

Commodity: spinte dal miglioramento dello scenario

Energia: outlook Moderatamente Positivo ma resta l'attesa per l'esito del meeting OPEC+. Il petrolio si è molto rafforzato nelle ultime settimane, in scia alle notizie positive sui vaccini e consolidando il nostro scenario di recupero verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in lenta ripresa. Gli operatori del comparto petrolifero attendono il meeting OPEC+ del 1° dicembre: difficilmente arriverà un grosso sostegno al mercato ma le attese sono, come minimo, per un prolungamento dei tagli oltre l'attuale scadenza di gennaio 2021. Confermiamo una certa cautela: area 45-55 dollari per il WTI e Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico che ha abbassato il proprio ritmo di recupero, che spera in un superamento della crisi sanitaria e che continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio.

Metalli Preziosi: outlook Neutrale nel breve, ancora cautela nel medio termine. Il consolidamento al ribasso delle quotazioni deriva dalla diminuzione del rischio sui mercati (legato soprattutto alle notizie sul vaccino), che ha portato nelle scorse settimane alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi. Nessuno dei driver fondamentali è quindi realmente cambiato e tutti restano ancora di supporto a un possibile rialzo dell'oro. Nel breve, quindi, non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi. Nel medio termine ribadiamo invece come potremmo assistere a un maggior rallentamento dei prezzi a conferma del nostro scenario.

Metalli Industriali: outlook Moderatamente Positivo da Neutrale, il quadro appare in miglioramento. La seconda ondata di contagi che si sta verificando globalmente rischiava di minare la speranza di un recupero del ciclo economico ma, a mitigare questo scenario negativo, sono arrivate le notizie sui vaccini. I temi da monitorare sono sempre gli stessi: possibile correzione sui mercati, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto. Permangono i dubbi sull'approvazione del piano di rilancio infrastrutturale americano dopo la vittoria di Biden, che vengono però bilanciate dall'accordo commerciale RCEP in Asia, che sosterrà la domanda anche dei Metalli. Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero; nel medio-lungo periodo, invece, pensiamo che il recupero sarà maggiormente differenziato e legato alle scelte degli investitori, con nickel e rame ancora favoriti da fattori specifici legati al futuro della "green economy".

Agricoli: outlook Neutrale ma con prospettive positive. Lo spettro dell'emergenza sanitaria globale è stato contenuto dal cauto ottimismo sull'efficacia dei vaccini, aspetto che non ha fatto altro che consolidare la forza strutturale del comparto degli Agricoli. 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, almeno nel breve termine. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente, ancora una volta non sulla scorta degli specifici fattori legati alla filiera produttiva ma grazie alla necessità di diversificazione di investimento.

26 novembre 2020

14:57 CET

Data e ora di produzione

26 novembre 2020

15:03 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*

	Nov.	Ott.
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	-25,1	34,46
Brent	-26,3	22,68
Gas Naturale	32,3	-25,54
Gasolio	-36,6	20,22
Oro	18,5	18,87
Argento	30,4	15,32
Rame	18,2	3,50
Alluminio	8,8	-1,95
Zinco	20,1	-9,49
Nickel	14,5	31,20
Mais	8,3	3,40
Frumento	5,3	11,03
Soia	25,6	6,86
Cacao	17,8	5,13
Zucchero	10,1	11,55
Caffè	-11,7	27,34
Cotone	2,5	-4,36

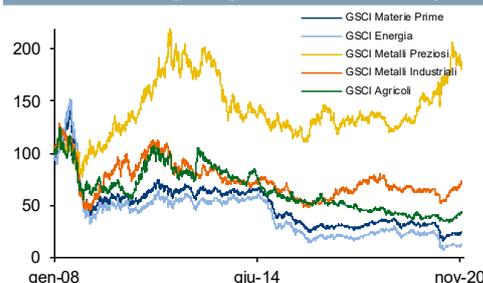
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 25.11.2020

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.11.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.875,1	-27,7	-21,7	-22,8
GSCI Energia	254,3	-48,9	-42,2	-43,5
GSCI Met. Preziosi	2.085,3	16,6	43,9	58,9
GSCI Met. Industriali	1.359,5	11,6	10,6	47,2
GSCI Prod. Agricoli	365,2	4,9	4,1	-20,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.11.2020

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.11.2020 (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 in deciso recupero nonostante pesino ancora i timori su contagi, lo stop alle attività e i successivi riflessi sulla domanda di risorse. Il clima di cautela dovuto ai timori per il contesto epidemiologico, caratterizzato da continui aumenti dei contagi e da nuove misure restrittive negli Stati Uniti ed in Europa, rischia ancora di incidere sulla domanda di materie prime anche se, per ora, sembra prevalere un sentiment di prudente ottimismo (legato anche alle attese per i vaccini) che consente a tutti i comparti di consolidare i rialzi da inizio anno. Se infatti escludiamo il petrolio, zavorrato dal crollo in territorio negativo (ad aprile) dei suoi principali contratti derivati, il resto delle commodity è tornato largamente al di sopra dei livelli toccati nel pieno della pandemia primaverile. I prezzi del greggio esprimeranno probabilmente ancora una certa forza relativa nel breve, pur se permangono i timori sui nuovi *lockdown*, specie in alcuni Stati americani, che rischiano di fiaccare ulteriormente la domanda di carburanti in un momento in cui si avvicina il periodo dei consumi legati al Natale. Gli investitori guardano ormai alla ridda di dichiarazioni dei produttori petroliferi che sta precedendo il meeting OPEC+ di fine mese. L'OPEC e i suoi alleati, *in primis* la Russia, potrebbero scegliere di prendere tempo, spostando in avanti eventuali decisioni sui livelli di produzione, giustificandosi col rialzo in atto delle quotazioni. La domanda di materie prime continuerà a crescere nei prossimi mesi ma a un ritmo più lento rispetto a quello registrato durante l'estate, poiché i nuovi *lockdown* seguiti alla seconda ondata di contagi, specie in Europa, incideranno comunque sui cicli economici di molti Paesi. Al contrario, ha dato grande slancio e fiducia ai mercati la sigla del RCEP (Regional Comprehensive Economic Partnership), 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 e i mercati finanziari dell'area, a maggior ragione nelle nuove dinamiche commerciali post-pandemia. Essendo la Cina il principale consumatore al mondo di commodity, è evidente come si accrescano le aspettative sulla domanda di risorse in arrivo da quell'area. Nel lungo termine la scommessa resta quella legata a uno strutturale recupero delle economie: aspetto che ci consente di confermare un approccio di cauto ottimismo sul rialzo delle quotazioni di tutti i comparti.

Performance di lungo termine

	Valore 25.11.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.875,1	-27,7	-21,7	-22,8
GSCI Energia	254,3	-48,9	-42,2	-43,5
WTI (\$)	45,7	-25,1	-11,5	6,2
Brent (\$)	48,6	-26,3	-19,6	6,9
Gas Naturale (\$)	2,9	32,3	-31,8	31,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

