

Commodity: ancora protagoniste nel 2021

Energia: outlook Moderatamente Positivo dopo le decisioni OPEC+ e in vista di un ritorno alla normalità in molti settori. Il petrolio si è costantemente rafforzato negli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e metabolizzando, senza sforzi, la decisione di aumentare l'offerta di greggio OPEC+ (ossia ridurre i tagli) a partire dal prossimo anno. Un insieme di fattori che rafforzano il nostro scenario di recupero verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in ripresa. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo: area 45-55 (con possibili strappi fino a 60 dollari) dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che mantiene il proprio ritmo di recupero, scommette sul superamento della crisi sanitaria e continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio.

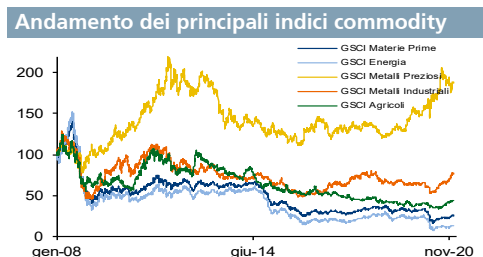
Metalli Preziosi: outlook Neutrale nel breve mentre si rafforzano i timori di ribasso nel 2021. Prosegue il consolidamento al ribasso delle quotazioni, frutto dalla diminuzione del rischio sui mercati, legata soprattutto alle notizie sui vaccini. Lo scenario macroeconomico resta coerente con un andamento del prezzo dell'oro all'interno di un *trading range* relativamente alto. Rimane l'ipotesi che nel 2021 l'argento possa sovraperformare l'oro grazie all'aumento della domanda nel settore industriale e, in particolare, nel fotovoltaico. Nel breve, quindi, non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi, un movimento classico sul finale di ogni annata. Nel medio termine ribadiamo come, invece, potremmo assistere a un maggior rialzamento dei prezzi perché, in un orizzonte più ampio, potrebbe venir meno la tensione rialzista, e gli investitori potrebbero preferire, se necessario, altri beni difensivi rispetto ai Preziosi.

Metalli Industriali: outlook Moderatamente Positivo ma il quadro sul 2021 invita a una moderata prudenza. Il rialzo dei prezzi dei Metalli Industriali è stato, fino ad ora, giustificato, poiché è un comparto che dovrebbe trarre notevole beneficio dal miglioramento dello scenario, visto che la domanda globale sui mercati reali dovrebbe aumentare, di pari passo con gli investimenti finanziari speculativi in materie prime. Manteniamo tuttavia un approccio prudente nelle nostre previsioni sul complesso dei Metalli Industriali, perché riteniamo che le quotazioni abbiano scontato troppo in fretta questo scenario positivo e difficilmente potranno mantenere lo stesso ritmo di crescita anche nel 2021. Per questa ragione, indichiamo prima una diffusa stabilizzazione delle quotazioni degli industriali nel 2021, seguita da una crescita più robusta nel 2022, legata anche al futuro della "green economy".

Agricoli: outlook Neutrale nel breve ma con prospettive maggiormente positive nel 2021. Con la minaccia dell'emergenza sanitaria, attesa in contenimento grazie all'efficacia dei vaccini, si riduce l'incertezza globale e si rafforza invece lo scenario di recupero delle quotazioni del comparto degli Agricoli. A questo quadro di aspetti oggettivamente esogeni al comparto ma decisivi per il futuro rialzo nel 2021, si somma una maggiore consapevolezza delle minacce derivanti dal cambiamento climatico, che vanno dalla salvaguardia delle risorse idriche, alle siccità, alle malattie che possono colpire le colture nelle diverse parti del mondo. Tutti timori che minacciano la sicurezza delle forniture amplificando l'appello del settore agricolo, che offre interessanti opportunità di diversificazione, nei portafogli degli investitori, anche nel 2021.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	21.12.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.941,8	-25,1	-13,2	-8,6
GSCI Energia	264,3	-46,8	-32,6	-25,8
GSCI Met. Preziosi	2.186,1	22,2	47,0	65,7
GSCI Met.Industriali	1.422,5	16,7	18,2	51,3
GSCI Prod. Agricoli	375,8	8,0	6,5	-17,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 21.12.2020



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

22 dicembre 2020

14:14 CET

Data e ora di produzione

22 dicembre 2020

14:20 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Andrea Volpi
Analista Finanziario

Outlook Settoriale*

	Dic.	Nov.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	+	+
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	=	=
Frumento	=	=
Soia	=	=
Cotone	=	=

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

Performance commodity		
(%)	2020	2019
WTI	-21,8	34,46
Brent	-22,9	22,68
Gas Naturale	23,6	-25,54
Gasolio	-32,5	20,22
Oro	23,4	18,87
Argento	46,6	15,32
Rame	27,1	3,50
Alluminio	11,6	-1,95
Zinco	23,2	-9,49
Nickel	23,1	31,20
Mais	13,5	3,40
Frumento	9,4	11,03
Soia	31,8	6,86
Cacao	0,6	5,13
Zucchero	8,3	11,55
Caffè	-4,2	27,34
Cotone	8,3	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 21.12.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 21.12.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio recupera scommettendo su vaccini e crescita economica

Commodity: si chiude un anno di forte volatilità legata alla pandemia; si apre un 2021 di ulteriore recupero. A poche settimane dalla fine del 2020 si addensano i dubbi sul futuro delle materie prime, condizionate negli ultimi dodici mesi dalla pandemia da coronavirus. Se l'oro e i Preziosi, in virtù della loro natura di asset difensivi, hanno tratto giovamento dall'economia "pandemica", altre commodity hanno sofferto del blocco dei cicli produttivi dovuto ai *lockdown* totali o alle norme di distanziamento. A farne le spese sono stati soprattutto i Metalli Industriali, in particolare quelli con lavorazioni ad alta presenza di lavoratori, e le commodity agricole, per loro natura legate a precise stagionalità e mirati interventi o lavorazioni da parte dell'uomo. Anche il petrolio, dopo essere precipitato in territorio negativo durante la prima ondata, ha visto poi un deciso recupero dei prezzi, tornati a livelli cosiddetti "fisiologici", cioè ineludibili per un'economia globale in uscita dalla crisi. Le previsioni sul mercato delle materie prime per il 2021 non possono che partire da questo concetto, ovvero che il prossimo anno gran parte delle grandi economie (USA, Cina, India, Russia ma meno Europa e Giappone) uscirà definitivamente dalle difficoltà generate dalla crisi sanitaria. Dopo la recrudescenza di ottobre della pandemia, nei fatti tuttora in corso, il motore dell'economia globale non ha infatti smesso di recuperare forza, indipendentemente dagli aspetti sanitari presenti nei differenti paesi. La perdurante debolezza del dollaro – destinata a durare anche nel 2021 – e l'inflazione, che potrebbe scaturire dall'atteso pacchetto di stimoli economici al varo del Congresso USA, sono elementi che, uniti alla forza del ciclo economico, si scaricheranno ancora con decisione sulle materie prime. Questo quadro ci consente di esprimere un outlook di cauto ottimismo sulle quotazioni delle materie prime nel prossimo anno.

