

Il consumo di metalli è stato anche penalizzato da persistenti colli di bottiglia che hanno creato disagi lungo le filiere e nei flussi logistici mondiali. La scarsità di semiconduttori nel settore automobilistico ha rappresentato la crisi più evidente nelle filiere globali, ma anche l'insufficiente disponibilità di altre merci o materie prime ha causato ritardi significativi in vari settori produttivi (costruzioni, macchinari industriali, beni di consumo e discrezionali...), mentre le chiusure o la riduzione dell'attività in porti di primaria rilevanza, soprattutto in Cina e Asia, hanno notevolmente allungato i tempi di consegna su scala globale.

In secondo luogo, la diffusione della variante Delta del virus, più contagiosa, ha reso necessarie nuove chiusure in diverse aree e rallentato la ripresa economica, spesso ritardando decisioni di investimento. Questo scenario epidemiologico ancora molto preoccupante ha causato un consumo di metalli inferiore alle attese nei mercati emergenti e ha influenzato negativamente le stime sulla crescita futura dei consumi.

Nel nostro scenario di base, il recente peggioramento del contesto economico globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi in futuro. Per questo motivo, confermiamo la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali.

Tuttavia, permangono rischi che potrebbero portare a una revisione al ribasso delle nostre stime di crescita economica e, di conseguenza, delle nostre previsioni sui prezzi delle materie prime nella prossima nota trimestrale. Tra i principali rischi sottolineiamo: timori epidemiologici legati a bassi tassi di vaccinazione in diversi Paesi; prezzi eccezionalmente elevati di gas ed energia; colli di bottiglia che continuano a penalizzare produzione industriale e flussi logistici; rischi finanziari dovuti all'adozione di politiche monetarie più restrittive e alle riforme del mercato in atto in Cina.

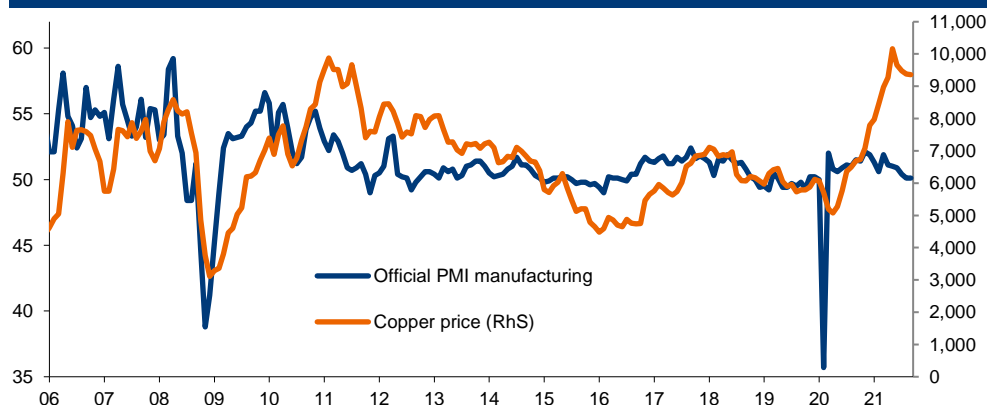
Per le previsioni e i target di prezzo, consideriamo come benchmark i contratti future a 3 mesi quotati sul LME per rame, alluminio, nickel, zinco e piombo.

## Rame

Nel nostro scenario di base prevediamo prezzi del rame raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 9.500 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021 e in ulteriore aumento nel 2022, con quotazioni che potrebbero attestarsi intorno a un livello medio di 10.150 dollari. Manteniamo una view rialzista su questo metallo grazie ai solidi fondamentali: la domanda crescerà trainata da investimenti in infrastrutture, elettrificazione, generazione e trasmissione di energia, mentre l'offerta dovrebbe rimanere limitata dalla persistente minaccia di interruzioni all'offerta e da rischi politici. Infatti, molti governi in America Latina, inclusi Cile e Perù, stanno valutando di introdurre norme più severe sul settore minerario per proteggere lavoratori e ambiente e stanno valutando di aumentare i livelli di tassazione. Queste misure determinerebbero un aumento dei costi di produzione per la maggior parte dei metalli, rame in primis.

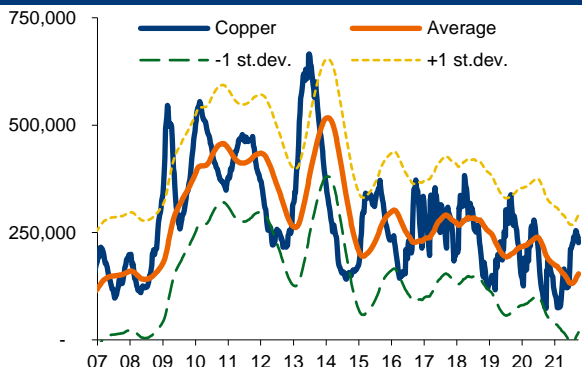
Tuttavia, il rame è estremamente vulnerabile alle condizioni che caratterizzano i mercati finanziari, essendo il metallo industriale più liquido. Qualora i rischi al ribasso che gravano sul nostro scenario dovessero allentarsi, la propensione al rischio dovesse consolidarsi e la crescita economica dovesse risultare in linea con le nostre previsioni, il rame avrebbe ancora margine per crescere oltre le nostre aspettative. Per contro, nello scenario più negativo, caratterizzato da un dollaro più forte del previsto e una ripresa economica più debole delle attese, le quotazioni del rame potrebbero diminuire e avvicinarsi al loro supporto principale vicino agli 8.000 dollari.

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



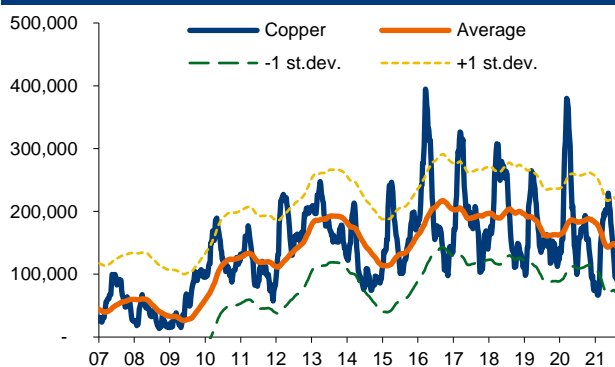
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