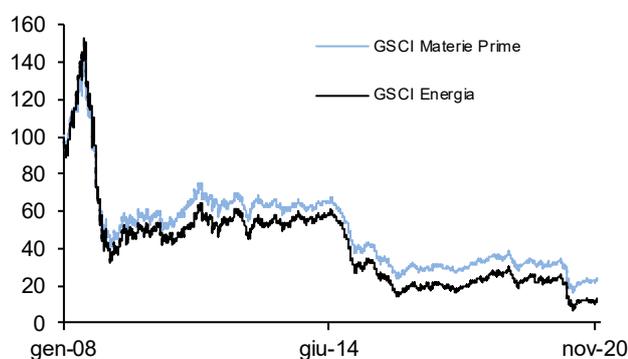
Energia: cresce la tensione per il meeting dei produttori di petrolio a cavallo fra novembre e dicembre. Il prossimo 30 novembre si terrà un'attesissima riunione dell'OPEC a cui farà poi seguito il successivo 1° dicembre la riunione dell'OPEC+. Il mercato fatica a valutare quale potrà essere la scelta dei produttori perché, rispetto al passato, non è possibile sfruttare le indicazioni della Commissione Ministeriale Congiunta di Vigilanza dell'OPEC+ emerse lo scorso 17 novembre. In quel vertice tecnico, infatti, non è stata fornita alcuna comunicazione in attesa del meeting ufficiale. Un eventuale rinvio dell'aumento della produzione di petrolio, ovvero la conferma dei tagli in essere, sarebbe giustificabile solo in base all'intenzione di evitare un impatto negativo sul valore del greggio. Il petrolio infatti continua a salire sull'onda dell'euforia generata dall'annuncio dei risultati dei test sul vaccino anti-COVID effettuati dalle varie case farmaceutiche. L'attuale prezzo del petrolio sembra scontare un rinvio dell'aumento della produzione almeno di tre mesi. I tagli in essere scadono infatti a gennaio e questa scelta prorogherebbe la riduzione dell'offerta solo fino ad aprile 2021. La Russia, vero ago della bilancia della trattativa coi Paesi arabi, sembra essere possibilista circa il rinvio dell'aumento della produzione di 2 milioni di barili al giorno, ma non è chiaro di quanto sia disposta a rinviarlo: se di soli 3 mesi (il minimo) o, come vorrebbero i Sauditi, di almeno 6 mesi. La sensazione è che un'eventuale stabilità del mercato si avrebbe solo a seguito di un accordo per un rinvio più lungo rispetto al minimo: in sostanza, assecondando le richieste dell'Arabia Saudita e dell'OPEC stesso. A questa ipotesi di trattativa si aggiunge anche l'importante tassello legato all'impatto dell'aumento della produzione di petrolio da parte della Libia. L'offerta di Tripoli era scarsa fino a pochi mesi fa, mentre ora gli altri produttori in seno al Cartello dovranno fare i conti con il ritorno della quota della Libia, che difficilmente potrà essere esclusa dal computo dei tagli, come nel recente passato. L'offerta libica dovrà quindi venire, al minimo, equilibrata da altri tagli in seno al Cartello. L'attesa resta quindi carica di tensione, come sempre è accaduto, e anche questa volta si moltiplicheranno le dichiarazioni dei singoli produttori in vista del meeting; il vero accordo sottostante riguarderà però, come sempre, Russia e Arabia Saudita, che non appaiono distanti come posizioni e potrebbero trovare un compromesso.

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: revisioni al ribasso sia per la domanda che per l'offerta globale. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di novembre, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha rivisto in leggero ribasso le stime per la domanda globale di petrolio nel 2020 che è ora prevista in calo di 9,8 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto all'anno precedente, a 90,0 mb/g. La nuova stima riflette una limatura di quanto comunicato in ottobre pari a 0,3 mb/g, imputabile a una domanda più debole delle aspettative nei Paesi OCSE americani e ai recenti *lockdown* introdotti da vari stati europei. Per quanto riguarda il 2021 si prevede che la domanda raggiunga i 96,3 mb/g (+6,2 mb/g a/a), in calo di 0,3 mb/g rispetto alle stime dello scorso mese. Questa flessione, seppur modesta, riflette gli aggiustamenti effettuati sulle stime economiche per le economie avanzate a seguito delle nuove misure restrittive. Sul fronte dell'offerta, per quanto riguarda i Paesi non appartenenti all'OPEC le previsioni per il 2020 mostrano una contrazione di 2,4 mb/g rispetto al 2019, segnando quota 62,7 mb/g. Il dato rappresenta una revisione verso il basso di 0,1 mb/g dall'ultima valutazione mensile ed è dovuto a interruzioni della produzione statunitense nel Golfo del Messico e a minori output in Norvegia, Regno Unito e Messico. Nel 2021, invece, l'offerta è stimata a 63,7 mb/g sulla speranza di un incremento della produzione da parte dell'Oman, anche se rimane l'incertezza sulla capacità effettiva di raggiungere livelli estrattivi sufficienti. L'offerta residuale per

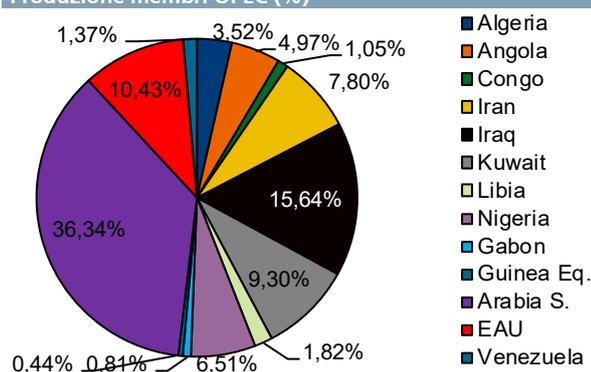
l'OPEC necessaria per riequilibrare il mercato è stata quindi rivista al ribasso di 0,3 mb/g nel 2020 a 22,1 mb/g (in flessione di 7,2 mb/g rispetto al 2019) e di 0,5 mb/g a 27,4 mb/g nel 2021. Infine, secondo fonti secondarie, a ottobre le estrazioni nei Paesi OPEC sono aumentate a 24,4 mb/g con un incremento di 0,3 mb/g rispetto al mese precedente.

EIA: stime poco variare, surplus in leggera diminuzione nel 2020. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di novembre ha aggiustato di poco le proprie stime di domanda e offerta relative al biennio 2020-21 prevedendo un ampio surplus nel 2020 (anche se in calo rispetto alle precedenti stime) di 1,5 milioni di barili al giorno (mb/g), rivisto da 1,7 mb/g. Invece, nel 2021 è atteso un mercato in deficit di 0,4 mb/g, da 0,3 mb/g precedenti. Le previsioni lasciano sostanzialmente invariate le stime della domanda globale a 92,9 mb/g per il 2020 (in calo di 8,6 mb/g rispetto al 2019) e a quota 98,8 mb/g (rivisto di 0,3 mb/g) per il 2021. Allo stesso modo, anche l'offerta da parte di Paesi non-OPEC non ha subito variazioni significative: è prevista a 63,7 mb/g contro i 66,0 mb/g del 2019 e i 64,9 mb/g (da 65,1 mb/g di ottobre) previsti per il 2021. Quest'anno le estrazioni dei Paesi OPEC dovrebbero mantenersi a quota 25,7 mb/g, in crescita di 0,1 mb/g rispetto alla stima dello scorso mese; l'anno prossimo dovrebbero invece crescere di 2,8 mb/g a/a portandosi su una media di 28,5 mb/g, stima ribassata di 0,3 mb/g. Alla luce dei fondamentali descritti, il prezzo del Brent è previsto dall'EIA in calo sia nel 2020 sia nel 2021: a 40 dollari al barile (\$/b), da 41,2 \$/b precedente, per quest'anno e a 47,0 \$/b da 47,1 \$/b per l'anno prossimo. Lo spread tra il Brent e il WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe attestarsi intorno ai 2,4 \$/b.