Performance di lungo termine

	Valore 21.12.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.941,8	-25,1	-13,2	-8,6
GSCI Energia	264,3	-46,8	-32,6	-25,8
WTI (\$)	47,7	-21,8	4,7	32,1
Brent (\$)	50,9	-22,9	-5,4	41,0
Gas Naturale (\$)	2,7	23,6	-29,1	43,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: post OPEC+ e impatto dei vaccini sul settore petrolifero. Il 2020 si chiude col forte rialzo del comparto dell'Energia dai minimi di marzo, ma senza tornare in positivo nell'anno in corso. La causa risiede nella discesa in territorio negativo dei derivati di WTI e Brent nel pieno della prima ondata primaverile. E' probabile che la prima parte del 2021 sarà positivamente influenzata dalle scelte dell'OPEC e del gruppo di Paesi produttori di petrolio esterni al cartello (Russia), che hanno raggiunto un accordo lo scorso 3 dicembre: la produzione verrà aumentata soltanto di 500.000 barili al giorno, invece dei 2 milioni previsti dall'intesa

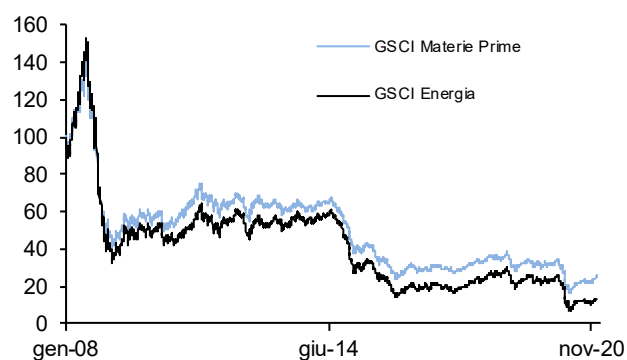
dell'aprile scorso e in scadenza a gennaio 2021. I tagli, dal mese prossimo, scenderanno così a circa 1,5 milioni di barili al giorno. In aggiunta, con cadenza mensile i ministri OPEC+ valuteranno l'equilibrio fra domanda e offerta sul mercato petrolifero globale e discuteranno ulteriori aggiustamenti della propria produzione aggregata. Il compromesso raggiunto tiene conto di quei paesi, come Russia e alcuni membri OPEC, fra cui gli Emirati Arabi Uniti, che spingevano per aumentare l'offerta visto il rincaro delle quotazioni del greggio, puntando il dito sull'inadeguata aderenza ai tagli da parte di altri produttori. A nostro avviso, appare comunque positivo che i produttori abbiano trovato un accordo, confermando l'idea di un proseguimento della collaborazione. L'effetto negativo della riduzione dei tagli da gennaio dovrebbe essere mitigato dal fatto che +500.000 barili giornalieri appaiono una soglia assorbibile facilmente dal mercato e anche dal fatto che i produttori indisciplinati saranno costretti a tagli aggiuntivi fino a marzo, al fine di riportare le loro produzioni in linea col pattuito. Uno scenario che consente di confermare un cauto ottimismo per le quotazioni petrolifere anche all'inizio del prossimo anno.

Prezzi del petrolio, di *break-even*, per i membri OPEC

	Media 2000-16	2017	2018	2019	Stime 2020	Stime 2021
Algeria	102,6	91,4	101,4	106,3	118,2	135,2
Bahrain	76,0	112,6	118,4	106,3	93,2	83,4
Iran	56,1	64,8	67,8	279,5	521,2	395,3
Iraq	82,5	42,3	45,4	52,3	63,6	64,0
Kuwait	43,7	45,7	53,6	53,0	64,5	65,7
Libia	80,7	108,3	84,4	66,7	414,8	124,4
Oman	65,3	96,9	96,7	92,9	104,5	109,5
Qatar	44,3	46,9	48,7	46,6	42,0	38,1
Arabia Saudita	80,0	83,7	88,6	82,6	78,2	67,9
Emirati Arabi	48,0	62,0	64,1	67,1	75,9	66,5
Yemen	218,0	125,0	-	-	-	-

Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, ottobre 2020, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: revisione al ribasso per la domanda nel 2021, ancora incerta la ripresa nei paesi OCSE nella prima metà dell'anno.

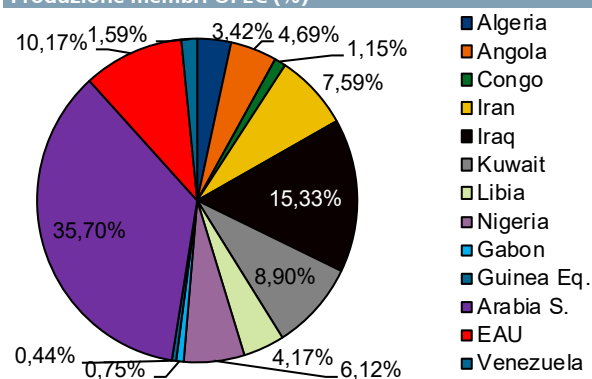
Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di dicembre, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio ha rivisto verso il basso le proprie previsioni sulla domanda di greggio nel 2021, associate a una limitatura, più contenuta, per l'offerta. Sono state invece lasciate sostanzialmente invariate le stime relative al 2020. Dopo il calo dei consumi di quasi 10 milioni di barili al giorno (mb/g) stimato per il 2020 (invariato da novembre), nel 2021 si attende quindi un rimbalzo di quasi 6 mb/g a 95,9 mb/g (rivisto da 96,3 mb/g precedente). La correzione della previsione risente dell'elevata incertezza circa le prospettive economiche nei paesi OCSE nel 1° semestre del 2021 a causa di una situazione sanitaria ancora complessa. L'offerta da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC è invece attesa aumentare a 63,5 mb/g (rivisto da 63,7 mb/g) nel 2021 da 62,7 mb/g (stima invariata) del 2020; dati coerenti con una produzione OPEC necessaria per riportare il mercato in equilibrio di 27,2 mb/g (rivisto da 27,4 mb/g) nel 2021 da 22,2 mb/g del 2020. Secondo le più recenti stime, le estrazioni nei paesi appartenenti al Cartello nel mese di novembre sono aumentate di 0,7 mb/g m/m a 25,1 mb/g, mentre ad ottobre le scorte commerciali nei paesi OCSE sono calate a 2.893 mb da 3.211 precedenti.

EIA: previsioni sostanzialmente invariate ma surplus in aumento nel 2020. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di dicembre ha lasciato pressoché invariate le proprie stime di domanda e offerta relative al biennio 2020-21. Il mercato nel 2020 dovrebbe ottenere un ampio surplus di 1,8 milioni di barili al giorno (mb/g), in crescita di 0,3 mb/g rispetto alla previsione dello scorso mese, mentre nel 2021 dovrebbe essere in deficit di 0,7 mb/g da 0,4 mb/g precedente. Il consumo globale per quest'anno è previsto stabile a 92,4 mb/g, livello inferiore di 8,8 mb/g rispetto al 2019, prima di aumentare di 5,8 mb/g l'anno prossimo (rivisto in lieve ribasso di 0,6 mb/g). Allo stesso modo, anche l'offerta dei paesi non-OPEC non ha subito variazioni: è attesa a 63,7 mb/g contro i 66,0 mb/g del 2019 e i 64,9 mb/g previsti per il 2021. Quest'anno le estrazioni dei Paesi OPEC dovrebbero attestarsi a 25,6 mb/g, in leggero calo di 0,1 mb/g rispetto alla stima dello scorso mese. Al contrario, l'anno prossimo, in seguito alla decisione presa dall'organizzazione OPEC+, le estrazioni dovrebbero salire portandosi su una media di 27,5 mb/g (in diminuzione di 1 mb/g rispetto alle precedenti stime). Grazie alle notizie sulla disponibilità di vaccini contro il COVID-19, che favorirebbero un aumento della domanda globale, per il 2020 il prezzo del Brent è atteso in crescita a 43 dollari al barile (\$/b), ai massimi da marzo (rivisto da 40 \$/b precedente); invece, nel 2021 dovrebbe raggiungere i 49 \$/b da 47 \$/b della stima precedente, con un maggior incremento nel 1° trimestre. Per quanto riguarda lo spread tra Brent e WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe attestarsi in media intorno ai 2,6 \$/b.

IEA: modesti tagli alle previsioni di domanda e offerta per il 2020. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di dicembre, ha pubblicato le proprie

stime sui fondamentali del greggio rivedendo al ribasso, purché modesto, sia la domanda sia l'offerta globale per il 2020. Nell'anno in corso i consumi sono attesi a 91,2 milioni di barili al giorno (mb/g), 8,8 mb/g in meno rispetto al livello del 2019 e 0,1 mb/g in meno rispetto al mese precedente. Dopo il crollo nel 2° trimestre, la domanda ha iniziato una fase di recupero, soprattutto grazie alla rapida ripresa della Cina, ma in questo finale d'anno risente dell'impatto della seconda ondata di contagi sulla crescita. L'avvio della campagna vaccinale non dovrebbe spingere significativamente il consumo di greggio, almeno fino a 2021 inoltrato, e la situazione sanitaria dovrebbe pesare sullo scenario anche nei primi tre mesi del prossimo anno. Comunque, per il 2021 si prevede un incremento di 5,7 mb/g in termini tendenziali, in leggero calo rispetto a novembre (-0,1 mb/g) a causa di riduzioni al trasporto aereo. Il consumo totale dovrebbe raggiungere quota 97,0 mb/g, 3,1 mb/g al di sotto dei livelli pre-COVID toccati nel 2019. Invece, le stime dell'offerta nei Paesi non appartenenti all'OPEC sono rimaste invariate: pari a 63,0 mb/g per quest'anno (-1,3 mb/g a/a), e a 63,5 mb/g per l'anno prossimo (+0,4 mb/g a/a). Di conseguenza, la produzione richiesta ai Paesi del cartello OPEC, necessaria per portare il mercato in equilibrio, è prevista in leggero calo di 0,1 mb/g a quota 23,0 mb/g nel 2020, e in riduzione di 0,3 mb/g a quota 28,0 mb/g nel 2021. Le scorte dei Paesi OCSE a ottobre diminuiscono, per il terzo mese consecutivo, di 55,3 mb a 3.129 mb, rimanendo comunque al di sopra di 183,4 mb rispetto alla media quinquennale. Infine, si stima che il mercato globale del greggio avrà un surplus di scorte di 625 mb all'inizio del 2021 rispetto a dicembre 2019, mentre potrebbe andare in deficit a luglio.