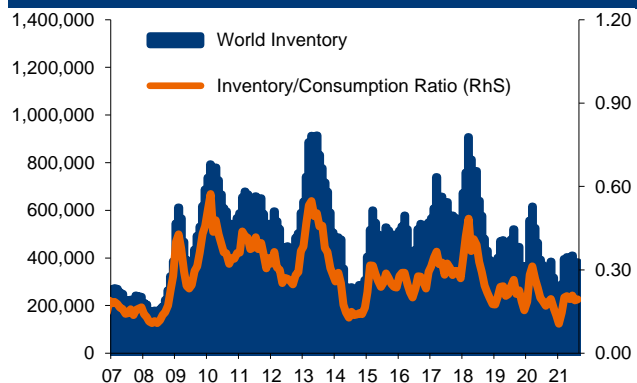
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**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**

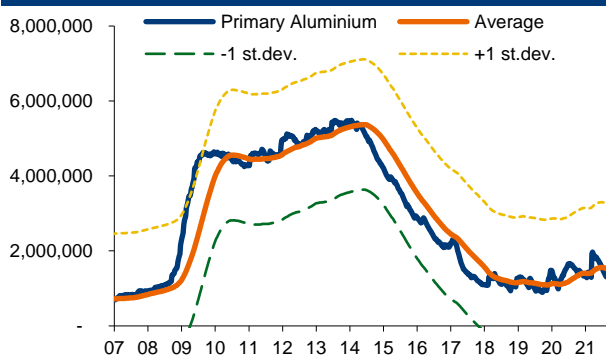


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Aluminio**

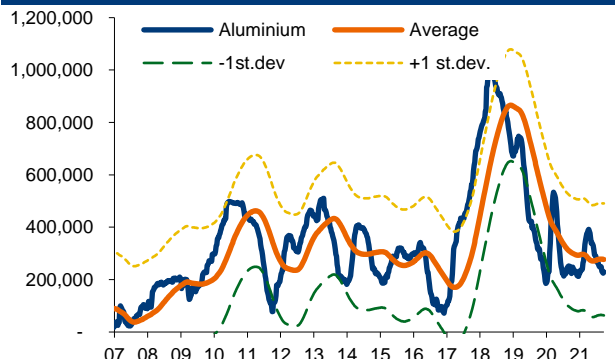
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni dell'alluminio (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.800 dollari alla tonnellata sia nel 4° trimestre 2021 che nel 2022. Gli sviluppi politici in Cina dovrebbero rimanere il principale driver di mercato. Finora, le pressioni al rialzo sui prezzi hanno prevalso poiché la Cina sta velocemente progredendo nei suoi progetti volti a ridurre le emissioni inquinanti delle fonderie di alluminio e acciaio. Tuttavia, gli sforzi compiuti per contenere le pressioni inflazionistiche domestiche e per rilasciare metalli dalle riserve strategiche potrebbero erodere il potenziale di rialzo dell'alluminio.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



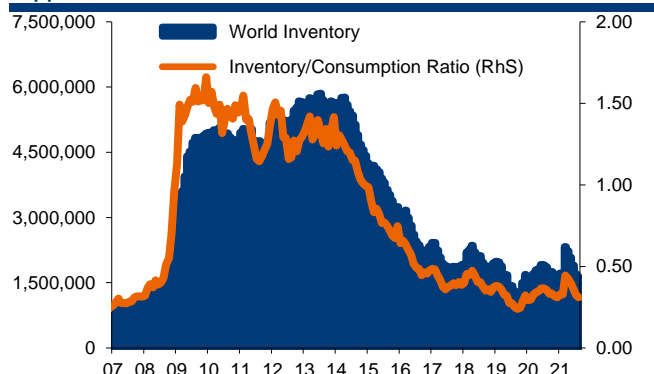
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**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**

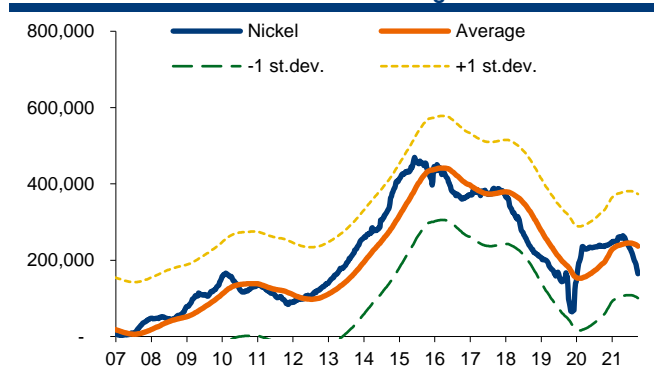


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Nickel**

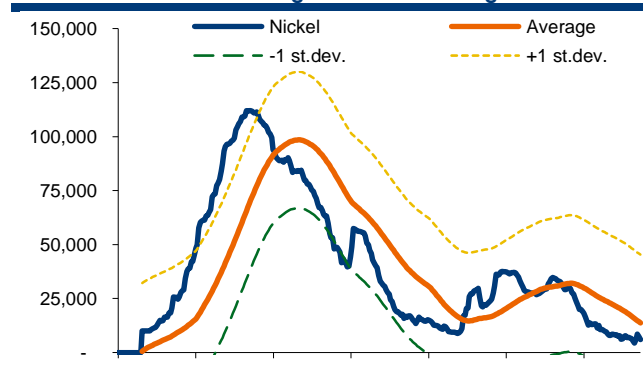
Dopo il calo registrato a febbraio, il prezzo del nickel ha toccato nuovi massimi grazie alle previsioni di aumento della domanda nel settore delle batterie e all'offerta limitata in Russia e nel sud-est asiatico. Attualmente, prevediamo una stabilizzazione in prossimità degli attuali livelli elevati. Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del nickel raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 19.400 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021. Nel 2022, il prezzo potrebbe crescere verso una media di 19.650 dollari.

**Scorte monitorate dal London Metal Exchange**



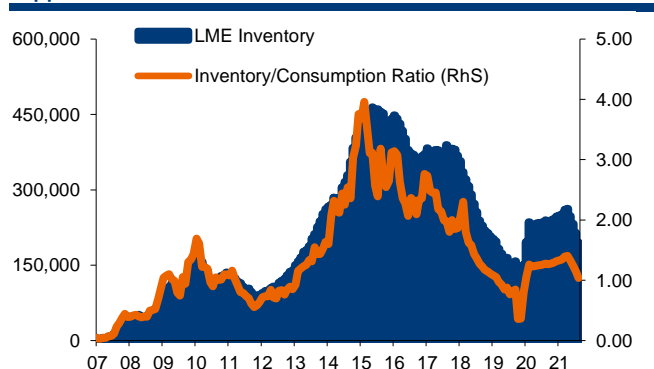
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange**