IEA: tagli alle stime di domanda e offerta per il 2020. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR), ha pubblicato le proprie stime sui fondamentali del greggio rivendendo verso il basso sia la domanda sia l'offerta globale per il 2020. Nell'anno in corso i consumi sono previsti a 91,3 milioni di barili al giorno (mb/g), rivisti da 91,7 mb/g del rapporto precedente, un calo di 8,8 mb/g rispetto al 2019. La revisione risente dell'impatto della recrudescenza dei contagi sulla crescita economica soprattutto nel trimestre finale dell'anno; l'eventuale disponibilità di un vaccino non dovrebbe spingere significativamente gli utilizzi di greggio almeno fino a 2021 inoltrato e la situazione sanitaria dovrebbe pesare sullo scenario anche nei primi tre mesi del prossimo anno. Nel 2021 si attende comunque un recupero di 5,8 mb/g a/a: la domanda dovrebbe raggiungere quota 97,1 mb/g (rivista al rialzo di 0,3 mb/g rispetto ad ottobre ma ancora 3 mb/g al di sotto dei livelli pre-COVID toccati nel 2019). Per quanto riguarda le dinamiche dell'offerta nei Paesi non appartenenti al cartello OPEC, l'output è atteso in diminuzione di 1,3 mb/g a/a nel 2020 a 61,8 mb/g, ma dovrebbe crescere di 0,2 mb/g a 63,7 mb/g nell'anno successivo. La produzione dei Paesi dell'organizzazione OPEC richiesta per portare il mercato all'equilibrio dovrebbe rimanere pressoché invariata:

pari a 23,4 mb/g per quest'anno e a 28,4 mb/g per l'anno prossimo. Le scorte dei Paesi OCSE a settembre calano, per il secondo mese consecutivo, di 19,7 mb a 3.192 mb, restando comunque superiori di 225 mb rispetto alla media quinquennale. Infine, le stime preliminari per le scorte di ottobre mostrano un'ampia riduzione di circa 8,3 mb sia negli Stati Uniti sia in Europa, e una più modesta di 1,2 mb in Giappone.

Produzione membri OPEC (%)



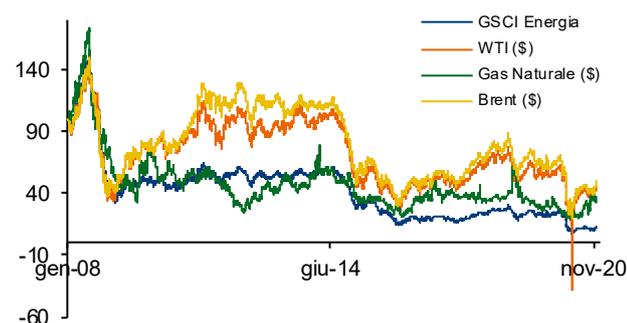
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.10.2020

Performance di medio termine

	25.11.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	254,3	0,4	20,8	-24,9	-48,9
WTI (\$)	45,7	5,3	33,1	-21,7	-25,1
Gas Naturale (\$)	2,9	17,7	61,5	17,2	32,3
Gasolio (\$)	389,3	4,9	31,1	-34,0	-36,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma resta l'attesa per l'esito del meeting OPEC+. Il petrolio si è molto rafforzato nelle ultime settimane, in scia alle notizie positive sui vaccini e rafforzando il nostro scenario di recupero verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in lenta ripresa. Pur restando i timori legati ai rischi sanitari, anche legati all'arrivo della stagione invernale, il cauto ottimismo sulle quotazioni petrolifere è stato supportato dalle speranze di efficacia dei vaccini che potrebbero, già nella prima parte del 2021, consentire di superare l'emergenza

sanitaria. Gli operatori del comparto petrolifero attendono il meeting OPEC+ del 1° dicembre: difficilmente arriverà un grosso sostegno al mercato, ma le attese sono, come minimo, per un prolungamento dei tagli oltre l'attuale scadenza di gennaio 2021. Il mercato ha parzialmente riequilibrato l'eccesso di offerta grazie alla domanda asiatica in decisa ripresa ma continua a registrare la debolezza della domanda europea, l'area economica che con maggior fatica cerca di uscire dalla crisi. Confermiamo una certa cautela: area 45-55 dollari per il WTI e Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico che ha abbassato il proprio ritmo di recupero, che spera in un superamento della crisi sanitaria e che 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. 25.11.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	45,7	41,0	43,0	45,5	46,0
WTI (\$)	48,6	43,0	45,0	48,3	48,0
Gas Nat. (\$)	2,9	2,6	2,7	2,6	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 25.11.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	45,7	43,8	45,0	50,0	51,0
WTI (\$)	48,6	41,5	44,0	48,0	49,3
Gas Nat. (\$)	2,9	2,8	2,6	2,2	2,5

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: cala l'avversione al rischio e, con essa, l'appeal dell'oro

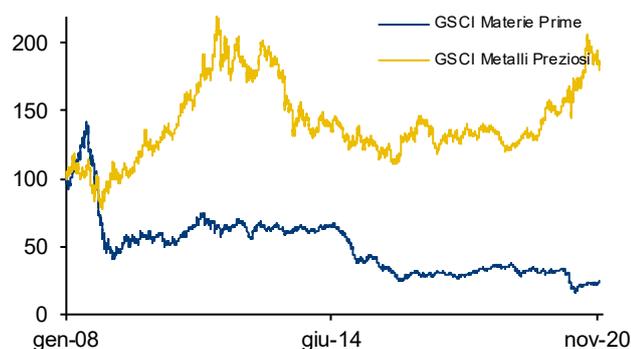
La domanda di asset difensivi non solo è in calo, ma privilegia altre asset class. Prosegue il consolidamento dell'oro e, in generale, di tutto il comparto dei Preziosi, dopo la correzione del mese scorso. Nel giro di poche settimane il quadro è infatti decisamente cambiato: l'annuncio di alcune case farmaceutiche relativo a un vaccino efficace contro il coronavirus ha indotto a un calo nelle quotazioni del metallo giallo; la tensione politica negli USA, dopo il risultato delle Presidenziali, solleva dubbi sugli stimoli futuri. Questi fattori di minor avversione al rischio (vaccino) e minori attese di inflazione (politica fiscale espansiva) hanno spinto gli operatori ad abbandonare gli ETF e le posizioni lunghe sui Preziosi che, in particolare nel caso dell'oro, sono scese ai livelli più bassi degli ultimi 17 mesi. In aggiunta, l'orientamento strutturalmente accomodante della Fed graverà sul dollaro, mantenendolo forzatamente debole. L'effetto risulterà maggiormente visibile sul cambio euro/dollaro vista la posizione decisamente più interlocutoria della BCE che, proprio a dicembre, dovrà decidere come affrontare l'eventualità di un euro eccessivamente apprezzato rispetto alla divisa USA. Questo 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, ma solo in corrispondenza di dati economici che rafforzino il recupero negli Stati Uniti o, viceversa, qualora le tensioni di mercato e l'avversione al rischio costringano gli operatori a rifugiarsi nel dollaro. Altro segnale di conferma che è la valuta americana il principale asset rifugio degli operatori.

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	25.11.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.875,1	-27,7	-21,7	-22,8
GSCI Preziosi	2.085,3	16,6	43,9	58,9
Oro (\$)	1.808,7	18,5	47,9	68,7
Argento (\$)	23,3	30,4	64,0	63,4
Platino (\$)	969,0	-0,5	14,6	13,6
Palladio (\$)	2.346,5	20,9	104,6	321,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento restano legati alle fasi di propensione o avversione al rischio: Platino e Palladio ad aspetti più industriali. Il quadro di fattori che caratterizza Oro e Argento rispetto a Platino e Palladio non sembra cambiare; registriamo però un deciso calo dell'avversione al rischio che sta frenando decisamente le quotazioni di tutti gli asset difensivi, dopo le notizie sull'efficacia dei vaccini in sperimentazione.