Produzione membri OPEC (%)



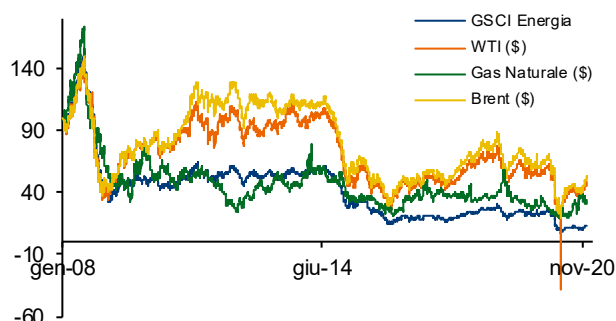
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.11.2020

Performance di medio termine

	21.12.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	264,3	16,7	15,8	-24,5	-46,8
WTI (\$)	47,7	20,6	18,0	-21,0	-21,8
Gas Naturale (\$)	2,7	47,5	62,6	16,2	23,6
Gasolio (\$)	414,3	28,5	13,6	-32,5	-32,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo dopo le decisioni OPEC+ e in vista di un ritorno alla normalità in molti settori. Il petrolio si è costantemente rafforzato negli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e metabolizzando, senza sforzi, la decisione di aumentare l'offerta di greggio OPEC+ (ossia ridurre i tagli) a partire dal prossimo anno. Un insieme di fattori che rafforzano il nostro scenario di recupero verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in ripresa. In particolare, la distribuzione dei vaccini sembra essere uno dei fattori chiave per il petrolio. Se l'efficacia di questa campagna sanitaria produrrà il ritorno ai livelli pre-pandemici di alcuni modelli economici tradizionali, travolti dai *lockdown* e dalle norme di distanziamento sociale, allora il rialzo del petrolio sarà ancora più probabile. Nel 2021 il settore del trasporto aereo e quello dell'automobile dovrebbero riprendere la loro marcia verso i livelli pre-pandemia, sostenendo di conseguenza le quotazioni del petrolio. A favorire questo scenario, come già detto, la mossa prudente dell'OPEC+, che durante il meeting di inizio dicembre ha deciso di allentare solo gradualmente i tagli alla produzione, che erano stati decisi durante la prima ondata di coronavirus quando la domanda di petrolio crollò in pochi giorni a livello mondiale. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo: area 45-55 (con possibili strappi fino a 60 dollari) dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che mantiene il proprio ritmo di recupero, scommette sul superamento della crisi sanitaria e continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio. Le stime Intesa Sanpaolo e le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nelle tabelle di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.12.20	2020	2021	2021	2022
Brent (\$)	47,7	42,0	43,5	47,5	52,0
WTI (\$)	50,9	44,1	45,5	48,8	55,0
Gas Nat. (\$)	2,7	2,8	2,8	2,6	2,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	21.12.20	2020	2021	2021	2022	
Brent (\$)	47,7	44,0	45,0	50,0	51,0	58,5
WTI (\$)	50,9	42,0	44,0	48,0	49,3	56,5
Gas Nat. (\$)	2,7	2,8	2,6	2,2	2,5	2,7

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: l'appeal dei Preziosi potrebbe calare nel 2021

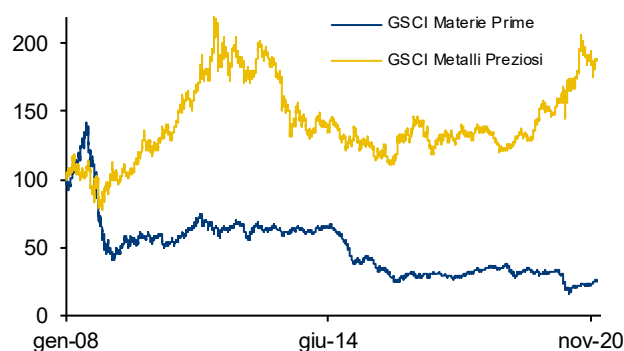
Il 2020 si chiuderà con un rialzo nell'ordine del 22%, rischi di ribassi per il 2021. Prosegue il consolidamento dell'oro e, in generale, di tutto il comparto dei Preziosi, dopo la correzione degli ultimi mesi. Immutati i temi alla base del comparto, che hanno permesso una performance annuale nell'ordine del 22%. Il quadro è infatti decisamente cambiato: l'annuncio delle case farmaceutiche e l'inizio delle prime campagne vaccinali in alcuni paesi hanno rasserenato il clima, generando un calo nelle quotazioni del metallo giallo. Questi fattori di minor avversione al rischio (vaccino) e moderate attese di inflazione (nonostante le aspettative di politica fiscale espansiva, specie negli USA) hanno spinto gli operatori ad abbandonare gli ETF e le posizioni lunghe sui Preziosi, in questo finale di 2020. In aggiunta, l'orientamento strutturalmente accomodante della Fed, ribadito da Powell in tutte le occasioni possibili, graverà sul dollaro mantenendolo forzatamente debole. Quest'ultimo aspetto però, come abbiamo già detto, consentirà ai prezzi dell'oro solo di consolidare e non rappresenterà un vero fattore rialzista. Con costanza stiamo assistendo a temporanee fasi di apprezzamento del biglietto verde, altro segnale di conferma che è la valuta americana il principale asset rifugio degli operatori.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)	Var.	Var.
	21.12.20	da inizio 2020	2 anni
GSCI	1.941,8	-25,1	-13,2
GSCI Preziosi	2.186,1	22,2	47,0
Oro (\$)	1.878,2	23,4	49,4
Argento (\$)	26,2	46,6	78,9
Platino (\$)	1.012,7	3,9	28,6
Palladio (\$)	2.312,6	19,1	87,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento ancora legati alle fasi di propensione o avversione al rischio anche nel 2021: platino e palladio ad aspetti più industriali. Il quadro di fattori che caratterizza oro e argento rispetto a platino e palladio appare immutato; prosegue il calo dell'avversione al rischio che sta rallentando le

quotazioni di tutti gli asset difensivi, dopo l'inizio delle prime campagne di vaccinazioni.

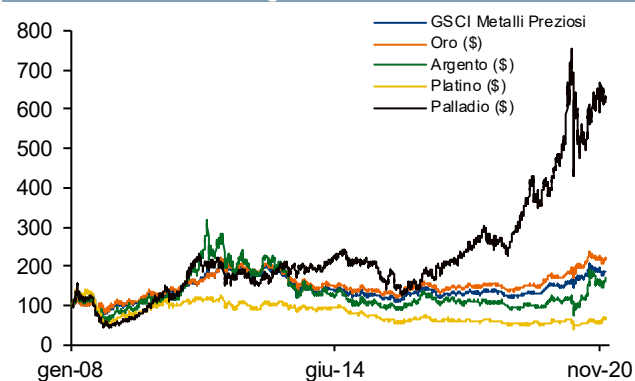
Oro. L'oro, con alle spalle la forte ascesa in area 2.000 dollari nei mesi estivi, ha iniziato poi un blando ritracciamento verso l'attuale intervallo 1.800-1.900 dollari l'oncia. Movimento che lo porterà a chiudere la performance annuale a +23% circa. Il consolidamento in atto, che contribuisce a rendere meno forti le attese rialziste sul 2021, si basa su una serie di aspetti che si sono rafforzati in questo finale di 2020. Il metallo giallo beneficerà ancora dell'effetto combinato di tassi d'interesse reali negativi a lungo termine e di ulteriori misure di stimolo non convenzionali. Ma il clima di ottimismo e la minor avversione al rischio penalizzeranno, il prossimo anno, la domanda di beni rifugio come l'oro. Se nel breve i fattori di sostegno resteranno validi ancora per qualche tempo, nel medio-lungo non è da escludere che la corsa dell'oro possa essere meno vigorosa di quanto ci si aspetti. Nonostante questo, manteniamo la convinzione che nel 2021 l'oro scambierà in un intervallo di prezzo comunque elevato: non assisteremo cioè ad un vero e proprio crollo delle quotazioni ma solo ad un ritracciamento dai massimi. Tecnicamente 1.800 dollari è la soglia al ribasso da non violare, mentre la forte resistenza al rialzo è a 2.100.