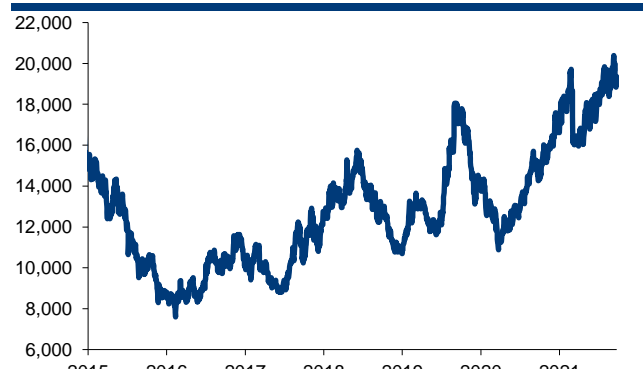
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Rapporto fra scorte e consumo mondiale**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

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

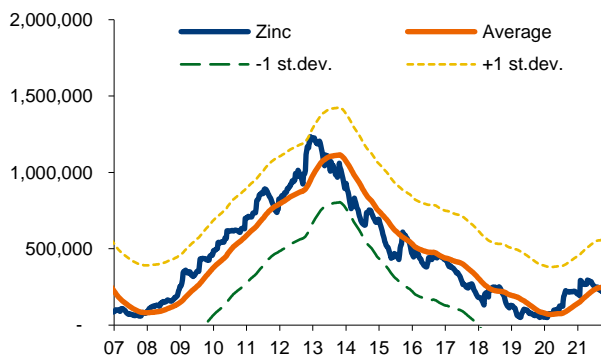


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Zinc

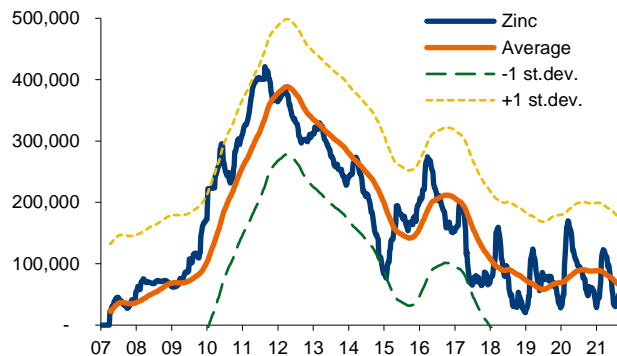
Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni dello zinco raffinato (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 3.100 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021 e di 3.250 dollari alla tonnellata nel 2022. Lo zinco è principalmente guidato dalle aspettative di aumento della spesa in costruzioni e infrastrutture. Tuttavia, il mercato fisico è meglio fornito rispetto al 2018, quando il metallo ha raggiunto un picco nelle quotazioni, e di conseguenza riteniamo che la soglia di 3.200 dollari rappresenti ancora un solido livello di resistenza nel medio termine.

### Scorte monitorate dal London Metal Exchange



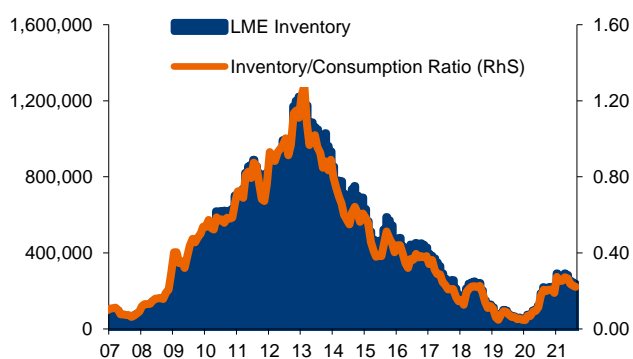
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### 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



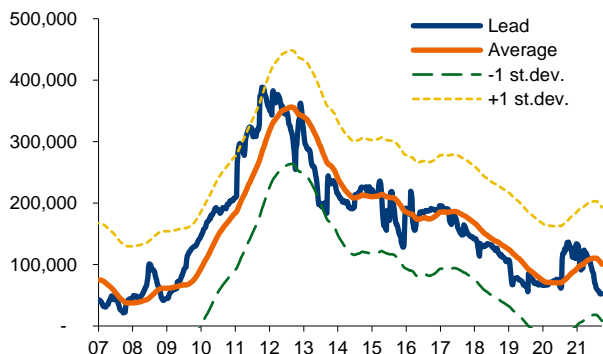
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

## Piombo

Nel nostro scenario di base prevediamo quotazioni del piombo (contratto future a 3 mesi sul LME) intorno a un livello medio di 2.300 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021. Nel 2022, il piombo potrebbe crescere ulteriormente, avvicinandosi a un livello medio di 2.320 dollari. Il piombo dovrebbe beneficiare di un potenziale di rialzo minore rispetto agli altri metalli poiché il suo mercato fisico è meglio fornito rispetto ad altre materie prime industriali. In particolare, il recente aumento delle scorte allo Shanghai Futures Exchange è stato più rapido e sostenuto del previsto, suggerendo una probabile ripresa delle pressioni al ribasso sui prezzi nei prossimi mesi.

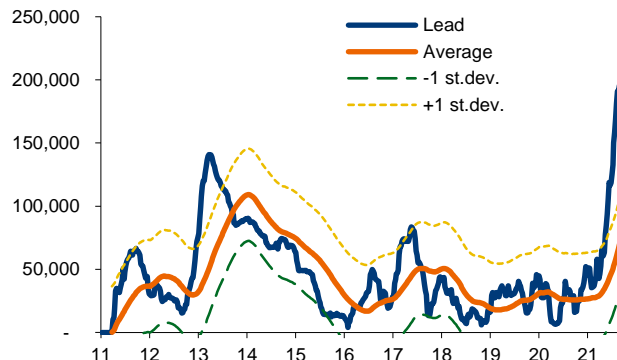


### Scorte monitorate dal London Metal Exchange



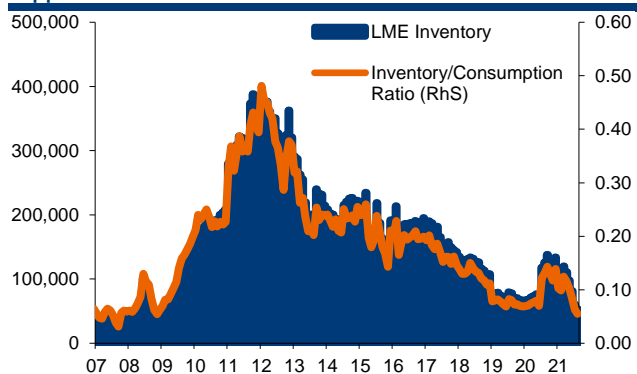
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

### 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

Secondo le nostre analisi, in tutte le principali regioni il prezzo dell'acciaio è ben sostenuto dal solido aumento registrato finora dalla domanda mondiale e le stime di consenso indicano una crescita significativa dei consumi anche nel 2022. I limiti alle importazioni di acciaio stanno artificialmente limitando l'offerta in Nord America ed Europa, mentre la produzione in Cina, il maggior produttore a livello mondiale, dovrebbe diminuire nel prossimo trimestre a causa alle misure adottate dalle Autorità per contenere le emissioni clima-alteranti e l'inquinamento atmosferico in vista dei Giochi Olimpici Invernali che si svolgeranno a Pechino.