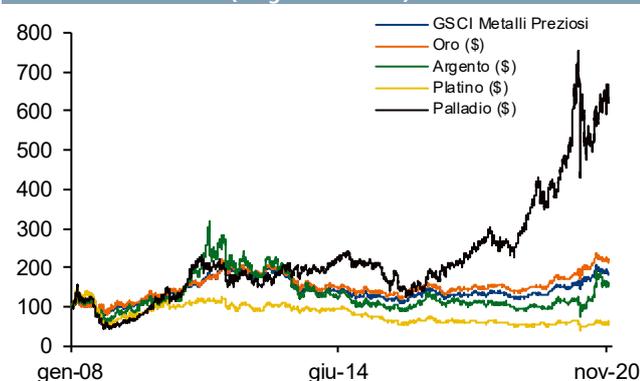
Oro. Il metallo giallo beneficerà ancora dell'effetto combinato di tassi d'interesse reali negativi a lungo termine e di ulteriori misure di stimolo non convenzionali. L'oro è stato protagonista per tutta l'estate, mettendo a segno un deciso rialzo che nelle ultime settimane si è tuttavia ridotto, di pari passo con il calo dell'avversione al rischio dovuto alle notizie sul vaccino. E' probabile che i citati fattori di sostegno restino validi ancora per qualche mese, mentre nel medio-lungo non è da escludere che la corsa dell'oro possa essere meno vigorosa di quanto ci si aspetti. In questo senso, tratteggiando due scenari, quello rialzista trova le sue fondamenta nel dollaro debole e nell'operato delle Banche centrali finalizzato al sostegno all'economia: due elementi in grado di supportare i prezzi del lingotto. L'ipotesi ribassista vede invece l'oro soffrire di uno spostamento dell'attenzione degli investitori verso altre asset class che trarranno vantaggio diretto dal recupero dell'economia. In aggiunta, abbiamo visto che lo status di bene rifugio del metallo giallo potrebbe già essere stato acquisito da altri prodotti come, ad esempio, il dollaro. A nostro avviso in questo momento l'euforia e la forza delle aspettative sui vaccini azzerano la tensione rialzista sull'oro. Tecnicamente 1.800 dollari è la soglia al ribasso da non violare, mentre la forte resistenza al rialzo è a 2.100.

Argento. I fattori che stanno influenzando l'oro nelle ultime settimane sono gli stessi per l'argento, col risultato di spingere le quotazioni ad un consolidamento al ribasso, in linea col movimento del metallo giallo. Politiche monetarie espansive, tassi di interesse bassi se non negativi, preoccupazioni epidemiologiche e dollaro debole sono ancora i driver-chiave, mentre la domanda industriale, i rifornimenti e altri temi più "fisici" restano marginali ma appaiono come l'unico fattore che sta differenziando l'argento dall'oro, impedendone un ribasso più accentuato. L'argento resta il miglior performer tra i metalli preziosi, recuperando dopo mesi di sottoperformance rispetto all'oro: il miglioramento del clima di fiducia e l'ipotesi di un recupero del ciclo economico, grazie al superamento dell'emergenza sanitaria, consentono all'argento di limitare le perdite.

Platino e palladio. Confermiamo i consueti temi su platino e palladio, che consolidano al rialzo ma restano sotto i livelli raggiunti durante la forte salita del periodo estivo, continuando a beneficiare dei driver di medio-lungo termine legati, in particolare, al settore Auto. Il quadro dei fondamentali resta infatti immutato 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 e alla ripresa delle attività produttive, soprattutto nei Paesi Emergenti. I veicoli a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) restano quelli destinati a vincere la battaglia del mutamento tecnologico ed ambientale in atto, a spese dei veicoli diesel (i cui catalizzatori contengono platino). In aggiunta, restrizioni più rigorose sulle emissioni di gas inquinanti (in particolare nei Paesi Emergenti) dovrebbero aumentare la pressione su palladio e platino (entrambi elementi-chiave in tutti i sistemi di contenimento della diffusione di fumi inquinanti), confermando un quadro di ottimismo per le quotazioni di entrambi i metalli.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.11.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.085,3	-8,4	5,1	21,3	16,6
Oro (\$)	1.808,7	-6,9	5,6	23,9	18,5
Argento (\$)	23,3	-14,0	36,3	36,8	30,4
Platino (\$)	969,0	4,1	16,4	6,5	-0,5
Palladio (\$)	2.346,5	7,4	19,0	29,6	20,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve, ancora cautela nel medio termine.

Il consolidamento al ribasso delle quotazioni deriva dalla diminuzione del rischio sui mercati, legato soprattutto alle notizie sul vaccino, che ha portato nelle scorse settimane alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi. Nessuno dei driver fondamentali è quindi realmente cambiato e tutti restano ancora di supporto a un possibile rialzo dell'oro. Tassi di interesse reali negativi e rischi geopolitici sono aspetti ancora presenti; è invece leggermente calata la ricerca di asset rifugio. Nel breve, quindi, non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi. Nel medio termine ribadiamo come invece potremmo assistere a un maggior rallentamento dei prezzi, a conferma del nostro scenario secondo cui, in un orizzonte più ampio, potrebbe venir meno la tensione rialzista, dato che gli investitori preferiranno altri beni difensivi rispetto a oro e Preziosi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.808,7	1.900,0	1.910,0	1.900,0	1.870,0	1.812,5
Argento (\$)	23,3	23,3	22,6	22,7	22,4	22,2
Platino (\$)	969,0	900,0	913,0	900,0	916,3	850,0
Palladio (\$)	2.346,5	2.180,0	2.180,0	2.125,0	2.127,5	2.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.808,7	1.850	1.820	1.810	1.805	1.775
Argento (\$)	23,3	24,0	24,4	25,0	25,00	25,3
Platino (\$)	969,0	900	890	870	868	850
Palladio (\$)	2.346,5	2.300	2.200	2.150	2.150	2.100

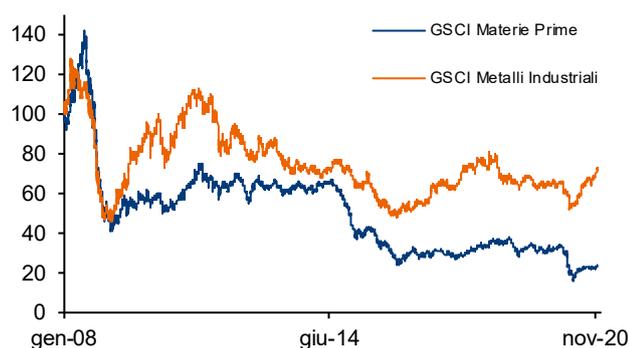
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: accelerano, favoriti dal miglioramento del sentiment

Si rafforzano le aspettative di ripresa e di rialzo della domanda.

Il recupero dei Metalli Industriali ha accelerato nelle ultime giornate, confermando che il settore sta scontando più di altri la ripresa della domanda, come conseguenza del ritorno alla normalità delle principali economie. Gli annunci in rapida successione di alcune case farmaceutiche circa l'efficacia del vaccino contro il COVID-19 hanno avuto l'effetto di sostenere le attese di una veloce ripresa dell'economia. L'arrivo dei vaccini permetterebbe di superare l'emergenza sanitaria consentendo all'economia globale, soffocata dai *lockdown* e dalle restrizioni, di riprendere il percorso di ripresa che si era già iniziato a vedere nel periodo tra la prima e la seconda ondata di contagi. Nel breve termine appare chiaro come le difficoltà non siano superate, ma un comparto come quello dei Metalli Industriali è noto per il suo ruolo anticipatore degli eventi. La speranza di un ritorno alla normalità è infatti già sufficiente per innescare dinamiche di spostamento verso quegli asset che potrebbero maggiormente beneficiare di un ritorno più veloce della crescita. E' questo che sta accadendo su tutti gli Industriali, con la consapevolezza che in alcune aree del mondo, in particolare in Asia, l'economia ha già ripreso a crescere ed è proprio la Cina il principale utilizzatore dei metalli. Sul fronte occidentale, invece, le lungaggini che stanno caratterizzando l'approvazione del pacchetto di opere infrastrutturali negli Stati Uniti (in attesa del completamento del passaggio di consegne fra Trump e Biden) sono la prova di come l'incertezza crei tensione sui mercati e possa immediatamente minare l'ottimismo degli investitori, specie in questa fase in cui l'avversione al rischio è l'ago della bilancia che determina le scelte degli operatori.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var. %	Var. %
	25.11.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.875,1	-27,7	-21,7	-22,8
GSCI Industriali	1.359,5	11,6	10,6	47,2
Rame (\$)	7.300,0	18,2	18,0	57,5
Alluminio (\$)	1.970,0	8,8	0,9	31,2
Zinco (\$)	2.738,3	20,1	4,8	75,2
Nickel (\$)	16.058,0	14,5	47,7	74,6