Argento. I driver che guidano l'oro nelle ultime settimane sono gli stessi per l'argento, col risultato di spingere le quotazioni ad un consolidamento, in linea col movimento del metallo giallo. Politiche monetarie espansive, tassi di interesse bassi se non negativi, superamento delle preoccupazioni epidemiologiche e dollaro debole sono ancora i driver-chiave, mentre la domanda industriale, i rifornimenti e altri temi più "fisici" restano un elemento che dovrebbe influenzare le quotazioni dell'argento nel 2021. L'argento chiuderà l'anno, probabilmente, come il miglior performer tra i metalli preziosi, recuperando dopo mesi di sottoperformance rispetto all'oro.

Platino e palladio. Anche in questo finale di 2020 confermiamo i consueti temi su platino e palladio, che consolidano al rialzo ma restano sotto i massimi raggiunti durante la forte salita estiva. Continueranno a beneficiare, anche nel 2021, dei driver di medio-lungo termine legati, in particolare, al settore Auto. Il quadro dei fondamentali non cambia da alcuni mesi. Di fondo, rimangono le attese di un ritorno della domanda di veicoli, ipotizzata in crescita nei prossimi anni proprio grazie alla fine della pandemia: un aspetto, quest'ultimo, rafforzato dall'inizio della campagna di vaccinazione in molti Paesi. Fattore che si somma alla ripresa delle attività produttive, soprattutto nei Paesi Emergenti. I veicoli a benzina (catalizzatori contenenti palladio) restano quelli destinati a prevalere a seguito del cambiamento tecnologico ed ambientale in atto, a spese dei veicoli diesel (catalizzatori contenenti platino). Inoltre, restrizioni più ferre sulle emissioni di gas inquinanti (specie nei Paesi Emergenti) dovrebbero aumentare la pressione su palladio e platino (entrambi presenti nei meccanismi di filtro

che impediscono la diffusione di fumi inquinanti), confermando il quadro di ottimismo per le quotazioni di entrambi i metalli, anche per il prossimo anno.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.12.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.186,1	-0,8	7,8	25,9	22,2
Oro (\$)	1.878,2	-1,1	7,0	27,1	23,4
Argento (\$)	26,2	8,0	47,4	52,4	46,6
Platino (\$)	1.012,7	17,1	22,2	7,9	3,9
Palladio (\$)	2.312,6	3,9	19,1	22,9	19,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve mentre si rafforzano i timori di ribasso nel 2021. Prosegue il consolidamento al ribasso delle quotazioni, frutto dalla diminuzione del rischio sui mercati, legata soprattutto alle notizie sui vaccini. Quadro che ha portato alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi e che proseguirà probabilmente fino a fine anno. I driver fondamentali restano i medesimi descritti negli ultimi mesi e tutti non escludono un consolidamento dell'oro. Tassi di interesse reali negativi e rischi geopolitici sono aspetti ancora presenti; è invece calata la necessità di asset rifugio. Lo scenario macroeconomico resta pertanto coerente con un andamento del prezzo dell'oro all'interno di un *trading range* relativamente alto. Rimane l'ipotesi che nel 2021 l'argento possa sovraperformare l'oro grazie all'aumento della domanda nel settore industriale, in particolare nel fotovoltaico. Nel breve, quindi, non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi, un movimento classico sul finale di ogni annata. Nel medio termine ribadiamo come, invece, potremmo assistere a un maggior rallentamento dei prezzi perché, in un orizzonte più ampio, potrebbe venir meno la tensione rialzista, e gli investitori potrebbero preferire, se necessario, altri beni difensivi rispetto ai Preziosi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.12.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.878,2	1.900,0	1.900,0	1.944,0	1.870,0	1.851,5
Argento (\$)	26,2	23,6	23,4	23,5	23,4	22,7
Platino (\$)	1.012,7	900,0	932,5	934,0	941,0	897,5
Palladio (\$)	2.312,6	2.200,0	2.190,0	2.162,5	2.225,0	2.092,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

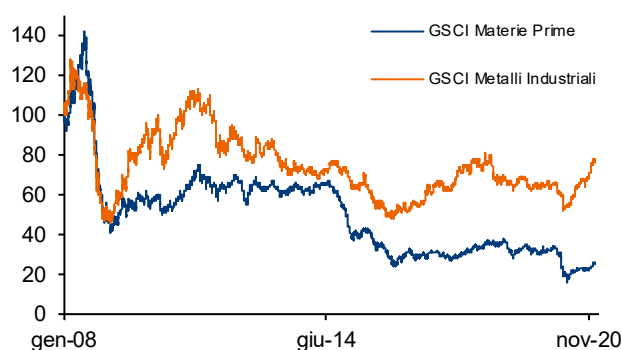
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.12.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.878,2	1.865	1.820	1.810	1.805	1.775
Argento (\$)	26,2	24,1	24,40	25,0	25,00	25,3
Platino (\$)	1.012,7	955	980	970	965	925
Palladio (\$)	2.312,6	2.350	2.300	2.250	2.225	2.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: favoriti dalle attese di recupero economico nel 2021

Il rialzo della domanda di metalli è atteso forte anche nel 2021. Il recupero dei Metalli Industriali ha accelerato nelle ultime settimane, confermando che il settore sta scontando più di altri la ripresa della domanda, come conseguenza del ritorno alla normalità delle principali economie. Lo scenario si compone dei soliti tasselli che stanno caratterizzando un po' tutte le commodity. La diffusione primi vaccini contro la pandemia di coronavirus ha rafforzato le attese di una ripresa dell'economia globale, che potrebbe consolidarsi nel 2021. Le Banche centrali e i Governi hanno confermato le loro politiche economiche pro-cicliche. Gli Istituti centrali manterranno politiche monetarie espansive e tassi nominali estremamente bassi. Infine, dopo la contrazione registrata quest'anno, gli scambi commerciali specie in Asia dovrebbero tornare rapidamente solidi grazie alla nascita del Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), un trattato di libero scambio tra 15 Paesi dell'Asia e del Pacifico. Con più di un terzo del PIL e della popolazione mondiale coinvolti e con gli Stati Uniti fuori dall'accordo e la Cina dominatrice della trattativa, l'intesa commerciale siglata dai Paesi dell'area asiatica e pacifica segna una vittoria politica, ancor prima che economica, della Cina e diviene un potenziale volano per la crescita. I Metalli Industriali dovrebbero trarre i maggiori benefici dagli annunciati investimenti in infrastrutture e dalla transizione verso un modello economico più eco-sostenibile. Nel breve termine, i prezzi dovrebbero subire l'influenza delle oscillazioni stagionali della domanda cinese, visto che andiamo verso la classica sosta dedicata al Capodanno Lunare (che però, quest'anno, è spostato piuttosto in avanti, cioè nella settimana fra l'8 e il 14 febbraio del prossimo anno).