Per questo motivo, nonostante il recente crollo del prezzo del ferro, le quotazioni dell'acciaio hanno registrato soltanto una lieve diminuzione e restano vicine ai massimi in tutte le principali regioni consumatrici.

Nel nostro scenario di base, il prezzo del ferro resterà basso nel prossimo futuro e successivamente potrebbe subire ulteriori pressioni al ribasso se la produzione mondiale dovesse aumentare come previsto. Per contro, il prezzo dell'acciaio dovrebbe rimanere ben sostenuto: la diminuzione del costo del ferro dovrebbe contribuire a una moderata flessione dei benchmark regionali dell'acciaio, ma i rincari nei costi dell'energia, la limitata offerta e la forte domanda dovrebbero limitarne l'entità.

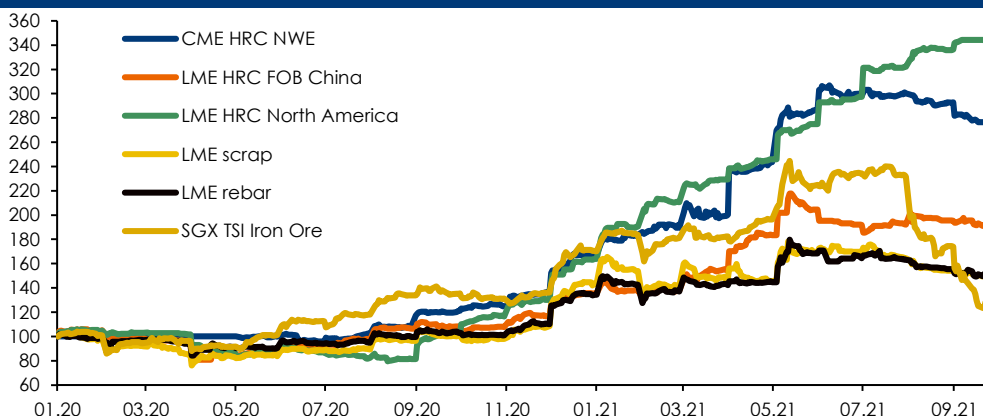
Considerando come riferimento per il ferro il contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato da The Steel Index, prevediamo una quotazione media per il ferro vicina a 105 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre

2021 e un livello medio vicino a 100 dollari nel 2022, poiché la produzione mondiale dovrebbe aumentare ulteriormente.

Prevediamo una quotazione media per l'acciaio hot rolled coil (HRC) negli Stati Uniti pari a 1.800 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021, considerando come riferimento l'indice pubblicato da The Steel Index, calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio HRC negli Stati Uniti. Successivamente, le quotazioni potrebbero scendere a un livello medio vicino ai 1.700 dollari nel 2022.

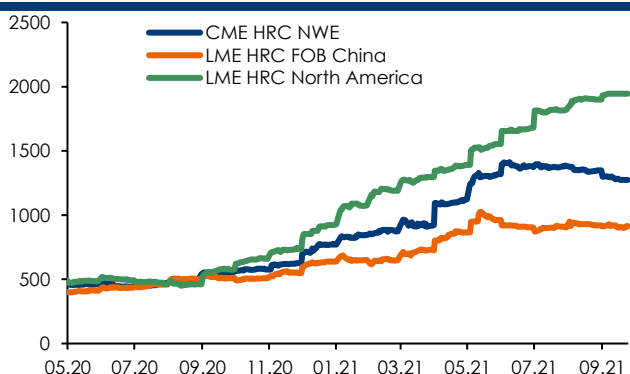
Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i contratti quotati sul CME, basati sull'indice Argus per l'acciaio HRC in Europa nord-occidentale, e i contratti quotati sul LME per rottami (scrap) e fonderie (rebar). Prevediamo una quotazione media dell'acciaio HRC in Europa intorno a un livello medio di 1.100 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021 e una possibile flessione a una media di 1.000 dollari nel 2022. I contratti LME per i fonderie dovrebbero scambiare a un livello medio di 680 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre 2021 e potrebbero avvicinarsi a una media di 600 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 4° trimestre 2021 e potrebbero scambiare a una media di 400 dollari alla tonnellata nel 2022.

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



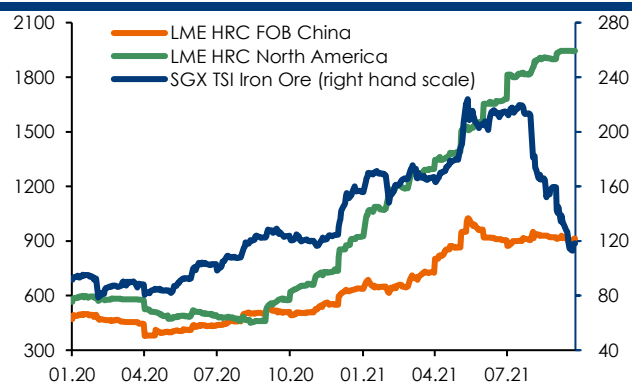
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**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 per i principali metalli industriali in valuta di quotazione, scenario di base**

<b>Al 20.09.2021</b>	<b>4Q21</b>	<b>1Q22</b>	<b>2Q22</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024</b>
LME COPPER 3M	9,500	9,700	10,200	9,290	10,150	10,300	10,450
LME ALUMINIUM 3M	2,800	2,750	2,800	2,490	2,800	2,850	2,900
LME NICKEL 3M	19,400	19,500	19,600	18,400	19,650	20,200	20,600
LME ZINC 3M	3,100	3,200	3,250	2,960	3,250	3,300	3,350
LME LEAD 3M	2,300	2,300	2,320	2,190	2,320	2,340	2,360
LME TIN 3M	34,000	34,000	34,250	30,110	34,250	34,500	34,750
SGX IRON ORE	105	105	100	160	100	95	90
TSI U.S. HRC STEEL	1,800	1,750	1,700	1,610	1,700	1,650	1,600
CME HRC NWE	1,100	1,020	1,000	1,010	1,000	980	960
LME HRC FOB China	900	880	840	850	840	800	760
LME REBAR	680	620	600	680	600	580	550
LME SCRAP	440	410	400	460	400	390	380