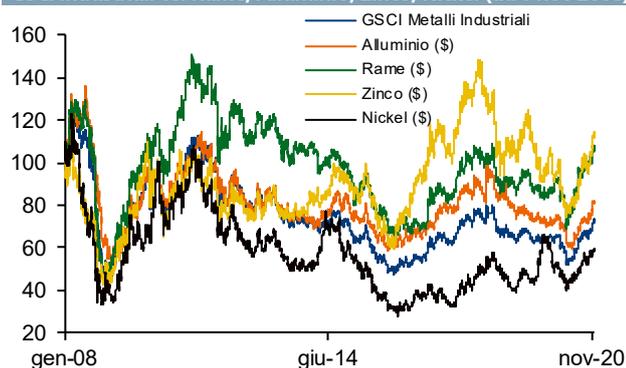
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: i dati positivi puntano verso un consolidamento della ripresa sul finale d'anno.

Dopo il dato positivo sulla crescita del PIL nel 3° trimestre, le statistiche e le indagini congiunturali puntano verso un proseguimento della ripresa anche sul finale d'anno. Ad ottobre, infatti, gli **indici Caixin PMI** hanno battuto le previsioni di un deterioramento e hanno registrato inattesi miglioramenti, con l'indagine relativa alla manifattura che è salita a 53,6 (consenso 52,8) da 53,0 precedente, ai massimi dal gennaio del 2011, mentre quella sui servizi ha evidenziato un'accelerazione dell'attività, con l'indice relativo che è salito a 56,8 (consenso 55,0) da 54,8 precedente. La solida domanda che emerge dalle indagini congiunturali riflette però quasi esclusivamente la componente interna, mentre le commesse per le esportazioni registrano una sostanziale stagnazione per effetto della recrudescenza dei contagi e dalla reintroduzione di misure di confinamento in molti partner commerciali. Anche i dati reali di ottobre sono risultati complessivamente positivi, soprattutto se si considera che il mese in esame ha avuto meno giorni lavorativi rispetto allo scorso anno per una coincidenza di festività nazionali. Le **esportazioni** sono infatti salite dell'11,4% a/a (consenso 9,2% a/a), in accelerazione dal 9,9% a/a precedente, mentre le **importazioni** hanno esibito una decelerazione della crescita a 4,7% a/a (consenso 8,6% a/a) da 13,2% a/a. Le dinamiche commerciali cinesi continuano a beneficiare delle esportazioni di prodotti medicali, in forte crescita in termini tendenziali; evidenziano peraltro segnali di ripresa anche le vendite di altre tipologie di prodotti, soprattutto in quelle aree geografiche come il resto dell'Asia e il Nord America che, ad ottobre, non avevano ancora subito la riaccelerazione dei contagi. La crescita delle importazioni invece segnala una domanda interna in progressiva ripresa, mentre proseguono gli acquisti dall'estero di beni agricoli, come la soia, probabilmente dagli Stati Uniti. La **produzione industriale** ha mantenuto lo stesso ritmo di crescita registrato in settembre, di 6,9% a/a (consenso 6,7% a/a), mentre gli **investimenti fissi non residenziali** accelerano da inizio anno a 1,8% a/a (da 0,8% a/a); quelli pubblici si confermano come la principale fonte di supporto ma anche quelli privati, seppur restando in territorio negativo, proseguono nel graduale sentiero di recupero. Le **vendite al dettaglio** hanno infine accelerato a 4,3% a/a da 3,3% a/a, anche se in misura inferiore alle attese (5,0% a/a), ma con indicazioni comunque incoraggianti per la domanda di

consumi cinese, con tutti i comparti (ad eccezione dei carburanti) che hanno ormai recuperato e, in alcuni casi, superato ampiamente i livelli dello scorso anno. L'**inflazione headline** ad ottobre è calata ancora e si è portata a 0,5% a/a da 1,7% a/a, dopo che a inizio 2020 si era stabilizzata su tassi superiori al 5%: è possibile che nei prossimi mesi fletta ulteriormente. Tale dinamica è però in gran parte imputabile all'effetto della carne di maiale che lo scorso anno aveva trainato la crescita dei prezzi a causa dell'epidemia di peste suina e che ora rappresenta un importante freno per i listini. Decisamente più stabile invece l'**inflazione core** (al netto delle più volatili componenti alimentare ed energia), invariata allo 0,5% a/a ormai da luglio e che nei prossimi mesi, con il consolidamento della ripresa, potrebbe ricominciare a risalire. Per questo motivo, la dinamica dei prezzi non dovrebbe rappresentare un importante fattore di preoccupazione per la **Banca centrale** che, grazie anche ad uno scenario ancora positivo, non dovrebbe varare ulteriori misure di stimolo e dovrebbe confermare i tassi di riferimento a 1 e a 5 anni invariati anche nei prossimi mesi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto sui singoli Metalli: le attese di efficacia dei vaccini aprono scenari ancor più positivi per tutti i sotto comparti. Se il sentiment in miglioramento è un fattore di supporto trasversale a tutti i metalli, un altro elemento lo è in maniera caratterizzante: la Cina. In Cina il PIL del periodo luglio-settembre è salito del 4,9% rispetto allo stesso trimestre del 2019, un ottimo risultato dopo la contrazione del 6,8% sperimentata nei primi mesi dell'anno. La Cina rischia di essere dopo il coronavirus l'unico Paese in crescita nel 2020 tra quelli economicamente rilevanti, se non deluderà nell'ultimo trimestre di quest'anno. Questo consente di ipotizzare uno scenario in cui per un certo periodo il mondo potrebbe viaggiare a due velocità, con i Paesi che per primi sono usciti dall'emergenza COVID-19 in espansione e, al contrario, quelli ancora alle prese con *lockdown* e chiusure che rischiano di restare indietro. La Cina è il principale consumatore di metalli, e questo è ancor più vero dopo il varo del piano quinquennale da parte del Governo cinese, che 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.

Rame e Alluminio: prosegue il rialzo. Tra le materie prime che maggiormente possono essere influenzate dalle scelte sul settore Auto cinese ci sono sicuramente il rame e l'alluminio. In ottobre la Cina ha importato 618.000 tonnellate di **rame**, portando il totale da inizio anno a 5,6 milioni di tonnellate. La Cina esprime più della metà della domanda globale di rame e, negli ultimi mesi, le importazioni sono cresciute di più che nei 5 anni precedenti: il gigante cinese sta cioè assorbendo il surplus di rame mondiale. Anche l'**alluminio** è stato oggetto di volumi elevati di domanda: nei primi 9 mesi dell'anno 766.000 tonnellate di alluminio primario e 932.000 tonnellate di lega di alluminio (erano state 243.000 tonnellate nei primi 9 mesi del 2019) sono state assorbite dalla struttura produttiva cinese. I prezzi di questi metalli hanno ovviamente risentito dell'andamento della domanda, registrando forti rialzi sui mercati internazionali. Per entrambi le previsioni appaiono in deciso miglioramento.