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

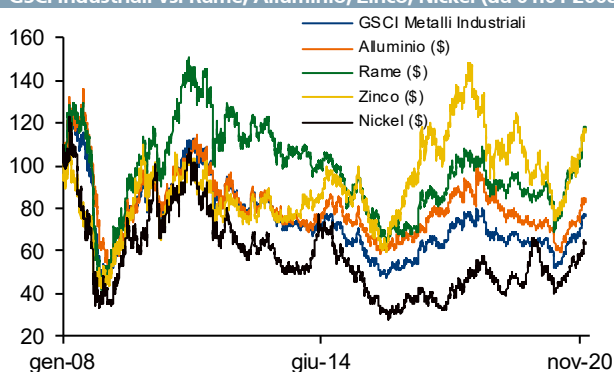
	Valore	Performance (%)	Var. %	Var. %
	21.12.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.941,8	-25,1	-13,2	-8,6
GSCI Industriali	1.422,5	16,7	18,2	51,3
Rame (\$)	7.846,5	27,1	31,0	68,2
Alluminio (\$)	2.020,5	11,6	5,8	34,1
Zinco (\$)	2.807,5	23,2	9,9	85,4
Nickel (\$)	17.267,0	23,1	58,8	99,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

CINA: i dati positivi evidenziano la fase di consolidamento della ripresa economica. Le statistiche e le indagini congiunturali di novembre mostrano come la Cina sia sulla strada di una forte ripresa sul finale anno che, con grande probabilità, continuerà a inizio 2021. A novembre gli **indici Caixin PMI** erano previsti in stabilizzazione ma, invece, hanno registrato risultati migliori delle attese. L'indicatore relativo alla manifattura ha ottenuto il più rapido tasso di espansione da dieci anni a questa parte: è salito, per il settimo mese consecutivo, a 54,9 da 53,6, quando il consenso era di 53,5. L'indice relativo ai servizi è cresciuto invece a 57,8 (consenso 56,4) da 56,8 dimostrando ancora una forte fiducia nel settore. Da questo quadro emerge una solida domanda sia interna che esterna: dal lato domestico, le iniziative del Governo continuano a supportare la domanda d'investimento; dal lato estero, i maggiori partner commerciali sostengono il settore manifatturiero. Le **esportazioni** hanno fatto registrare un balzo a 21,1% a/a (il livello più alto da febbraio 2018) da 11,4% a/a, mentre il consenso optava per un 12% a/a in linea con il dato precedente. Le **importazioni** hanno proseguito la fase di decelerazione attestandosi a 4,5% a/a, contro l'atteso 7,0% a/a, da 4,7% a/a precedente. Le dinamiche commerciali cinesi continuano a beneficiare delle spedizioni di materiale medico-sanitario, in forte rialzo in termini tendenziali, ed elettronico; questo è avvenuto soprattutto verso quelle aree geografiche, come Stati Uniti e Unione Europea, che a novembre stavano registrando una riaccelerazione dei contagi. Invece, l'incremento delle importazioni è guidato da una domanda interna in progressiva ripresa mentre proseguono gli acquisti dall'estero di materie prime e prodotti agricoli, soia in particolare. La **produzione industriale**, non creando sorprese, ha mantenuto un ritmo di crescita di circa il 7,0% a/a per il terzo mese consecutivo. Gli **investimenti fissi non residenziali** da inizio anno sono aumentati del 2,6% a/a, dopo l'1,8% a/a di ottobre: mentre gli investimenti pubblici si confermano l'elemento trainante, quelli privati ottengono un modesto ma incoraggiante +0,2% a/a, che segue a dieci mesi di contrazione. Le **vendite al dettaglio**, in linea con le previsioni, accelerano a 5,0% a/a da 4,3% a/a precedente, grazie a una domanda di consumi cinese in deciso recupero, diffusa a quasi tutti i comparti e specialmente a quello dei beni non essenziali. L'**inflazione headline** a novembre è diminuita ancora portandosi in territorio negativo, per la prima volta da ottobre 2009,

a -0,5% a/a (consenso 0,0 % a/a) da 0,5% a/a, dopo essersi stabilizzata a inizio 2020 su tassi superiori al 5%. Questa dinamica è in gran parte imputabile all'effetto ciclico del prezzo della carne di maiale che lo scorso anno aveva portato al rialzo i listini a causa dell'epidemia di peste suina e che ora rappresenta un importante freno. Infatti, l'inflazione *core*, cioè l'inflazione al netto delle componenti più volatili alimentari ed energia, rimane stabile a 0,5% a/a da luglio, anche se nei prossimi mesi, con il consolidamento della ripresa, potrebbe ricominciare a risalire. Vista la temporaneità di questa dinamica dei prezzi in uno scenario economico positivo, la Banca centrale cinese, dopo aver effettuato la più massiccia iniezione di fondi a medio termine - 905 miliardi di yuan - a sostegno della liquidità, lascia invariati i tassi di riferimento a 1 e 5 anni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: il comparto Auto alla base del probabile rialzo nel 2021.

Tra le materie prime che maggiormente saranno ancora influenzate dalle scelte sul settore Auto, in particolar modo cinese, c'è sicuramente il rame. Il Governo cinese punta moltissimo sulle auto elettriche. Pechino vorrebbe arrivare al 20% di veicoli elettrici venduti sul mercato domestico entro il 2025 e convertire in elettrico tutti i propri trasporti pubblici entro il 2035. La Cina esprime più della metà della domanda globale di rame e la tendenza costante verso l'elettrificazione dovrebbe amplificare ulteriormente la domanda di questo metallo a livello mondiale, non solo cinese. La quantità di rame contenuta nelle autovetture elettriche è quattro volte superiore a quella contenuta in un analogo veicolo dotato di motore a scoppio. Per questo motivo l'aumento delle quotazioni del rame potrebbe superare le nostre stime, che potrebbero essere ulteriormente favorite da una debolezza del dollaro maggiore delle attese e da una implementazione degli investimenti in infrastrutture più veloce del previsto, nel 2021.

Alluminio: ancora previsioni positive nel 2021 ma inferiori ad altri metalli. Secondo i dati pubblicati dall'International Aluminium Industry (IAI), nonostante la pandemia nel 2020 la produzione di alluminio mondiale è aumentata grazie al forte apporto del comparto siderurgico in Cina. A ottobre la produzione mondiale ha toccato un nuovo massimo storico su base mensile, pari a 5,59 milioni di tonnellate metriche,

facendo salire l'output complessivo relativo ai primi 10 mesi dell'anno a 54,2 milioni di tonnellate metriche. Nel 2021 la produzione mondiale dovrebbe registrare un ulteriore aumento, rafforzando le attese di surplus e nonostante previsioni di crescita dei consumi mondiali. L'alluminio resta quindi impostato al rialzo anche nel 2021, ma potenzialmente di dimensioni minori rispetto ad altri metalli industriali.

Zinco: il surplus limita le previsioni di rialzo nel 2021. Rispetto ad altri metalli, anche le quotazioni dello zinco rischiano di registrare, nel 2021, un rialzo minore. Le scorte di zinco raffinato sono aumentate negli scorsi mesi a causa del fatto che il mercato mondiale era già in surplus prima dell'eccezionale azzeramento della domanda dovuto ai *lockdown* e al blocco dell'attività produttiva. L'avvio di un piano di investimenti in infrastrutture potrebbe sostenere il prezzo dello zinco anche se, nell'immediato, appare difficile un'erosione delle scorte così ampia da riportare il mercato stabilmente in deficit e quindi esercitare una forte pressione sui prezzi. Restiamo cautamente positivi ma non indichiamo lo zinco fra le nostre prime scelte per il 2021.

Nickel: candidato ad essere il best performer del 2021. Il nickel resta il candidato principale come miglior metallo industriale nel 2021: è infatti pronto a beneficiare dalla prevista accelerazione della crescita economica globale e dalla transizione verso un'economia più ecosostenibile. La domanda globale di nickel dovrebbe registrare una crescita strutturale nei prossimi anni, visto l'andamento atteso degli investimenti in infrastrutture e dell'elettrificazione. Di contro, l'offerta mineraria è limitata da rischi politici e ostacoli tecnologici che potrebbero creare vuoti di fornitura se la pressione dei consumi si facesse troppo forte. In aggiunta, sui mercati finanziari, il nickel esercita un particolare appeal presso gli investitori, data la forte esposizione a temi strutturali di lungo periodo, come l'auto elettrica. L'aumento delle quotazioni del nickel potrebbe addirittura superare le nostre attese qualora continuasse la debolezza del dollaro oltre le stime di consenso e il piano di infrastrutture, in Cina e negli USA, anche nel campo dell'elettrificazione, viaggiasse ad un ritmo più rapido del previsto.