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Agricoli: volatilità e cambiamento climatico

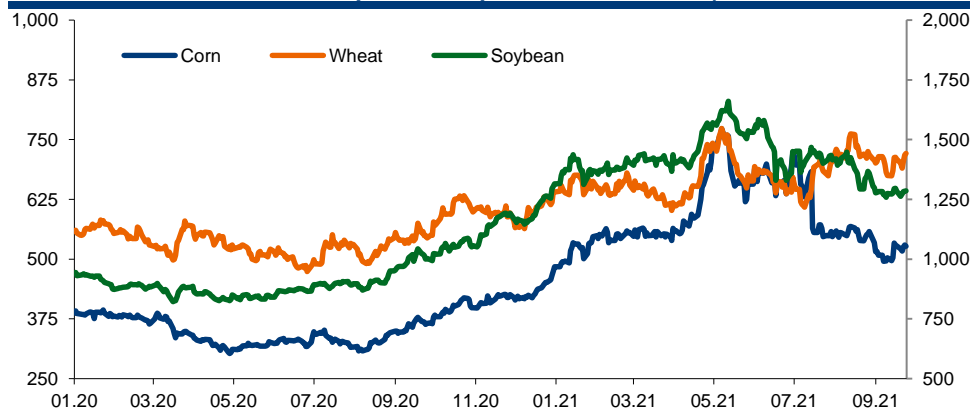
I prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire nei prossimi mesi, a fronte delle aspettative di mercati meno tesi. Tuttavia, i timori legati alle condizioni meteorologiche restano in primo piano e potrebbero alimentare volatilità, a causa degli impatti più gravi e meno prevedibili di cambiamento climatico e riscaldamento globale sul settore.

Il forte aumento registrato nel 2021 dalla maggior parte delle materie prime agricole è stato trainato da una serie di fattori: un significativo recupero nella domanda mondiale; l'aumento dei costi di produzione, inclusi carburanti, fertilizzanti e prodotti chimici, elevati costi di trasporto; condizioni meteorologiche particolarmente avverse nella maggior parte delle regioni produttrici, quali vari episodi di gravi siccità e gelate che hanno colpito sia Sud America che Nord America.

Nel nostro scenario di base prevediamo un ritorno delle dinamiche meteorologiche verso la loro media di lungo periodo. Sulla base di tali ipotesi, le preoccupazioni relative all'offerta dovrebbero attenuarsi e i prezzi della maggior parte delle merci agricole dovrebbero diminuire ulteriormente nel corso dei prossimi mesi. Tuttavia, segnaliamo che anomalie nelle condizioni meteorologiche restano la minaccia più preoccupante: impatti più gravi e meno prevedibili del cambiamento climatico e del riscaldamento globale nelle principali regioni produttive potrebbero alimentare nuovi picchi di volatilità e ravvivare 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.

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



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

### Mais

Il 10 settembre, 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.

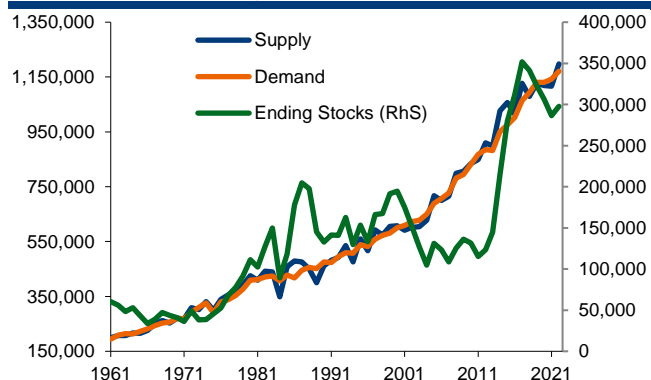
Dopo aver registrato un quarto anno consecutivo di deficit di offerta nella stagione 2020/21, il mercato mondiale del mais dovrebbe finalmente tornare in surplus nella stagione 2021/22. Secondo le attuali previsioni dell'USDA, la produzione globale di mais dovrebbe aumentare del 7,2% a/a nel 2021/22, toccando un nuovo record di circa 1.198 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla prima stima pubblicata a maggio e alla precedente stima di agosto), mentre

i consumi globali dovrebbero crescere del 4,4% a/a, facendo registrare un nuovo massimo storico di 1.187 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alle stime precedenti).

Si prevede quindi un aumento delle scorte finali del 3,9% a/a, il primo incremento in sei anni, che raggiungerebbero le 298 milioni di tonnellate (dato rivisto fortemente al rialzo rispetto alle precedenti stime), mentre il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile al 25,1% (dato rivisto al rialzo rispetto alla stima del 24,1% del mese di agosto) dal 25,2% registrato nella stagione precedente.

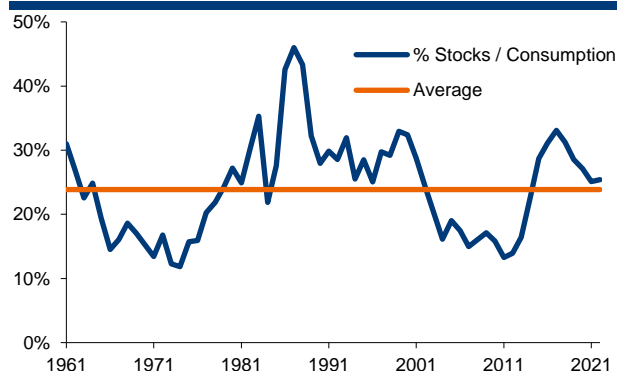
Attualmente stimiamo un prezzo medio di 520 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2021 e una media di 515 centesimi per il 2022.

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



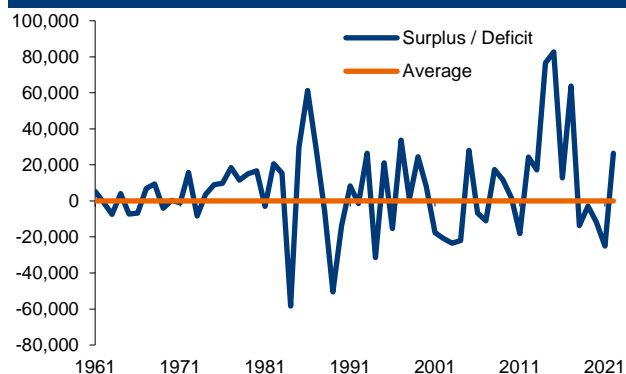
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### Rapporto fra scorte e consumi



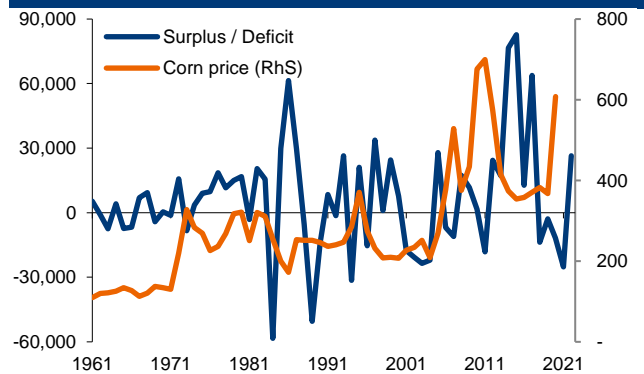
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### 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

## Frumento

Tra i principali cereali, quest'anno i fondamentali del frumento hanno registrato il rafforzamento più significativo, grazie a una crescita della domanda ben superiore alle attese. Ora si stima che nella stagione 2021/22 il mercato mondiale registri il deficit più ampio degli ultimi nove anni, diversamente dalle precedenti stime che puntavano verso un terzo anno consecutivo di surplus.

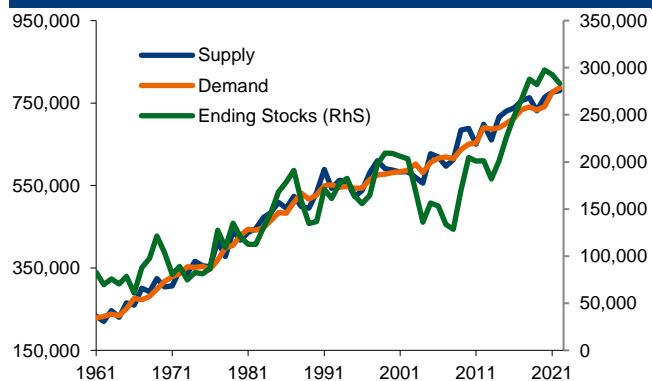
Nel report WASDE di settembre, l'USDA stima che nella stagione 2021/22 la produzione mondiale di frumento potrebbe aumentare del 4,4% a/a a 780 milioni di tonnellate, toccando un nuovo record storico (dato rivisto al rialzo rispetto alla prima stima pubblicata a maggio e alla precedente stima di agosto). Il consumo mondiale di frumento potrebbe aumentare molto più

rapidamente dell'offerta, crescendo dell'8,8% a/a a 790 milioni di tonnellate (in linea con la prima stima pubblicata a maggio, ma in rialzo rispetto alla previsione di agosto), anche questo un nuovo massimo storico.

Si prevede quindi una diminuzione delle scorte finali del 9,3% a/a a 283 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla prima stima pubblicata a maggio, ma in rialzo rispetto alla previsione di agosto), in calo dai massimi toccati nella stagione 2019/20. Di conseguenza, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe scendere al 35,9% nel 2021/22 (dato rivisto al rialzo dal 35,5% stimato il mese scorso) dal 37,5% della stagione 2020/21 e dal 39,8% della stagione 2019/20.

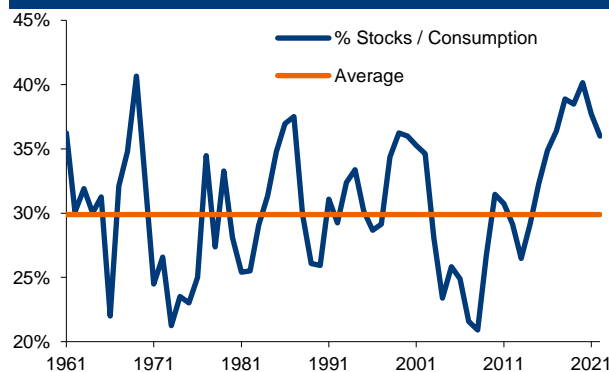
Nel nostro scenario di base, stimiamo una quotazione media di 680 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2021. Successivamente, il prezzo del frumento dovrebbe diminuire ulteriormente, avvicinandosi a una media di 645 centesimi di dollaro nel 2022, poiché offerta ed esportazioni dovrebbero rispondere alle elevate quotazioni.

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



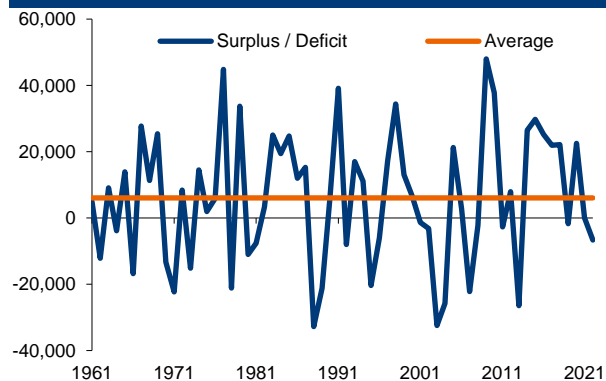
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### Rapporto fra scorte e consumi



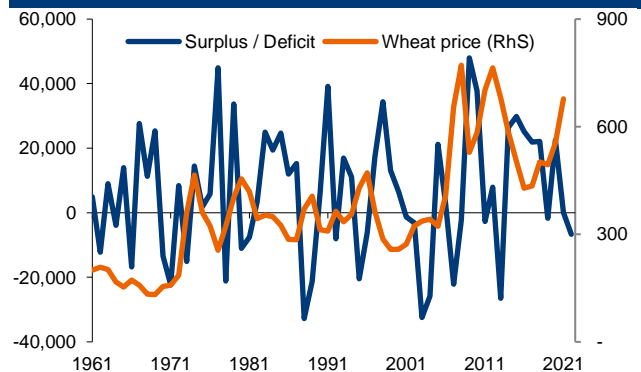
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### 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

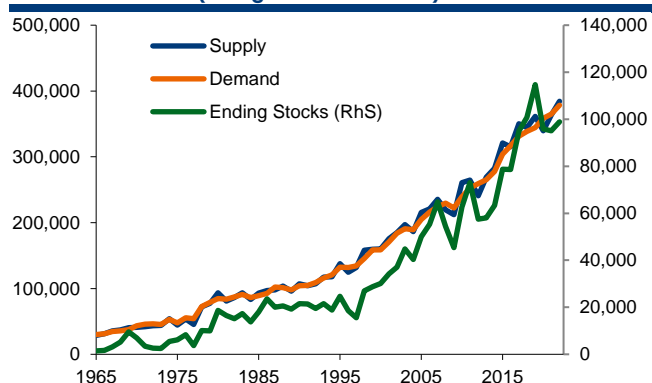
Secondo le stime dell'USDA contenute nel report di settembre, il mercato della soia dovrebbe tornare a registrare un surplus nella stagione 2021/22, dopo due anni consecutivi di deficit. La produzione mondiale di soia potrebbe infatti aumentare del 5,8% a/a, attestandosi a 384 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla prima stima pubblicata a maggio, ma in rialzo rispetto alla previsione di agosto), toccando un nuovo record. Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 3,6% a/a, attestandosi a 378 milioni di tonnellate (dato rivisto fortemente al rialzo

rispetto alla prima stima pubblicata a maggio, ma in linea con la previsione di agosto), anche in questo caso un nuovo massimo storico.

Nella stagione 2021/22 le scorte mondiali dovrebbero aumentare del 4,0% a/a a 99 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla prima stima e alla previsione di agosto). Tuttavia, il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe rimanere sostanzialmente stabile al 26,1% (dato rivisto al rialzo rispetto al 25,4% previsto il mese scorso) vs. un 26,0% registrato nella stagione precedente e in calo dal 26,8% registrato nella stagione 2019/20.

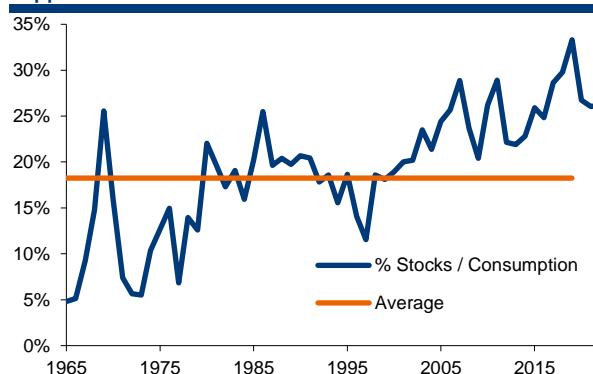
Al momento, stimiamo per la soia una quotazione media di 1.250 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2021 e un prezzo medio di 1.230 dollari per il 2022.

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



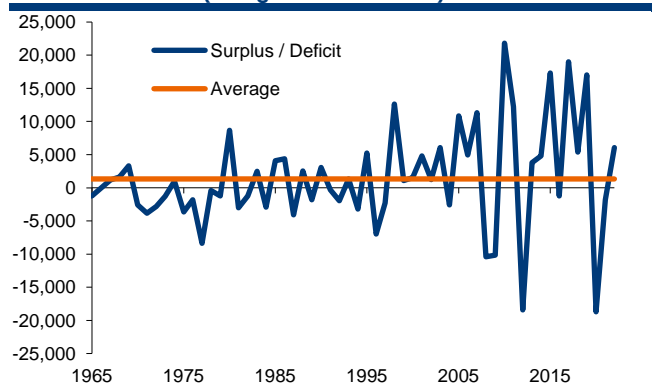
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### Rapporto fra scorte e consumi



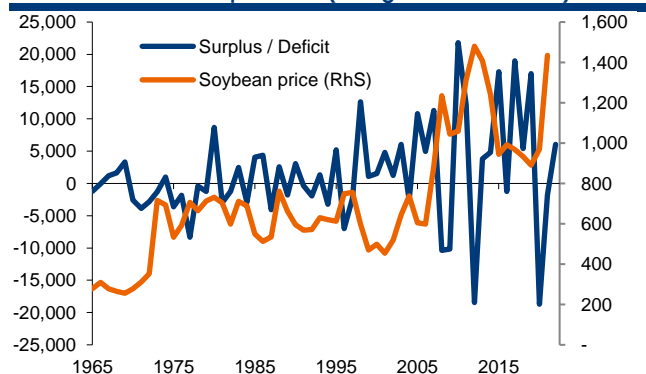
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

#### 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

## Caffè

Nei mesi scorsi il prezzo del caffè ha registrato un marcato rialzo, dovuto a una significativa scarsità di offerta sul mercato. L'International Coffee Organization (ICO) ha spesso sottolineato quanto sia limitata l'offerta e stima che nella stagione 2021/22 il mercato mondiale dovrebbe registrare un deficit a causa di prospettive più favorevoli a domanda globale e consumi fuori casa per l'avanzamento delle campagne vaccinali, a fronte dell'attesa diminuzione della produzione nei principali Paesi esportatori. In particolare, la stagione 2021/22 sarà caratterizzata da raccolti scarsi per le piante di Arabica in Brasile, che entrano nell'anno meno prolifico del ciclo di produzione biennale ("off-year"), causando una complessiva diminuzione della produzione domestica di caffè rispetto alla stagione precedente.

La terza stima ufficiale del raccolto di caffè in Brasile pubblicata il 21 settembre dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB) conferma questa dinamica. Secondo l'Agenzia, nella stagione 2021/22 la produzione totale brasiliana potrebbe diminuire a 46,9 milioni di sacchi, pari a una contrazione del 25,7% a/a rispetto alla stagione precedente.

Secondo la CONAB, la produzione totale di Arabica in Brasile potrebbe diminuire a 30,7 milioni di sacchi, pari a 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, pari a un aumento del 12,8% a/a rispetto alla stagione precedente.

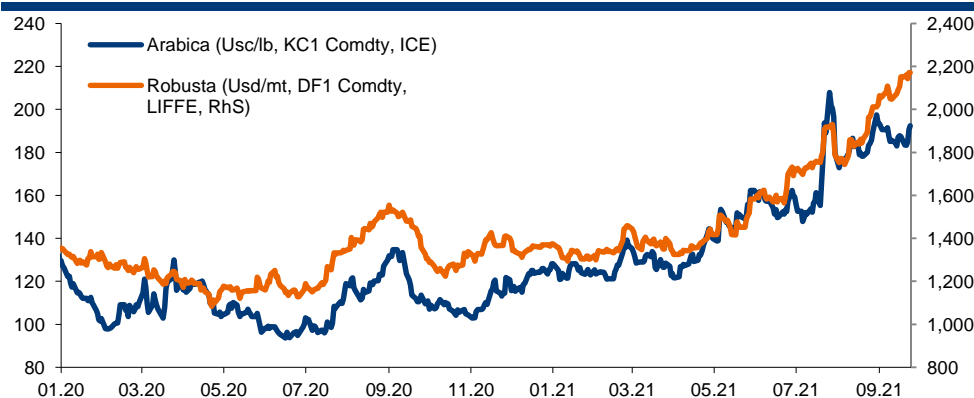
Sfortunatamente, l'ICO non ha ancora pubblicato stime ufficiali sullo stato del mercato mondiale del caffè nella stagione 2021/22. Le ultime previsioni contenute nel Coffee Market Report di agosto descrivono ancora la stagione 2020/21, iniziata nell'ottobre 2020, caratterizzata da un'ampia offerta globale. Infatti, il mercato mondiale ha registrato un surplus di 2,6 milioni di sacchi nella stagione 2020/21, pur in netto calo rispetto al surplus di 5,1 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 2,1% a/a a 70,0 milioni di sacchi. La domanda globale dovrebbe attestarsi a 167,0 milioni di sacchi (+1,9% a/a) per la stagione 2020/21. Tutte le principali regioni consumatrici hanno incrementato il consumo.

Nei primi dieci mesi della stagione 2020/21 le esportazioni totali sono aumentate del 2,2% a/a a 109,0 milioni di sacchi, seppur con differenze significative tra Arabica e Robusta. Infatti, le esportazioni di Arabica sono cresciute del 6,1% a/a grazie all'aumento dei prezzi nei principali Paesi esportatori, mentre quelle di Robusta hanno subito una contrazione del 4,1% a/a a causa della notevole diminuzione delle forniture provenienti dal Vietnam.

Considerando la sensibile diminuzione dell'offerta registrata sinora in Brasile e l'impatto negativo di avverse condizioni meteorologiche in varie regioni produttrici, i prezzi del caffè dovrebbero rimanere ben sostenuti, anche se ci attendiamo una leggera diminuzione nei prossimi mesi dovuta all'adeguamento di domanda e offerta ai prezzi elevati. Per il 4° trimestre 2021 stimiamo un prezzo medio per l'Arabica vicino a 170 centesimi di dollaro e un prezzo medio per la Robusta di 1.800 centesimi di dollaro. Successivamente, nel 2022 le quotazioni dovrebbero diminuire a un prezzo medio di 157 centesimi di dollaro per l'Arabica e di 1.645 centesimi di dollaro per la Robusta, ipotizzando dinamiche meteorologiche più favorevoli, soprattutto in America Latina e America Centrale.

#### Prezzi del caffè



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



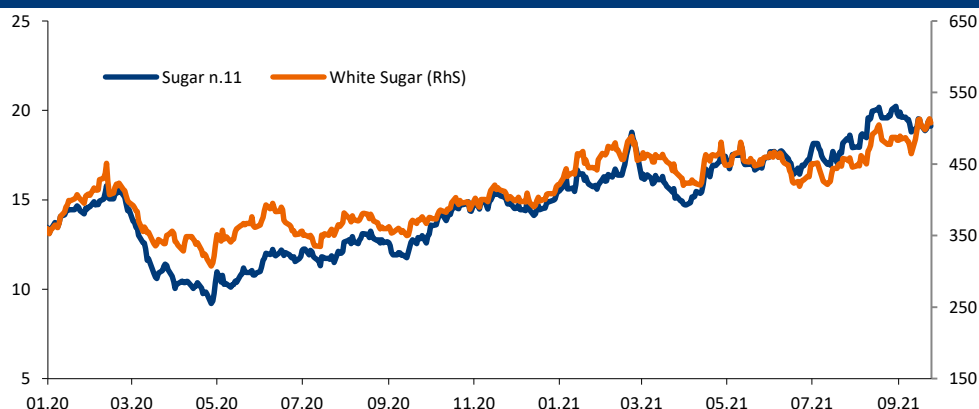
## Zucchero

Quest'anno, anche i mercati dello zucchero hanno sofferto per condizioni meteorologiche estreme. In particolare, le gelate che hanno colpito il Sud America hanno danneggiato i raccolti in Brasile e hanno alimentato timori sulla carenza di offerta mondiale. Inoltre, un elevato prezzo del petrolio ha incoraggiato i produttori brasiliani a trasformare canna da zucchero in etanolo piuttosto che in zucchero raffinato.

Secondo le ultime stime pubblicate il mese scorso dall'International Sugar Organization (ISO), nella stagione 2021/22 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un deficit di 3,8 milioni di tonnellate. Tale dato rappresenta un miglioramento rispetto al più ampio deficit registrato nella stagione precedente, grazie all'attesa di un aumento della produzione in Thailandia e Unione Europea, ma supera le precedenti stime che indicavano un deficit di 2,6 milioni di tonnellate, a causa di un atteso calo nella produzione di zucchero in Brasile e India.

Nel nostro scenario di base ci attendiamo che una maggiore stabilità del prezzo del petrolio e una ripresa dell'offerta mondiale possano contribuire a una modesta diminuzione delle quotazioni. Secondo le nostre stime, nel 4° trimestre 2021 il prezzo dello zucchero dovrebbe attestarsi a un livello medio di 17,5 dollari per i future Sugar n. 11 e di 450 dollari per i future White Sugar. Nel 2022 le quotazioni dello zucchero potrebbero diminuire ulteriormente verso un livello medio di 16,3 dollari per i future Sugar n. 11 e di 430 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

### Previsioni per le merci agricole in valuta di quotazione, scenario di base

Al 20.09.2021	4Q21	1Q22	2Q22	2021	2022	2023	2024
CBT CORN	520	520	520	570	515	500	480
CBT WHEAT	680	665	650	680	645	610	590
CBT SOYBEAN	1,250	1,245	1,240	1,370	1,230	1,200	1,180
NYB-ICE ARABICA COFFEE	170	163	156	156	157	153	150
LIFFE ROBUSTA COFFEE	1,800	1,725	1,650	1,640	1,645	1,550	1,480
ICE SUGAR	450	440	430	456	430	415	405
NYB-ICE SUGAR	17.5	16.9	16.3	17.4	16.3	15.5	15.0
CBT SOYBEAN MEAL	340	333	325	380	325	315	305
CBT SOYBEAN OIL	60.0	58.5	57.0	58	57.0	54.0	52.0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti

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

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

### Comunicazioni specifiche

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

### Comunicazioni importanti

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

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

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

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

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

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

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

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

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

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

### Incentivi relativi alla ricerca

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

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

### Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo.

Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

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

## Metodologia di valutazione

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

### Dati Macroeconomici

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

### Previsioni Comparto Energetico

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

### Previsioni Comparto Metalli

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

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

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

### Previsioni Comparto Agricolo

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

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

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

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

### Livelli tecnici

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

### Raccomandazioni

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

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

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

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

### Frequenza e validità delle previsioni

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

### Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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

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

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

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

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

#### Rates, FX & Commodities Research

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