Zinco: il surplus di offerta non appare ancora risentire della possibile domanda per infrastrutture. Se è vero che la Cina ha ripreso ad assorbire il grosso dell'offerta di metalli erodendone gli eventuali surplus, questo non sta accadendo per zinco, piombo e nickel, che non sembrano pare essere al centro dall'appetito di Pechino. La chiusura delle miniere nei mesi scorsi, dovuta al diffondersi della pandemia di coronavirus, è all'origine di un aumento di oltre il 20% del prezzo dello zinco nel mese di ottobre. Questo però a fronte di una domanda che si mostra debole, al punto che il consenso di mercato prevede comunque un surplus di 83.000 tonnellate per il 2021, ovvero circa il doppio rispetto alle indicazioni precedenti. Nonostante il timore che questo eccesso di materiale continui a gravare sul mercato, lo zinco è fra i metalli che potrebbero ancora godere della crescente domanda di infrastrutture, specie nei Paesi emergenti. In tal senso, preoccupano le lungaggini approvative del pacchetto di aiuti fiscali negli USA, pur dopo il voto alle Presidenziali e l'inizio del passaggio di consegne fra Trump e Biden.

Nickel: Restano i medesimi temi di produzione e consumi legati al ciclo economico cinese del 2021. Non cambiano i temi di fondo: benché il mercato si attenda un forte aumento della produzione indonesiana di nickel, riequilibrato peraltro dal deciso aumento della domanda in arrivo dalla Cina, i prezzi non hanno smesso di salire nemmeno questo mese. Per il 2021 più di un'agenzia si attende un deficit di offerta pari a 4.000 tonnellate, rispetto ad un mercato 2020 contraddistinto da un eccesso di offerta pari probabilmente a 110.000 tonnellate. Così come per rame ed alluminio (meno per lo zinco) anche nel caso del nickel l'inversione nelle previsioni sugli approvvigionamenti fisici deriva in maniera diretta dal forte ritorno dei consumi cinesi, che in modo rapido hanno inciso su volumi e quotazioni. Ovviamente, anche per il nickel, la

conferma di questo scenario prospettico, sui fondamentali, supporta le previsioni di rialzo dei prezzi del metallo.

Performance di medio termine					
	25.11.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.359,5	9,4	31,1	13,9	11,6
Rame (\$)	7.300,0	10,7	36,1	23,2	18,2
Alluminio (\$)	1.970,0	10,7	29,6	12,4	8,8
Zinco (\$)	2.738,3	11,5	37,6	18,8	20,1
Nickel (\$)	16.058,0	5,9	30,1	10,0	14,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale, il quadro appare in miglioramento. La seconda ondata di contagi che si sta verificando globalmente rischia di minare la speranza di un recupero del ciclo economico mondiale ma, a mitigare questo scenario negativo, sono arrivate le notizie sui vaccini delle varie case farmaceutiche. I temi da monitorare sono sempre gli stessi: possibile correzione sui mercati azionari, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto. Permangono le tensioni legate ai dubbi sull'approvazione del piano di rilancio infrastrutturale americano (anche dopo la vittoria di Biden), che vengono però bilanciate dall'accordo commerciale RCEP in Asia, che sosterrà anche la domanda dei Metalli. Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero; nel medio-lungo periodo, invece, pensiamo che il recupero sarà maggiormente differenziato e legato alle scelte degli investitori, con nickel e rame ancora favoriti da fattori specifici legati al futuro della "green economy".

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	7.300,0	6.591	6.400	6.400	6.463	6.599
Alluminio (\$)	1.970,0	1.758	1.700	1.730	1.770	1.790
Zinco (\$)	2.738,3	2.373	2.300	2.350	2.338	2.375
Nickel (\$)	16.058,0	14.617	14.250	14.800	15.033	15.500

Fonte: consenso Bloomberg

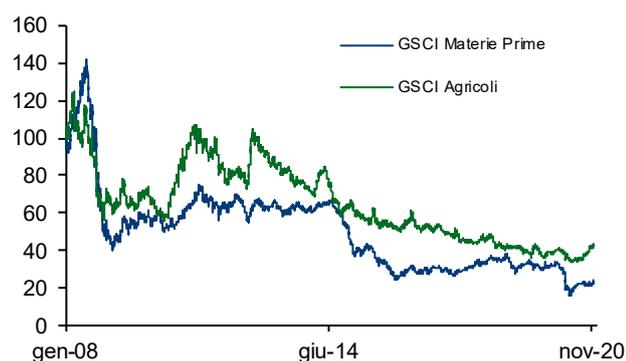
Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	7.300,0	6.950	7.100	7.000	7.065	7.150
Alluminio (\$)	1.970,0	1.900	1.900	1.870	1.890	1.920
Zinco (\$)	2.738,3	2.600	2.750	2.800	2.800	2.850
Nickel (\$)	16.058,0	15.750	16.000	16.500	16.675	17.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: ancora privilegiati nelle scelte di investimento

Gli Agricoli esercitano ancora un forte *appeal* finanziario presso gli investitori. I temi restano invariati per le quotazioni delle materie prime agro-alimentari, che erano scese ai minimi dagli Anni '70 in giugno ma proseguono nel loro trend di recupero, in atto da molti mesi. Alla base del rialzo il forte *appeal* finanziario esercitato sugli investitori, che in precedenza avevano invece privilegiato altre commodity. Un quadro che alimenta il recupero dopo i forti ribassi dei prezzi nella fase più dura della pandemia e del conseguente *lockdown*. Gli aspetti fondamentali appaiono non particolarmente favorevoli ma restano in secondo piano. Le riserve restano consistenti, così come appaiono garantiti i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo; ora che siamo all'inizio dell'inverno (nell'emisfero settentrionale) incombe sul comparto l'insieme degli eventi metereologici classici per questa stagione. Permane un certo interesse speculativo da parte degli investitori, che sono in cerca di diversificazione, e questo aspetto potrebbe sostenere ancora il comparto nel breve.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

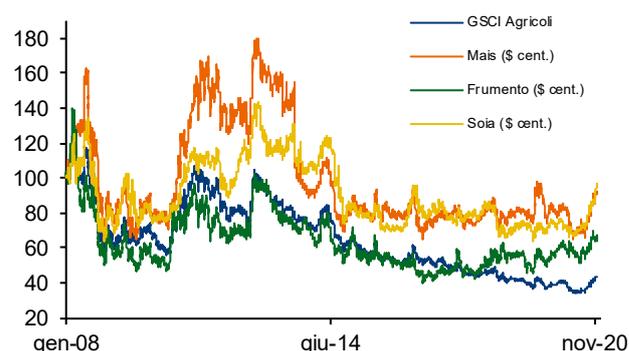
	Valore 25.11.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.875,1	-27,7	-21,7	-22,8
GSCI Agricoli	365,2	4,9	4,1	-20,4
Mais (\$ cent.)	420,0	8,3	17,0	14,8
Fruento (\$ cent.)	588,3	5,3	17,7	22,7
Soia (\$ cent.)	1.184,0	25,6	34,4	35,3
Cotone (\$ cent.)	70,8	2,5	-5,5	14,2
Cacao	2.993,0	17,8	45,2	-9,3
Zucchero	14,8	10,1	18,4	-0,9
Caffè (arabica)	114,5	-11,7	6,9	-6,8
Caffè (robusta)	1.366,0	0,9	-13,2	-8,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: lo scenario sugli Agricoli, al netto delle revisioni, rimane pressoché invariato. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le proprie stime sui fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali, relativi alla stagione 2020-21. A livello globale, le previsioni per la

domanda di **frumento** sono state riviste verso l'alto a fronte di una limatura per quelle relative all'offerta. La stagione dovrebbe infine terminare con un aumento delle scorte, anche se in misura inferiore rispetto alle stime del rapporto precedente. La produzione è prevista in crescita di 7 milioni di tonnellate (mt) rispetto al 2019-20 a 772 (mt), rivisto da 773 mt precedente. La revisione riguarda in particolare l'Argentina, che è stata colpita da lunghi periodi di siccità e freddo. La domanda è stimata a 753 mt, rivista verso l'alto di 1,7 mt rispetto alla precedente stima, sostenuta da maggiori consumi in Cina e in Europa, confermando così la crescita da 748,3 mt della stagione precedente. Invece, le stime per le scorte finali sono state riviste al ribasso di 1,0 mt attestandosi comunque al record storico di 320,5 mt. Lo scenario mondiale per il **mais** prevede, rispetto al mese precedente, una riduzione su tutti i fronti. In particolare, le stime per la produzione si attestano a quota 1.144,6 mt da 1.158,8 mt; la revisione riguarda alcuni paesi produttori come Ucraina, Europa e Russia. Il dato è in crescita rispetto alla stagione precedente quando i raccolti si erano fermati a 1.116,2 mt. Anche la domanda subisce una contrazione passando da 1.162,6 mt di ottobre a 1.156,5 mt di questo mese. In linea con il trend, gli stock finali dovrebbero calare a 291,4 mt (rivisto da 300,4 mt) da 303,3 mt di inizio stagione. Le stime per la **soia** seguono lo stesso andamento di quelle del mais. La produzione è rivista verso il basso di quasi 5,9 mt a 362,6 mt, livello molto inferiore al dato della scorsa stagione (336,7 mt); la domanda cala leggermente di 1,6 mt rispetto allo scorso mese ma comunque in rialzo in termini tendenziali: a 369,0 mt da 353,9 mt del 2019/20. Infine, le scorte finali calano da 93,8 mt a 86,5 mt in novembre.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

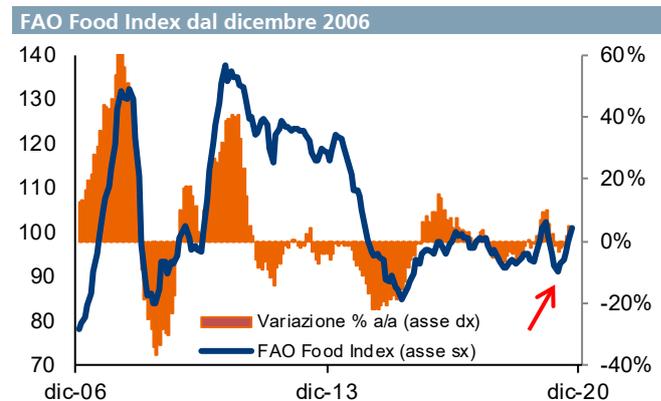
Performance di medio termine					
	25.11.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	365,2	15,6	15,6	15,6	4,9
Mais (\$ cent.)	420,0	23,3	32,1	13,4	8,3
Fumento (\$ cent.)	588,3	11,6	15,6	10,8	5,3
Soia (\$ cent.)	1.184,0	29,6	42,1	32,7	25,6
Cotone (\$)	70,8	9,0	22,9	9,4	2,5
Cacao	2.993,0	18,0	25,0	13,1	17,8
Zucchero	14,8	15,8	35,1	15,2	10,1
Caffè (arabica)	114,5	-7,1	10,5	-2,8	-11,7
Caffè (robusta)	1.366,0	-10,2	12,1	-0,1	0,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: i prezzi delle materie prime alimentari continuano il loro trend positivo. A ottobre l'indice FAO relativo alle materie prime alimentari è aumentato del 3,1% rispetto al mese precedente e del 6,0% rispetto a ottobre 2019. Questo dato, in crescita per il quinto mese consecutivo, è attribuibile a una stabilizzazione dei prezzi di zucchero, prodotti lattiero-caseari, cereali e oli vegetali, a fronte di una leggera flessione delle carni. In particolare, le quotazioni dei cereali sono cresciute del 7,5% m/m, registrando un forte incremento (+16,5%) in termini tendenziali. Ciò è avvenuto grazie a un'ampia domanda di frumento e mais, e nonostante la diminuzione del prezzo del riso in seguito a una maggior offerta dall'Asia. I listini degli oli vegetali hanno segnato un moderato aumento mensile (+1,8%), con l'olio di palma che per il quinto mese di fila registra una robusta domanda globale, mentre l'olio di soia è sostenuto da una solida offerta dall'America del Sud. Anche i prezzi dei prodotti lattiero-caseari hanno segnato una risalita del 2,2% m/m e del 3,5% a/a, con il formaggio che ha visto una maggior crescita, seguito da latte scremato in polvere, latte intero in polvere e burro. Questo è dovuto a una spinta della domanda interna in Europa e alla minore disponibilità di esportazioni dall'Oceania a causa dell'avvicinarsi del periodo di calo stagionale della produzione. Invece, le quotazioni delle carni hanno subito un modesto calo mensile (-0,5%), il nono da inizio anno, e un pesante -10,7% in termini tendenziali. In seguito al ribasso delle quotazioni dei prodotti tedeschi, su cui agiscono le restrizioni imposte dalla Cina, il prezzo della carne di maiale è diminuito, così come quello della carne bovina, la cui domanda è calata negli Stati Uniti, mentre tengono pollame e ovini. Per ultimo, il prezzo dello zucchero ha registrato un significativo incremento: +7,6% rispetto al mese precedente e +9,3% rispetto allo scorso anno. Questo risultato riflette le prospettive di una minor produzione sia in Brasile e India, i principali paesi produttori, sia in Thailandia, visti i livelli di pioggia più bassi della media. Inoltre, il listino dello zucchero mostra un'alta volatilità, dovuta ai movimenti del real brasiliano nei confronti del dollaro statunitense.

FAO: nonostante il taglio alle stime della produzione mondiale di cereali, l'output previsto rimane il più elevato di sempre. Nel rapporto di novembre sui fondamentali di domanda e offerta di cereali, la FAO prevede ulteriori tagli alla produzione di cereali, in particolare quella di mais e grano, e una maggior domanda globale con conseguente calo delle scorte. L'offerta

2019/2020 è stata rivista verso il basso, per il secondo mese consecutivo, di quasi 13 milioni di tonnellate (mt), ma nonostante questo è prevista al rialzo dell'1,6% rispetto allo stesso mese dello scorso anno, raggiungendo quota record di 2.750 mt. La correzione delle previsioni si concentra su mais e frumento, a causa delle avverse condizioni meteorologiche nei paesi produttori: in Unione Europea, Ucraina e Argentina. Al contrario, per quanto riguarda il riso è previsto un aumento, seppur leggermente al di sotto delle aspettative, dell'1,5% rispetto a ottobre dello scorso anno. Allo stesso modo anche la domanda ha subito una leggera variazione in positivo delle stime attestandosi a quota 2.745 mt, in rialzo dell'1,9% se confrontata con il dato di ottobre 2019. La richiesta di frumento è stata rivista in lieve crescita in seguito all'atteso aumento di domanda da parte dell'Europa, a fronte di previsioni di un consumo pressoché costante di mais e riso. Come risultato, le scorte di cereali sono diminuite di 13,6 mt attestandosi a 876 mt, una variazione di solo lo 0,5% rispetto ai livelli di inizio anno ma al di sotto del record del 2017/18, mentre il rapporto scorte/consumi per il 2020/21 dovrebbe attestarsi intorno al 31,1%. Questo dato è minore rispetto al 31,6% stimato il mese precedente e al 31,8% della stagione 2019/20, ma rimane comunque alto in termini storici.



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cotone: ancora quotazioni al rialzo ma il quadro futuro resta incerto. I prezzi del cotone sono saliti ancora questo mese, spinti dal rialzo dei benchmark di riferimento in Cina. Il grosso del movimento è da attribuirsi ad investimenti speculativi che sono alla base di quasi tutti i forti movimenti registrati sulle commodity agricole. Fattore a cui si somma l'azione, non ufficiale, di blocco delle importazioni di cotone a basso costo dall'Australia, proprio per proteggere l'industria interna e mantenere alti i prezzi dei semilavorati grazie anche alla forte domanda interna. L'ultimo report WASDE a cura del Dipartimento dell'Agricoltura USA segnalava un calo della produzione globale intorno alle -158.000 balle, per un totale di 116,8 milioni nella stagione 2020/2021, ma col Brasile ad ampliare la sua offerta di 330.000 balle. Incremento anche delle riserve mondiali di 378.000 balle a 99,6 milioni. L'incremento delle riserve mondiali di cotone sarebbe da imputare al comparto della filatura indiana. Proprio la CAI (la

Cotton Association of India) recentemente ha sottolineato come lo stoccaggio del prodotto, in India, abbia raggiunto livelli record. Incrementi sono stati registrati anche da Australia (+400.000 balle), Cina (+250.000) e Uzbekistan (+150.000), mentre pesa il forte calo della produzione in Pakistan (-800.000). Questo quadro dei fondamentali piuttosto variegato e dall'interpretazione non univoca appare coerente con le nostre previsioni di consolidamento dei prezzi.

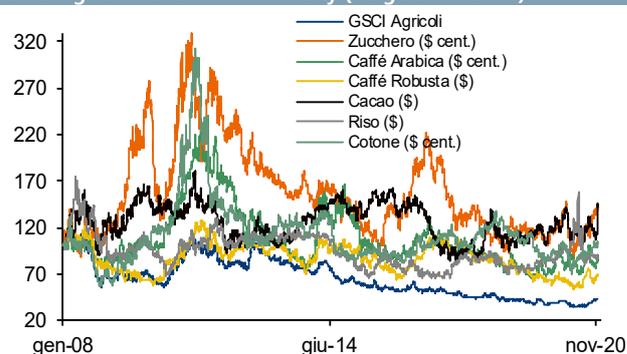
Cacao: prezzi in forte ascesa ma restano i dubbi sul futuro. I future sul cacao hanno registrato, nelle ultime sedute, un deciso rialzo a causa del nervosismo alimentato dai problemi relativi all'offerta dall'Africa Occidentale, che sta generando ritardi nelle forniture all'industria della lavorazione del cacao. Le grandi aziende del settore dolciario hanno espresso un forte malumore per il pagamento del LID per le forniture ivoriane e ghanesi. Il *Living-Income Differential* prevede un sovrapprezzo di 400 dollari per tonnellata rispetto al prezzo di mercato: un modo per garantire un sufficiente compenso ai coltivatori locali. Il Ghana, il secondo produttore al mondo, ha criticato le aziende di settore che hanno espresso l'intenzione di far marcia indietro sulla promessa di pagare prezzi più elevati per il prodotto. Tensioni anche sull'offerta dalla Costa d'Avorio ma per motivi diversi. Il Governo rieleto e l'opposizione hanno iniziato una serie di colloqui al fine di fermare l'escalation delle violenze conseguenti alle elezioni, che stanno rendendo il clima nel paese molto teso.

Zucchero: pausa nel trend di rialzo e lo scenario appare meno positivo. Prosegue il ritracciamento dello zucchero dopo i rialzi delle scorse settimane. Ad alimentare la correzione nelle scorse sedute sono state le notizie in arrivo dall'India, in particolare quelle relative alla strategia sulle esportazioni. L'attesa per l'export indiano ha supportato un'iniziale fase di rialzo per il timore, poi rivelatosi non fondato, che il contributo a favore dell'export potesse penalizzare le spedizioni qualora si fosse rivelato di molto inferiore a quello della passata stagione, rendendo meno conveniente esportare il prodotto rispetto a lasciarlo all'interno del mercato domestico. Nella realtà questo non è avvenuto e di conseguenza il dissolversi dei timori legati alle mancate consegne indiane ha smorzato la tensione rialzista sui prezzi. Sul quadro in Asia, l'area geografica insieme al Brasile di maggior produzione della canna da zucchero, incidono i soliti fattori. Le esportazioni dalla Thailandia appaiono fortemente ridotte, le esportazioni indiane invece non dovrebbero subire rallentamenti e, in generale, le economie asiatiche sembrano mantenere un certo controllo sulla pandemia di coronavirus. Un quadro di insieme che indica un consolidamento nel breve ma lascia qualche perplessità sul futuro.

Caffè: consolida lontano dai massimi, sale l'offerta brasiliana sul mercato. Il Brasile, che rappresenta il 1° produttore al mondo di caffè, ha da tempo raggiunto la capacità di fornire grandi volumi di caffè a prezzi bassi per soddisfare il mercato globale grazie all'impiego ormai diffuso della raccolta

meccanizzata e all'implementazione di metodi di lavorazione più economici in grado di mantenere i suoi costi di produzione al di sotto di quelli dei diretti concorrenti, in particolare asiatici. L'aumento della produzione totale di caffè ha visto il Brasile scegliere di puntare sulla produzione di Arabica di qualità superiore e ora, per la prima volta, la propria produzione di Arabica in eccesso verrà inviata al mercato dei *futures* di New York in volumi significativi, contribuendo ad aumentare le scorte totali di 1,1 milioni di sacchi. Una mossa che minaccia i rivali produttori, soprattutto di questa qualità, presenti principalmente in Sud e Centro America. L'invio degli eccessi produttivi rischia infatti di pesare ulteriormente sui *futures* della qualità Arabica, che sono scesi dopo il rialzo estivo e che rimangono al di sotto dei costi di produzione sostenuti da molti piccoli coltivatori. Questo iniziale afflusso brasiliano è probabilmente solo l'inizio di una situazione che rischia di aggravarsi; il consenso di mercato si attende consegne fino a 400.000 sacchi nei prossimi mesi, tratteggiando un pericoloso scenario di ulteriore incremento dei volumi. Nonostante l'aspettativa di una stagione 2020-21 in Brasile vicina alla media storica e i timori che pesano sull'economia globale, indichiamo un profilo moderatamente rialzista per i prezzi del caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale ma con prospettive positive. Lo spettro dell'emergenza sanitaria globale è stato contenuto dal cauto ottimismo sull'efficacia dei vaccini, aspetto che non ha fatto altro che consolidare la forza strutturale del comparto degli Agricoli. 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, almeno nel breve termine, pur senza grossi spunti rialzisti. 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 grazie alla necessità di diversificazione degli investimenti.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.		1° trim.		2° trim.		Anno		Anno	
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2022	2021	2022
Mais (\$ cent.)	420,0	385,0	370,0	375,0	385,0	382,0				
Frumento (\$ cent.)	588,3	561,8	530,0	530,0	535,0	527,1				
Soia (\$ cent.)	1.184,0	1.000,0	960,0	952,5	970,0	930,0				
Cotone (\$)	70,8	66,5	66,5	68,5	69,0	67,1				
Cacao	2.993,0	2.400	2.410	2.470	2.450	2.520				
Zucchero	14,8	13,1	13,0	13,0	13,4	13,0				
Caffè (arabica)	114,5	110,0	112,5	115,0	105,0	105,0				
Caffè (robusta)	1.366,0	1.265	1.300	1.350	1.388	1.338				

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.		1° trim.		2° trim.		Anno		Anno	
	25.11.20	2020	2021	2021	2021	2021	2021	2022	2021	2022
Mais (\$ cent.)	420,0	415	415	410	410	420				
Frumento (\$ cent.)	588,3	600	580	570	570	560				
Soia (\$ cent.)	1.184,0	1.120	1.100	1.050	1.050	1.050				
Cotone (\$)	70,8	70	70	70	70	71				
Cacao	2.993,0	2.400	2.420	2.440	2.450	2.520				
Zucchero	14,8	14,7	14,8	14,8	14,8	15,0				
Caffè (arabica)	114,50	112	115	120	121	125				
Caffè (robusta)	1.366,0	1.350	1.350	1.370	1.380	1.400				

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 29.10.2020.

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