Performance di medio termine

	21.12.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.422,5	14,0	28,6	16,2	16,7
Rame (\$)	7.846,5	15,7	33,4	27,1	27,1
Alluminio (\$)	2.020,5	13,7	26,0	12,3	11,6
Zinco (\$)	2.807,5	15,0	34,8	19,8	23,2
Nickel (\$)	17.267,0	18,2	36,5	18,9	23,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma il quadro sul 2021 invita ad una moderata prudenza. Il rialzo dei prezzi dei Metalli Industriali è stato, fino ad ora, giustificato, poiché è un comparto che dovrebbe trarre notevole beneficio dal miglioramento dello scenario, visto che la domanda globale sui mercati reali dovrebbe aumentare, di pari passo con gli

investimenti finanziari speculativi in materie prime. La seconda ondata di contagi rischiava di minare la speranza di un recupero del ciclo economico mondiale ma, a mitigare questo scenario negativo, ci stanno pensando le campagne vaccinali in corso. I temi da monitorare sono sempre gli stessi: possibile correzione sui mercati azionari, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto. Detto questo, manterremo comunque un approccio prudente nelle nostre previsioni sul complesso dei Metalli Industriali, perché riteniamo che le quotazioni abbiano scontato troppo in fretta questo scenario positivo e difficilmente potranno mantenere lo stesso ritmo di crescita anche nel 2021. Per questa ragione, indichiamo prima una diffusa stabilizzazione delle quotazioni degli industriali nel 2021, seguita da una crescita più robusta nel 2022 legata anche al futuro della "green economy".

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 4° trim. 21.12.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	7.846,5	6.718	6.885	7.038	6.900	7.400
Alluminio (\$)	2.020,5	1.800	1.830	1.845	1.850	1.950
Zinco (\$)	2.807,5	2.425	2.508	2.520	2.450	2.750
Nickel (\$)	17.267,0	15.000	15.588	16.000	15.250	17.008

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

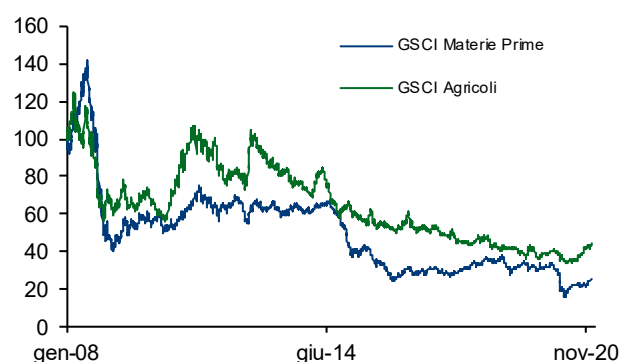
	Valore 4° trim. 21.12.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	7.846,5	7.300	7.300	7.200	7.300	7.400
Alluminio (\$)	2.020,5	1.950	1.950	1.950	1.950	1.950
Zinco (\$)	2.807,5	2.700	2.750	2.800	2.800	2.850
Nickel (\$)	17.267,0	16.100	16.400	17.000	16.900	17.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: premiati nelle scelte di investimento anche nel 2021

Gli Agricoli chiudono il 2020 all'insegna del recupero e si preparano ad un 2021 da protagonisti. Sul fronte delle commodity agricole ci si appresta a chiudere l'anno in corso con quotazioni particolarmente elevate. In aggregato, il settore è infatti tornato sopra i livelli di marzo. A parità di fondamentali, costanti negli ultimi mesi, restiamo dell'idea che l'*appeal* degli Agricoli sugli investitori possa continuare a favorire un quadro positivo delle quotazioni anche il prossimo anno. Sfuggendo alla morsa della pandemia – e grazie anche ai raccolti condizionati dalla siccità – il prezzo delle materie prime agricole dovrebbe crescere anche nel 2021. Un'inflazione, questa derivante dai prodotti agro-alimentari, che, secondo il mercato, è destinata a condizionare almeno il primo semestre del prossimo anno. Con maggiori vantaggi per i cereali classici e forse un *appeal* meno spiccato per le soft commodity, ad esclusione del caffè, che vive sulle aspettative di un quadro di miglioramento legato al ritorno dei consumi al di fuori dell'ambito domestico. Resterà un certo interesse speculativo da parte degli investitori, che sono in cerca di diversificazione, anche nel 2021. E questo aspetto potrebbe sostenere ulteriormente il comparto.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

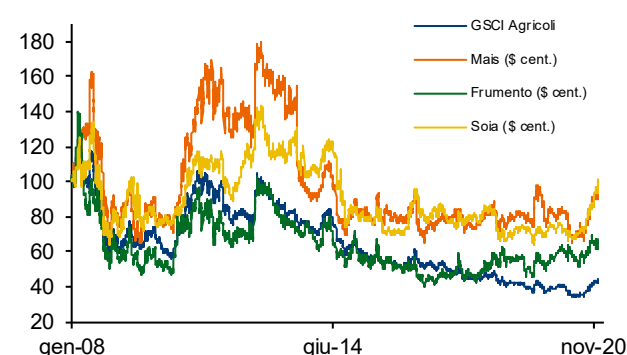
	Valore	Performance (%)	Var. %	Var. %
	21.12.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.941,8	-25,1	-13,2	-8,6
GSCI Agricoli	375,8	8,0	6,5	-17,0
Mais (\$ cent.)	440,0	13,5	16,2	20,1
Frumento (\$ cent.)	611,3	9,4	18,9	29,6
Soia (\$ cent.)	1.243,3	31,8	40,5	40,4
Cotone (\$ cent.)	74,8	8,3	2,2	18,4
Cacao	2.555,0	0,6	12,5	-21,1
Zucchero	14,5	8,3	17,7	-2,9
Caffè (arabica)	124,3	-4,2	24,7	5,8
Caffè (robusta)	1.361,0	0,5	-6,8	-8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: modeste revisioni lasciano lo scenario degli Agricoli pressoché invariato. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di dicembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department

of Agriculture) ha aggiornato le proprie stime sui fondamentali di domanda e offerta globale di cereali per la stagione 2020/21. Tra questi, il **frumento** è quello che dovrebbe mostrare i dati meno positivi ottenendo un surplus di offerta per il secondo anno consecutivo, il settimo in otto anni. Le previsioni sia per la domanda sia per l'offerta di cereali sono state riviste verso l'alto, a fronte di una limatura per quelle relative alle scorte. La produzione di frumento è prevista in espansione a 774 milioni di tonnellate (mt), nuovo record storico, con un incremento di 2 mt rispetto al mese precedente e di 9 mt rispetto al 2019/20, grazie alle maggiori stime di raccolto in Australia, Russia e Canada. La domanda dovrebbe registrare un marcato aumento di 5,1 mt raggiungendo il primato di 757,8 mt, sostenuta da maggiori consumi in Cina, Australia e Unione Europea. Di conseguenza, le scorte finali sono attese in calo di 3,9 mt attestandosi a 316,5 mt, il più alto livello di sempre, con Cina e India che possiedono il 51% e 10% del totale, rispettivamente. Per quanto riguarda lo scenario globale del **mais** ci si aspetta una variazione di 1 mt in positivo per la domanda ma in negativo per l'offerta, e un taglio di 2 mt delle scorte finali. In particolare, il mercato dovrebbe rimanere in deficit anche la prossima stagione, con l'offerta che aumenta più della domanda. La produzione passa così a 1.143,6 mt anziché 1.144,5 mt, comunque in crescita rispetto alla stagione precedente quando i raccolti si erano fermati a 1.116,2 mt. La domanda, invece, è vista in rialzo da 1.156,5 mt a 1.158 mt (1.132,6 mt nel 2019/20), in seguito a una maggior richiesta da parte della Cina. Gli stock finali dovrebbero diminuire a 289 mt da 291,4 mt del mese precedente e da 303,4 mt di inizio stagione. Allo stesso modo, anche il mercato della **soia** dovrebbe rimanere in deficit. La produzione è stata rivista in lieve ribasso di 0,5 mt ma comunque in linea per raggiungere il record storico di 362 mt, dato in netto miglioramento rispetto allo scorso periodo (336,7 mt); mentre la domanda è attesa in leggero aumento a 369,7 mt da 369 mt precedente, con un incremento anche in termini tendenziali (+15,1 mt). Infine, le scorte finali proseguono il loro trend di riduzione e calano di 1,1 mt rispetto a novembre.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

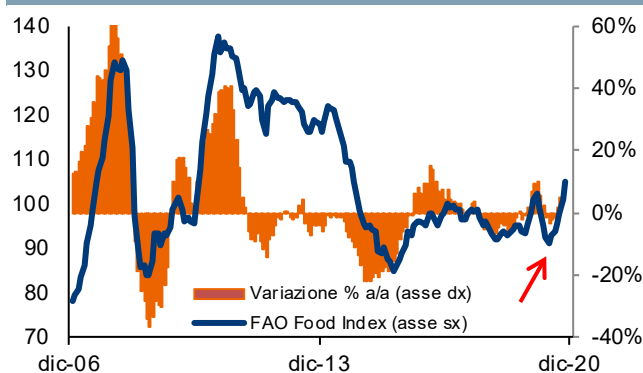
Performance di medio termine					
	21.12.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	375,8	14,1	14,1	14,1	8,0
Mais (\$ cent.)	440,0	19,2	34,0	13,5	13,5
Frumento (\$ cent.)	611,3	9,5	26,0	12,7	9,4
Soia (\$ cent.)	1.243,3	21,9	41,9	33,9	31,8
Cotone (\$)	74,8	17,1	19,6	10,0	8,3
Cacao	2.555,0	-2,8	7,0	5,7	0,6
Zucchero	14,5	15,8	20,6	7,3	8,3
Caffè (arabica)	124,3	11,0	32,6	-4,9	-4,2
Caffè (robusta)	1.361,0	-5,8	18,9	1,5	0,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: ampia crescita per l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari, che raggiunge il più alto valore da sei anni. A novembre l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari è aumentato del 3,9% rispetto allo scorso mese e del 6,5% rispetto a novembre 2019. Questa marcata crescita mensile non solo è la più elevata da luglio 2012, ma ha anche permesso all'indice complessivo di raggiungere il suo valore più alto da sei anni a questa parte. Nel dettaglio, tutte le sotto-commodity hanno ottenuto guadagni a partire dagli oli vegetali, seguiti da zucchero, cereali, prodotti lattiero-caseari e carni. I listini dei cereali hanno registrato il quinto incremento mensile consecutivo con un +2,5%, a fronte di un robusto +19,9% in termini tendenziali. Questo è da attribuirsi a una minor produzione sia di frumento sia di mais (in Argentina nel primo caso, e in Ucraina e USA nel secondo) e a una maggior domanda di orzo e sorgo. Con una crescita del 14,5% m/m le quotazioni degli oli vegetali hanno raggiunto il livello più alto da marzo 2014. Il prezzo dell'olio di palma è salito per il sesto mese consecutivo a causa di una decisa riduzione delle scorte, così come quelli dell'olio di soia e di colza. Allo stesso modo anche i prodotti lattiero-caseari hanno continuato il loro trend verso l'alto, trainati in particolar modo dal costante aumento della domanda di importazione di burro e formaggio; di contro, dopo sei mesi di incremento, il costo del latte scremato in polvere ha subito una flessione a seguito di una maggior disponibilità da parte dell'India e di un minore consumo in Asia. Invece, il prezzo delle carni ha ottenuto il primo aumento mensile da inizio anno con un +0,9%, ma rimane ancora molto inferiore al suo valore di un anno fa (-13,7%). Fautrice di questo cambiamento è la robusta domanda cinese di tutte le tipologie di carne (bovina, suina e ovina) tranne di quella del pollame che, al contrario, ha subito un aumento delle esportazioni dalla parte dei principali produttori a livello mondiale in presenza di una richiesta di importazione contenuta. Per ultimo, il costo dello zucchero ha registrato un incremento del 3,3% m/m, il secondo consecutivo su base mensile. Questo è dovuto principalmente alle attese di un taglio nella produzione mondiale per la stagione 2020-21 derivante, da una parte, da probabili scarse colture in Unione Europea, Thailandia e Russia (colpite da sfavorevoli condizioni atmosferiche) e dall'altra, dai danni causati ai raccolti dal passaggio di un uragano in America centrale.

FAO: ulteriore taglio alla produzione mondiale di cereali ma l'output previsto rimane il più elevato di sempre. Nel rapporto di dicembre sui fondamentali di domanda e offerta di cereali, la FAO prevede un'ulteriore contrazione della produzione di cereali e, a parità di domanda, un calo anche nelle scorte. L'offerta del 2020 è stata rivista verso il basso per il terzo mese consecutivo, prevedendo un taglio di 8 milioni di tonnellate (mt) ma, nonostante questo, è attesa al valore record di 2.742 mt con un incremento del 1,3% in termini tendenziali. La correzione delle previsioni è diffusa a tutti i comparti tuttavia, mentre la produzione di mais e frumento si attesterà sui livelli dello scorso anno, quella del riso raggiungerà il suo massimo storico, nonostante modeste riduzioni. Nel dettaglio, le riduzioni previste per mais e frumento riflettono le inferiori stime di raccolto nei paesi produttori: Stati Uniti e Ucraina, Argentina e Brasile, rispettivamente. Invece, per quanto riguarda il riso, la contrazione è dovuta alle avverse condizioni meteorologiche che hanno colpito il Bangladesh e il Vietnam. La domanda di cereali 2020/21 è rimasta pressoché invariata attestandosi a quota 2.745 mt, in rialzo dell'1,9% se confrontata con il dato di novembre 2019. A fronte di una richiesta costante di riso, il consumo di frumento e quello di mais sono previsti in crescita per via di un maggiore utilizzo nel settore alimentare e non solo: in Brasile e negli Stati Uniti si è verificato un aumento della produzione di etanolo a base di granturco. In conclusione, le scorte di cereali sono attese in calo di 9,6 mt a 866,4 mt, lo 0,7% in meno rispetto a inizio anno ma al di sotto del record del 2017/18. Il rapporto scorte/consumi per il 2020/21 dovrebbe subire di nuovo una contrazione, pur mantenendosi su un livello soddisfacente, e attestarsi intorno al 30,7%, il valore più basso da cinque anni, dopo il 31,8% della stagione 2019/20.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cotone: ancora quotazioni al rialzo anche se il quadro per il 2021 resta incerto. I prezzi del cotone sono saliti ancora questo mese, spinti dal rialzo dei benchmark di riferimento in Cina e arrivando fin sopra area 75 (salvo poi ritracciare), portando la performance da inizio anno sopra l'8%. Il grosso del rialzo resta da attribuire ad investimenti speculativi che sono alla base di quasi tutti i forti movimenti registrati sulle soft commodity nella seconda parte di questo 2020. Sul fronte

dei fondamentali, prosegue l'azione non ufficiale della Cina di bloccare le importazioni di cotone a basso costo dall'Australia, proprio per proteggere l'industria interna e mantenere alti i prezzi dei semilavorati grazie alla forte domanda domestica. A questa azione si somma il divieto di importazione negli USA, introdotto da parte dell'Amministrazione Trump, di cotone e prodotti lavorati della Xinjiang Production and Construction Corps (XPCC), dopo aver ottenuto informazioni che "presumono" l'utilizzo di lavoro forzato degli Uiguri (la minoranza musulmana presente in Cina). La XPCC, nel 2015, produceva il 30% del cotone cinese: è quindi un operatore importante sul mercato internazionale del cotone. Questo quadro dei fondamentali piuttosto variegato e dall'interpretazione non univoca rende il nostro outlook molto prudentiale. Le nostre previsioni indicano un ritracciamento dei prezzi, dai livelli attuali, a partire dal prossimo anno. Restiamo pronti a rivedere le nostre stime qualora questi deficit di prodotto sul mercato diventino strutturali e non un'azione "singola" di rappresaglia da parte dei singoli Paesi.

Cacao: dopo il calo della domanda registrato nel 2020, lo scenario per il 2021 è più favorevole. La stagione 2019-20 per il cacao, terminata a settembre, è stata archiviata con una flessione della domanda e con un ritorno del mercato in surplus per effetto della pandemia. Le ultime stime trimestrali dell'ICCO hanno però evidenziato un ridimensionamento dell'eccesso di offerta inizialmente previsto, con l'incremento delle scorte che è stato rivisto verso il basso a 1,1% a/a da 2,2% precedente. Nel mese di novembre i prezzi dei derivati sul cacao hanno inoltre fatto registrare un recupero, tornando temporaneamente sui massimi dal 2016, grazie al calo delle scorte fisiche nelle principali piazze di scambio e al maggiore ottimismo circa il rimbalzo della domanda nel 2021. Tra fine novembre e inizio dicembre la forza della commodity è stata ridimensionata dalle notizie sugli ingenti arrivi di cacao nei porti ivoriani, in ampia crescita rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Le prospettive di raccolta per la stagione 2020-21, appena iniziata, sono però più favorevoli per i prezzi: tra ottobre e novembre infatti le piogge, soprattutto nelle aree centrali della Costa D'Avorio, sono risultate inferiori alla media stagionale (in un periodo che di norma già coincide con quello di maggior siccità), fattore che potrebbe limitare l'offerta nel 2021 e che, unito alla ripresa della domanda, dovrebbe sostenere le quotazioni del cacao il prossimo anno. Un'ulteriore variabile che potrebbe guidare i prezzi nel 2021 è legata al Living Income Differential (LID) di 400 dollari la tonnellata che i governi di Costa d'Avorio e Ghana, paesi origine di oltre due terzi della produzione globale di cacao, hanno iniziato ad applicare alle vendite a partire da ottobre per sostenere i redditi dei coltivatori. L'efficacia al momento è stata compromessa dal crollo della domanda causato dalla pandemia, con gli acquirenti che hanno prevalentemente attinto alle scorte esistenti (come emerso dagli scambi record di novembre) per evitare di pagare il differenziale. Sembra però inevitabile che nei prossimi mesi, con l'arrivo dei primi raccolti

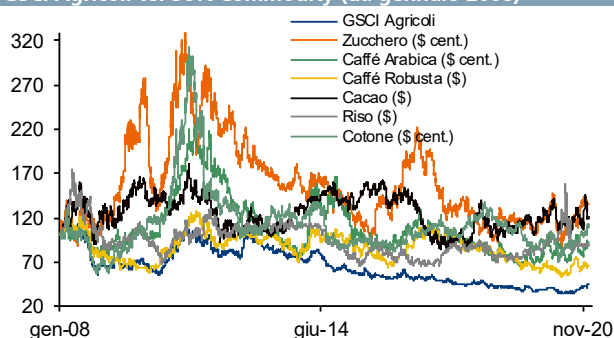
del 2020-21 e il progressivo ridimensionamento delle giacenze di magazzino esistenti, l'applicazione e il rispetto del LID risulteranno più ampi e inizieranno ad impattare le dinamiche di mercato.

Zucchero: prosegue la pausa nel trend di rialzo in questo finale di 2020, lo scenario 2021 appare incerto. Continua il ritracciamento dello zucchero dopo i rialzi dell'estate. E' ancora il tema dell'export indiano, inizialmente atteso in contrazione ed invece totalmente distribuito sul mercato globale: di conseguenza, il dissolversi dei timori legati alle mancate consegne indiane ha smorzato la tensione rialzista sui prezzi. Per quanto riguarda l'altro grande produttore di canna da zucchero, il Brasile, le prospettive per il settore dello zucchero e dell'etanolo dovrebbero migliorare nel 2021, anche se a partire dalla base molto bassa osservata nel 2020, a causa degli effetti economici negativi dell'epidemia di coronavirus in Sud America. Questo a fronte anche di un previsto marginale aumento dei prezzi internazionali dello zucchero nel 2021 rispetto al 2020. Basse previsioni per lo zucchero, unite a un petrolio visto invece in rialzo, spostano l'attenzione sulla produzione di biocarburanti.

Caffè: prosegue il recupero di fine anno, buone prospettive per il 2021. Prosegue il recupero delle quotazioni del caffè partito già nel mese di novembre, quando il rinvio dell'inizio della stagione del raccolto in Vietnam, i danni causati dagli uragani in Centro America e la prolungata siccità in Brasile hanno ridotto le forniture di prodotto sui mercati, spingendo al rialzo i prezzi. Un altro fattore a spingere l'export e a sostenere il mercato è stato il recupero del real brasiliano in relazione alla debolezza del dollaro americano e la sua influenza sul prezzo dell'Arabica. A fine estate il prezzo dell'Arabica in real aveva toccato il massimo storico, mentre in dollari americani risultava poco distante dai massimi segnati a dicembre 2019. A inizio del mese corrente, invece, il prezzo dell'Arabica espresso nella moneta brasiliana è salito fin oltre i precedenti massimi pre-2020, stimolando così le esportazioni dei produttori verso i mercati internazionali. Sul mercato fisico, le ultime stime dell'International Coffee Organization (ICO) contenute nel Coffee Market Report del mese di novembre, indicano che il mercato globale dovrebbe registrare un nuovo eccesso di offerta quest'anno, stimato in circa 0,96 milioni di sacchi, seppur molto inferiore rispetto ai surplus di 2,27 e 4,87 milioni che furono registrati rispettivamente nelle stagioni 2018/19 e nel 2017/18. Nella stagione in corso, 2019/20, la produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 168,55 milioni di sacchi (-1,6% a/a). La produzione di Arabica dovrebbe diminuire del 5,1% a/a a 95,73 milioni di sacchi, mentre quella di Robusta dovrebbe aumentare del 3,2% a/a a 72,82 milioni. Sempre secondo l'ICO: i consumi mondiali dovrebbero attestarsi a 167,59 milioni di sacchi (-0,9% a/a) per la stagione 2019/2020, calo derivante dall'impatto negativo della pandemia che ha impedito il consumo della bevanda nei locali pubblici, fattore non riequilibrato dall'aumento della domanda domestica di caffè. Le nostre previsioni per entrambe le

quotazioni del caffè sono positive per il 2021 ed esposte a rischi al rialzo. Ci attendiamo infatti una robusta ripresa della domanda mondiale di caffè, soprattutto nel 2° semestre del 2021, se l'efficacia dei vaccini, somministrati su larga scala, tornerà a rendere abituale il consumo fuori casa.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve ma con prospettive più positive nel 2021. Con la minaccia dell'emergenza sanitaria attesa in contenimento grazie all'efficacia dei vaccini, si riduce l'incertezza globale e si rafforza invece lo scenario di recupero delle quotazioni del comparto degli Agricoli. A questo quadro di aspetti oggettivamente esogeni al comparto ma decisivi per il futuro rialzo nel 2021, si somma una maggiore consapevolezza delle minacce derivanti dal cambiamento climatico, che vanno dalla salvaguardia delle risorse idriche, alle siccità, alle malattie che possono colpire le colture nelle diverse parti del mondo. Tutti timori che minacciano la sicurezza delle forniture amplificando l'*appeal* del settore agricolo, che offre interessanti opportunità di diversificazione nei portafogli degli investitori, anche nel 2021. In sintesi, sul finale d'anno pensiamo ad un consolidamento delle quotazioni su livelli comunque robusti; nel medio-lungo periodo i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente, ancora una volta non sulla scorta degli specifici fattori legati alla filiera produttiva (difficoltà di trasporto, mancati approvvigionamenti o condizioni meteo avverse) ma, anche e soprattutto, grazie al tema legato alla diversificazione degli investimenti che, anche nel 2021, sarà un driver fondamentale.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.12.20	2020	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	440,0	392,5	420,0	420,0	401,0
Frumento (\$ cent.)	611,3	575,0	580,0	580,0	583,0
Soia (\$ cent.)	1.243,3	1.000,0	1.060,0	1.052,5	1.052,5
Cotone (\$)	74,8	71,0	71,3	71,5	71,0
Cacao	2.555,0	2.400	2.580	2.563	2.550
Zucchero	14,5	13,7	13,7	13,4	13,8
Caffè (arabica)	124,3	110,0	115,0	115,0	105,0
Caffè (robusta)	1.361,0	1.265	1.350	1.370	1.350

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	21.12.20	2020	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	440,0	415	420	420	420
Frumento (\$ cent.)	611,3	595	580	580	585
Soia (\$ cent.)	1.243,3	1.120	1.150	1.150	1.150
Cotone (\$)	74,8	71	71	71	71
Cacao	2.555,0	2.400	2.420	2.440	2.450
Zucchero	14,5	14,6	14,8	14,8	14,8
Caffè (arabica)	124,30	114	120	120	122
Caffè (robusta)	1.361,0	1.350	1.350	1.370	1.380

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 26.11.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com) e nel sito ad accesso riservato Market Hub (<https://markethub-imi.intesasnpaolo.com>).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) uno degli analisti citati nel presente documento (Mario Romani) è socio AIAF.

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Rizzo

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi