

Commodity: penalizzate dai crescenti timori sullo scenario

Energia: Outlook Moderatamente Positivo, sale però la tensione legata ai nuovi contagi, ai possibili lockdown e conseguenti riflessi sulla domanda energetica. Il petrolio si è indebolito ma resta ancora su livelli coerenti con un'economia globale in lento recupero. Si sono amplificati i timori legati ai rischi sanitari con l'arrivo della stagione invernale, minando il cauto ottimismo sulle quotazioni petrolifere. Gli operatori sul comparto petrolifero temono che dal meeting OPEC del 30 novembre difficilmente arriveranno grandi sostegni al mercato, anche se manca ancora un mese e il tema geopolitico più importante, in questo momento, sono le imminenti elezioni americane. Confermiamo una certa cautela: area 40-50 dollari per il WTI e area 45-50 per il Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico che ha abbassato il proprio ritmo di recupero, che teme nuovi blocchi ad attività e persone ma che non potrà che continuare a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio.

Metalli Preziosi: outlook Neutrale nel breve, ancora cautela nel medio termine visti i fattori di rischio sullo scenario. Il ribasso attuale delle quotazioni è dettato dalla diminuzione del rischio sui mercati a lungo termine, che ha portato nelle scorse settimane alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi. Ciò non è quindi causato dal cambiamento di nessuno dei driver fondamentali, che restano tutti ancora favorevoli al rialzo dell'oro: profili negativi dei tassi di interesse reali, aumento dell'asset allocation a favore dei beni rifugio e rischi geopolitici sono tutti aspetti immutati. Nel breve, quindi, non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi, in vista sia del passaggio elettorale americano, sia dell'aggravarsi della situazione sanitaria. Nel medio termine ribadiamo come invece potremmo assistere a un maggior rallentamento dei prezzi, confermando così la nostra idea secondo cui, in un orizzonte più ampio, potrebbe venir meno la tensione rialzista dettata dal fatto che gli investitori preferiranno altri beni difensivi rispetto a oro e Preziosi.

Metalli Industriali: Outlook ancora Neutrale e prudenza su tutto l'orizzonte temporale. La seconda ondata di contagi che si sta verificando globalmente rischia di minare la speranza di un recupero strutturale del ciclo economico globale, prevale quindi un atteggiamento di maggior prudenza. I temi da monitorare sono sempre gli stessi: possibile correzione sui mercati azionari, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto. Le tensioni degli ultimi giorni legate ai dubbi sull'approvazione del piano di rilancio infrastrutturale americano, i timori per l'aumento dei contagi e l'imminenza delle Presidenziali USA rendono lo scenario estremamente avverso al rischio. Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero. Nel medio-lungo periodo, invece, pensiamo che sia più probabile una differenziazione nelle scelte degli investitori, con nickel e rame favoriti da fattori specifici.

Agricoli: outlook Neutrale da Moderatamente Positivo. Riaffacciandosi lo spettro dell'emergenza sanitaria globale, sui prezzi degli agricoli permane una forza strutturale che mantiene ancora il comparto, in aggregato, sopra i livelli di marzo. A parità di fondamentali, costanti negli ultimi 2-3 mesi, restiamo dell'idea che l'appeal degli Agricoli sugli investitori possa continuare a favorire un certo consolidamento delle quotazioni, almeno nel breve termine, ma senza grossi spunti rialzisti, in linea con un cambio di outlook più Neutrale. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente ma ancora una volta non sulla scorta degli specifici fattori base (difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e danni alla filiera produttiva sotto pressione), ma solo sfruttando la necessità di diversificazione di investimento.

29 ottobre 2020

12:01 CET

Data e ora di produzione

29 ottobre 2020

12:06 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

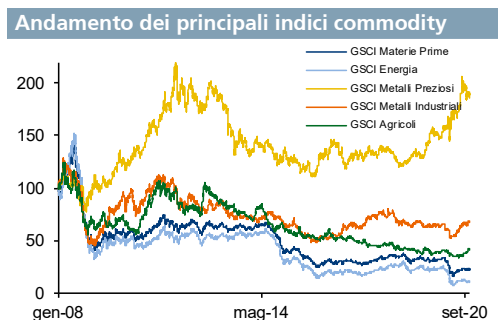
Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	=	=
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	=	+
Fruento	=	+
Soia	=	=
Cotone	=	+

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

Performance degli indici commodity	ValoreVar. % Var. % Var. %			
	28.10.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.693,3	-34,7	-38,3	-34,6
GSCI Energia	215,3	-56,7	-60,2	-55,4
GSCI Met. Preziosi	2.162,8	20,9	48,7	53,1
GSCI Met. Industriali	1.258,7	3,3	1,1	26,4
GSCI Prod. Agricoli	352,3	1,2	-1,8	-25,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 28.10.2020



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.20XX = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance commodity (%)	2020	2019
WTI	-38,8	34,46
Brent	-40,7	22,68
Gas Naturale	36,9	-25,54
Gasolio	-48,7	20,22
Oro	23,2	18,87
Argento	30,3	15,32
Rame	9,3	3,50
Alluminio	-0,0	-1,95
Zinco	10,5	-9,49
Nickel	12,2	31,20
Mais	3,5	3,40
Fruento	8,9	11,03
Soia	12,1	6,86
Cacao	-6,5	5,13
Zucchero	11,0	11,55
Caffè	-19,0	27,34
Cotone	1,6	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 28.10.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.10.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio storna, intimorito dalla nuova ondata di contagi

Si interrompe il recupero delle commodity, pesano i timori su contagi e nuovi possibili stop alle attività. Pur restando un sentiment di cauto ottimismo per le materie prime, siamo in un momento di transizione i cui rischi di scenario minano le aspettative di ulteriori rialzi. L'incertezza legata al COVID-19 si è puntualmente concretizzata con l'arrivo dell'inverno; il ritmo lento di recupero di molte economie e le tensioni in vista delle Presidenziali USA restano fattori di preoccupazione per le risorse di base. 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 lo slancio oggettivo dato dal ritorno delle attività manifatturiere in molti paesi dopo un lungo fermo si è esaurito definitivamente. Le speranze erano per una normalizzazione della richiesta, accompagnata dalla presa di coscienza che i cicli economici di molti paesi si sono assestati su livelli decisamente inferiori a quelli pre-pandemia, ma il ritorno dei dubbi sull'emergenza sanitaria e lo spettro di nuovi lockdown non rasserenano il clima. In aggiunta, il prevedibile, anche se moderato, rimbalzo dell'offerta globale ha ulteriormente smorzato la pressione sui mercati fisici, contribuendo al consolidamento in atto su tutti i comparti delle commodity. Nel lungo termine la scommessa resta quella legata a uno strutturale recupero delle economie; aspetto che ci consente di mantenere un approccio di cauto ottimismo sul rialzo delle quotazioni di tutti i comparti. Ma la situazione appare in forte evoluzione, con tempistiche oggettivamente molto rapide; non escludiamo di rivedere il nostro scenario se il peso negativo dell'aspetto sanitario dovesse diventare dominante sui mercati.

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

	Media				Stime 2020	Stime 2021
	2000-16	2017	2018	2019		
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, aprile 2020, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: la debolezza delle quotazioni e il clima di avversione al rischio restano il mix di fattori che non consente il recupero. Petrolio debole e attento alle evoluzioni che riguardano il pacchetto di aiuti fiscali negli Stati Uniti, il cui varo ormai appare posticipato a dopo le Presidenziali che incombono. Resta confermato un sentiment di fondo estremamente prudente, dovuto ai timori circa gli impatti sulla domanda di materie prime derivanti da nuove restrizioni ad attività e persone, a causa dell'aumento dei contagi. Le quotazioni petrolifere restano ancora su livelli che riteniamo compatibili

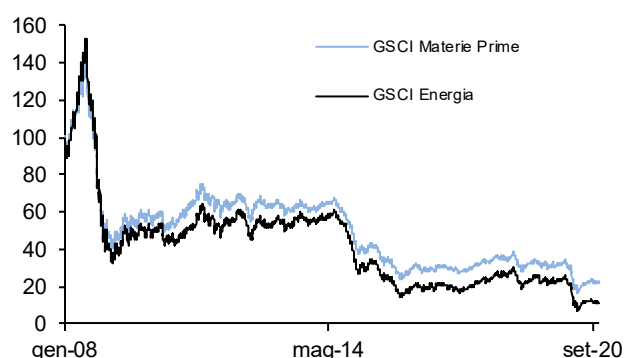
con un ciclo economico in recupero, anche se crescono a un ritmo più lento di quanto ci aspettavamo qualche mese fa. La domanda di energia arriva soprattutto dall'Asia, mentre è in forte frenata in altre aree economiche come Europa e Sud America. E' evidente che WTI e Brent non devono scendere sotto livelli chiave come 30 e 35 dollari al barile; in tal caso si concretizzerebbe una vera e propria inversione di tendenza che aggraverebbe lo scenario. Il mercato dubita inoltre che Russia e Arabia Saudita possano mettere sul piatto dei negoziati un nuovo accordo di tagli che dia maggior sostegno alle quotazioni petrolifere, in vista del meeting OPEC e OPEC+ di Vienna del 30 novembre.

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var. (%)	Var. (%)
	28.10.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.693,3	-34,7	-38,3	-34,6
GSCI Energia	215,3	-56,7	-60,2	-55,4
WTI (\$)	37,4	-38,8	-44,2	-18,8
Brent (\$)	39,1	-40,7	-49,4	-19,8
Gas Naturale (\$)	3,0	36,9	-5,9	32,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: limature alle stime di domanda globale, maggior tenuta per i consumi dei paesi non-OCSE. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di ottobre l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio ha lasciato sostanzialmente invariate le proprie stime sulla domanda di petrolio nel 2020 a 90,3 milioni di barili al giorno (mb/g), in calo di 9,5 mb/g rispetto allo scorso anno. Il dato rappresenta una marginale revisione al ribasso (0,1 mb/g) della stima di settembre e riflette minori consumi negli Stati Uniti e in Europa durante la stagione estiva, che hanno più che compensato le contenute revisioni verso l'alto relative ai paesi non-OCSE, Cina in particolare. Per quanto riguarda invece il 2021, le previsioni sono state riviste anch'esse verso il basso di 0,1 mb/g a 96,8 mb/g sull'onda di stime di crescita globale meno ottimistiche rispetto a quelle del mese precedente. Sul fronte dell'offerta proveniente dai paesi non appartenenti all'OPEC, invece, le previsioni per il 2020 sono state riviste verso l'alto di 0,3 mb/g

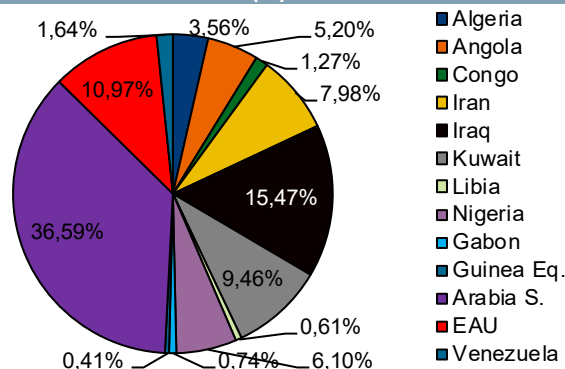
a 62,8 mb/g grazie a un recupero delle estrazioni negli Stati Uniti, che dovrebbero concludere l'anno con una modesta flessione, di 0,7 mb/g, rispetto al 2019. Revisione al ribasso di 0,1 mb/g invece per le stime sul 2021 a 63,7 mb/g. L'offerta residuale per l'OPEC necessaria per riequilibrare il mercato è stata quindi rivista verso il basso di 0,3 mb/g nel 2020 a 22,4 mb/g, una flessione di 7,0 mb/g rispetto allo scorso anno, e di 0,2 mb/g a 27,9 mb/g nel 2021. Per quanto riguarda invece l'OPEC, secondo fonti secondarie, a settembre le estrazioni nei paesi appartenenti all'Organizzazione sono calate in misura marginale, di 0,05 mb/g rispetto al mese precedente a 24,1 mb/g.

EIA: ampliato il surplus previsto per il 2020. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di ottobre ha rivisto le proprie stime di domanda e offerta relative al biennio 2020-21 ampliando ancora le proprie previsioni per un mercato in surplus nel 2020 a 1,7 milioni di barili al giorno (mb/g) da 1,5 mb/g del rapporto precedente. Sono state invece lasciate invariate le stime per un modesto deficit di 0,3 mb/g nel 2021. Le nuove previsioni riflettono una revisione verso il basso di 0,3 mb/g della domanda a 92,8 mb/g nel 2020, con una flessione di 8,6 mb/g a/a, e di 0,5 mb/g a 99,1 mb/g nel 2021. L'offerta dovrebbe invece calare meno della domanda nell'anno in corso, mentre la dinamica dovrebbe invertirsi l'anno successivo. L'EIA ha infatti lasciato invariate le stime per l'offerta non-OPEC nel 2020 a 63,8 mb/g, in calo di 2,2 mb/g rispetto al 2019, mentre ha limato le previsioni per il 2021 di 0,3 mb/g a 65,1 mb/g. Nell'anno in corso le estrazioni nei paesi OPEC dovrebbero invece calare di 3,5 mb/g rispetto al 2019 a 25,8 mb/g, stima invariata rispetto a settembre, prima di crescere a 28,8 mb/g l'anno successivo, stima peraltro rivista al ribasso di 0,2 mb/g. Alla luce dei fondamentali descritti l'EIA ha quindi rivisto verso il basso le proprie previsioni per il prezzo del Brent nel 2020 a 41,2 dollari al barile (\$/b) da 41,9 \$/b precedente, e verso il basso quelle per il 2021 a 47,1 \$/b da 49,1 \$/b. Lo spread tra il Brent e il WTI dovrebbe infine attestarsi intorno ai 2,4 \$ nel biennio 2020-21.

IEA: invariate le stime di domanda per il 2020, revisione verso l'alto per l'offerta. L'International Energy Agency (IEA) nell'Oil Market Report mensile (OMR) ha pubblicato le proprie stime sui fondamentali del greggio lasciando invariate le stime per la domanda nel 2020 e ha rivisto verso l'alto quelle per l'offerta. L'IEA continua quindi a prevedere consumi a 91,7 milioni di barili al giorno (mb/g) nell'anno in corso prima di risalire a 97,2 mb/g nel 2021, rivisto verso l'alto di 0,1 mb/g. Il profilo per i consumi rimane comunque quello di un graduale e progressivo recupero dagli 83,0 mb/g registrati nel 2° trimestre del 2020 fino a toccare i 98,8 mb/g nei tre mesi finali del 2020. Per quanto riguarda invece le dinamiche di offerta nei paesi non appartenenti al cartello OPEC, le stime sono state riviste verso l'alto di 0,1 mb/g nel 2020 a 63,1 mb/g, mentre sono state lasciate invariate quelle per l'anno successivo a 63,5 mb/g. Si stima quindi che le estrazioni richieste all'OPEC per portare il

mercato all'equilibrio dovrebbero essere pari a 23,4 mb/g, revisione al ribasso di 0,1 mb/g rispetto ai dati del rapporto precedente, nel 2020 e 28,4 mb/g l'anno successivo, invariata. Infine, le scorte ad agosto sono calate, nei paesi OCSE, di 22,1 mb a 3.194 mb, restando comunque superiori di oltre 200 mb rispetto alla media quinquennale. Le stime preliminari per settembre puntano invece verso una flessione delle scorte negli Stati Uniti e in Giappone, a fronte però di un incremento in Europa.

Produzione membri OPEC (%)



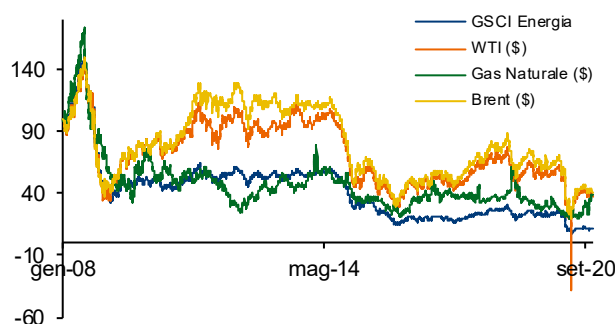
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.09.2020

Performance di medio termine

	28.10.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	215,3	-10,9	31,1	-31,2	-56,7
WTI (\$)	37,4	-9,4	148,3	-32,7	-38,8
Gas Naturale (\$)	3,0	61,6	60,3	15,4	36,9
Gasolio (\$)	314,8	-16,6	51,0	-46,8	-48,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, sale però la tensione legata ai nuovi contagi, ai possibili lockdown e conseguenti riflessi sulla domanda energetica. Il petrolio si è indebolito ma resta ancora su livelli coerenti con un'economia globale in lento recupero. Si sono amplificati i timori legati ai rischi sanitari con l'arrivo della stagione invernale, minando il cauto ottimismo sulle quotazioni petrolifere. Gli operatori sul comparto petrolifero temono che dal meeting OPEC del 30 novembre difficilmente arriveranno

grandi sostegni al mercato, anche se manca ancora un mese e il tema geopolitico più importante, in questo momento, sono le imminenti elezioni americane. Il mercato ha parzialmente riequilibrato la mole di eccesso di offerta presente grazie alla domanda asiatica in decisa ripresa ma registra la debolezza della domanda europea, l'area che più fatica ad uscire dalla crisi. Nelle ultime settimane si sono amplificati i timori legati alla domanda di energia, aggravati dal rincaro del dollaro; l'impatto della nuova ondata di COVID sull'economia che torna a spaventare gli investitori, rimettendo sul piatto l'ipotesi di chiusure totali per contenere i contagi, spinge la valuta USA, che si conferma asset difensivo privilegiato, preferito nei momenti di incertezza. Infine, il piano infrastrutturale ipotizzato dall'amministrazione Trump, il cui varo appare ormai rimandato a dopo le Presidenziali, rischia di far mancare quell'impulso al ciclo economico statunitense che avrebbe rappresentato un forte volano per la domanda di derivati raffinati del petrolio. Confermiamo una certa cautela: area 40-50 dollari per il WTI e area 45-50 per il Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico che ha abbassato il proprio ritmo di recupero, che teme nuovi blocchi ad attività e persone ma che non potrà che continuare 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
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Brent (\$)	39,1	43,0	45,0	48,3	48,9	53,0
WTI (\$)	37,4	41,0	43,0	45,5	46,0	49,5
Gas Nat. (\$)	3,0	2,6	2,7	2,6	2,6	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Brent (\$)	39,1	43,0	45,0	50,0	50,0	55,0
WTI (\$)	37,4	42,0	44,0	49,0	49,0	54,0
Gas Nat. (\$)	3,0	2,8	2,6	2,2	2,5	2,7

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: la ricerca di beni rifugio potrebbe andare altrove

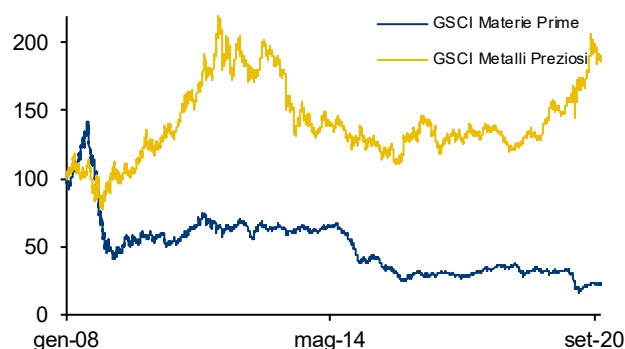
Quadro generale ancora di supporto ai Preziosi ma la domanda di asset difensivi richiama di non scaricarsi su questa asset class. L'oro, e in generale tutto il comparto dei Preziosi, hanno registrato una correzione durante l'ultimo mese. Dopo l'ultimo meeting della Fed, il prezzo dell'oro è sceso da circa 1.950 dollari, stornando in modo abbastanza veloce, per poi consolidare fino agli attuali valori intorno a 1.900 dollari per oncia. Il calo è parso coerente con la decisione della banca centrale USA di non impegnarsi in ulteriori misure di stimolo di politica monetaria. Inoltre, la snervante trattativa politica fra Repubblicani e Democratici non è stata in grado di portare a un accordo sullo stimolo fiscale; questo rende improbabile che venga lanciato un nuovo piano di aiuti prima della fine del 1° trimestre 2021 visto l'incombere delle Presidenziali. Questo a nostro avviso il vero tema di possibile nervosismo sui mercati qualora il risultato elettorale portasse a polemiche o peggio a uno stallo del "sistema America", aspetto però che storicamente, anche in caso di esiti dibattuti, difficilmente si è concretizzato. La mancanza di stimoli fiscali e monetari ha avuto due effetti. Anzitutto, si è registrato un calo degli asset rischiosi a causa di una prospettiva meno favorevole, appunto per le commodity. In secondo luogo, il prezzo dell'oro si è abbassato, poiché misure di stimolo meno aggressive rendono meno probabile un aumento dei livelli di inflazione e quindi non necessitano di preservare il valore della liquidità immobilizzandola nei metalli preziosi. Infine, l'orientamento strutturalmente accomodante della Fed graverà sul dollaro, mantenendolo forzatamente debole. L'effetto risulterà probabilmente ancor di più enfatizzato sul cambio euro/dollaro vista la posizione decisamente più interlocutoria della BCE, ma questo aspetto, abbiamo già visto, consente ai prezzi dell'oro solo di consolidare e non rappresenta un vero fattore rialzista. Non escludiamo di assistere a fasi di temporaneo 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 biglietto verde.

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	28.10.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.693,3	-34,7	-38,3	-34,6
GSCI Preziosi	2.162,8	20,9	48,7	53,1
Oro (\$)	1.881,1	23,2	53,4	64,1
Argento (\$)	23,4	30,3	62,2	50,4
Platino (\$)	874,8	-10,2	4,8	-11,8
Palladio (\$)	2.248,9	15,8	105,2	235,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Immutati i fattori di sostegno ad oro e argento, nonostante la fase di consolidamento in atto. Il quadro di fattori descritto, a cui si sommano i timori sempre più concreti relativi alla gravità della seconda ondata di contagi in corso, accresce la necessità di beni rifugio per gli investitori. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve.

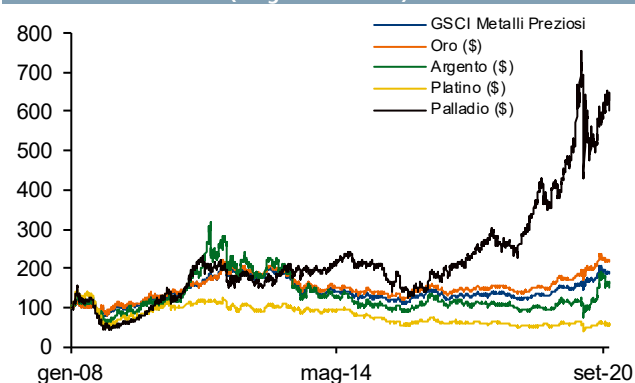
Oro. Per gli investitori con un orizzonte temporale più a lungo termine, il mantenimento delle posizioni lunghe sull'oro (fisiche e/o finanziarie) resta assolutamente sensato. L'oro beneficerà ancora dell'effetto combinato di tassi d'interesse reali negativi a lungo termine e di ulteriori misure di stimolo non convenzionali. L'oro è stato protagonista per tutta l'estate, mettendo a segno un deciso rialzo che nelle ultime settimane si è marginalmente ridotto. Il prezzo dell'oro è salito grazie alla forte domanda in arrivo dai mercati finanziari; gli afflussi sugli ETF hanno toccato nuovi livelli record grazie alla domanda di asset rifugio favorita dalla disponibilità di liquidità a tassi nulli, dinamica che deriva dalle politiche monetarie fortemente espansive attuate delle principali Banche centrali. E' probabile che questi fattori restino validi ancora per qualche mese, mentre nel medio-lungo non è da escludersi che la corsa dell'oro possa essere meno vigorosa di quanto ci si aspetti. 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 a un consolidamento di pari passo con quelle 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" sono sicuramente marginali. L'argento resta il miglior performer tra i metalli preziosi, recuperando dopo mesi di sottoperformance rispetto all'oro. Il motivo è legato al fatto che l'argento era estremamente economico rispetto all'oro e la domanda di investimenti finanziari in argento è aumentata, alimentando la

sua sovraperformance. Situazione che ora appare decisamente meno enfatizzata.

Platino e palladio. Permangono senza alcuna sorpresa i medesimi temi su platino e palladio, che stornano dopo il rialzo estivo ma continuano a beneficiare dei driver di medio-lungo termine legati, in particolare, al settore Auto. Di fondo restano 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 e meno nell'area OCSE. I veicoli a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) dovrebbero guadagnare quote di mercato a spese dei veicoli diesel (i cui catalizzatori contengono platino), in linea coi cambiamenti strutturali in corso nel settore automobilistico. In aggiunta, restrizioni sulle emissioni di gas inquinanti più rigorose (in particolare nei Paesi Emergenti) dovrebbero aumentare la pressione su palladio e platino, 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

	28.10.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.162,8	-4,9	10,3	23,1	20,9
Oro (\$)	1.881,1	-4,0	10,6	26,4	23,2
Argento (\$)	23,4	-3,2	54,8	31,6	30,3
Platino (\$)	874,8	-6,0	13,7	-4,9	-10,2
Palladio (\$)	2.248,9	2,3	15,5	26,1	15,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve, ancora cauta nel medio termine visti i fattori di rischio sullo scenario. Il quadro positivo di breve sui Metalli Preziosi, da noi precedentemente ipotizzato, si è concretizzato con forza durante tutto il periodo estivo ma appare ormai alle spalle. Il ribasso attuale delle quotazioni è un movimento dettato dalla diminuzione del rischio sui mercati a lungo termine, che ha portato nelle scorse settimane alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi. Ciò non è quindi causato dal cambiamento di nessuno dei driver fondamentali, che restano tutti ancora favorevoli al rialzo dell'oro: profili negativi dei tassi di interesse reali, aumento dell'asset allocation a favore dei beni rifugio e rischi geopolitici sono tutti aspetti immutati. Nel breve, quindi, non escludiamo un

possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi in generale, in vista sia del passaggio elettorale americano sia dell'aggravarsi della situazione sanitaria. Nel medio termine ribadiamo come invece potremmo assistere a un maggior rallentamento dei prezzi, confermando così la nostra idea secondo cui, in un orizzonte più ampio, potrebbe venir meno la tensione rialzista, spingendoci a una maggior neutralità di scenario dettata dal fatto che gli investitori preferiranno altri beni difensivi rispetto a oro e Preziosi. Fra i Preziosi di taglio industriale resta la preferenza per il palladio rispetto al platino, in virtù dei già citati mutamenti in corso nel settore automobilistico. I driver da monitorare, di nuovo, restano i soliti: i bassi tassi di interesse (se non negativi) nelle principali economie del mondo; la velocità di recupero delle attività produttive e le dinamiche inflattive, visto il differente approccio di valutazione fra la Fed e la BCE; infine l'andamento del dollaro, che appare ormai senza dubbio la vera asset class difensiva per eccellenza.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.881,1	1.900,0	1.910,0	1.900,0	1.870,0	1.800,0
Argento (\$)	23,4	22,8	21,8	21,9	21,5	22,5
Platino (\$)	874,8	900,0	913,0	900,0	916,3	850,0
Palladio (\$)	2.248,9	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
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.881,1	1.950	1.910	1.900	1.890	1.825
Argento (\$)	23,4	25,5	25,0	25,0	25,00	25,0
Platino (\$)	874,8	870	870	870	863	850
Palladio (\$)	2.248,9	2.300	2.200	2.150	2.150	2.050

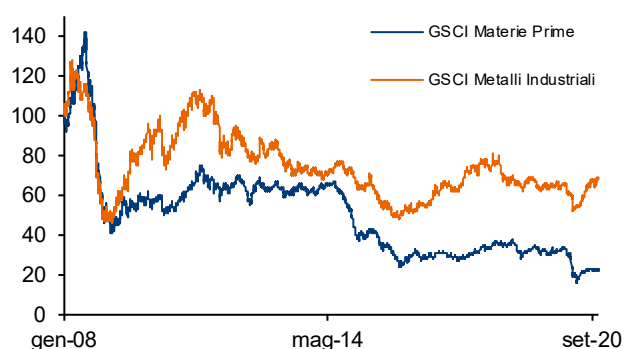
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: resta alta la prudenza viste le incertezze sullo scenario

Consolidano ma permane la cautela sul prossimo futuro. Il recupero dei Metalli Industriali ha rallentato solo nelle ultime giornate; restano comunque il settore che prima di altri comparti ha anticipato la ripresa della domanda come conseguenza del ritorno a una graduale normalità delle principali economie. Ma proprio per questa caratteristica, l'aumento dei contagi, la concreta possibilità di assistere a una seconda ondata globale e i timori di successivi *lockdown* hanno frenato la corsa dei metalli nelle ultime sedute. La grande scommessa sul recupero dell'economia globale si scontra con la realtà, sempre più evidente, che tratteggia una ripresa che rimarrà probabilmente irregolare sia geograficamente che temporalmente in tutte le principali economie. La domanda di metalli sarà esposta a rischi significativi e ancora dipendente dall'attuazione da parte dei governi di politiche fiscali espansive. Le lungaggini che stanno caratterizzando l'approvazione del pacchetto di opere infrastrutturali negli Stati Uniti sono la prova di come l'incertezza su queste scelte crei subito tensione sui mercati e riduca immediatamente l'ottimismo degli investitori, specie in questa fase in cui l'avversione al rischio è anche alimentata dalla nuova emergenza sanitaria. Il periodico ritorno di una certa tensione è in grado di spostare velocemente la liquidità, ancora largamente disponibile a un costo sostanzialmente nullo, lontano da quelle attività in grado di generare extra-rendimento ma gravate da una maggiore volatilità, come appunto i metalli. Un tema già descritto ma che non fa altro che rafforzare l'invito a una maggior prudenza e cautela nelle scelte allocative di investimento sul comparto dei Metalli.

Cina: prosegue la ripresa col ritorno all'attività produttiva. Nel 3° trimestre il PIL cinese ha registrato una crescita del 2,7% t/t dopo il rimbalzo di 11,7% t/t messo a segno durante la primavera. Il dato è inferiore alle attese che puntavano verso una crescita del 3,3% t/t ma segnala una prosecuzione della ripresa durante l'estate e beneficia di un rafforzamento della dinamica dei consumi, che rappresentavano la componente di domanda che nel 2° trimestre ancora stentava a riprendersi. In termini tendenziali la crescita accelera quindi a 4,9% da 3,2% precedente. Anche le **indagini congiunturali** puntano verso una prosecuzione della ripresa; l'indice PMI manifatturiero di settembre riporta un'accelerazione dei nuovi ordinativi, anche per l'esportazione, un aumento degli ordinativi inevasi e una stabilizzazione dell'occupazione dopo mesi di debolezza del mercato del lavoro. Anche l'indagine relativa ai servizi suggerisce una riaccelerazione della ripresa grazie a un irrobustimento della domanda. Per quanto riguarda invece gli altri dati reali di settembre, anche la crescita della **produzione industriale** e delle **vendite al dettaglio** è accelerata in termini tendenziali. L'attività industriale in particolare ha evidenziato un incremento diffuso a tutti i comparti settoriali, che tornano a crescere rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, per la prima volta dopo la fine dell'emergenza sanitaria nel Paese. I dati relativi ai consumi suggeriscono anch'essi una ripresa delle spese anche se permangono degli elementi di debolezza, per esempio nei servizi ristorativi, comparto che probabilmente ancora risente delle cicatrici lasciate dalla pandemia. Sul fronte invece politico, è in corso il **Plenum del Partito Comunista Cinese**, in vista del Congresso che si terrà l'anno prossimo, per discutere le proposte per il prossimo Piano Quinquennale. Il focus sarà sia sui segnali per un incremento dell'autorità di Xi Jinping che sulla strategia della "Circolazione duale", finalizzata a una maggiore autosufficienza cinese nel ciclo di innovazione, produzione, distribuzione e consumo rispetto alle catene produttive globali facendo comunque affidamento su canali internazionali strategici. Su questo fronte la gestione delle materie prime rappresenta un fattore di primaria importanza e l'ipotesi di un potenziamento delle riserve strategiche non è da escludere alla luce dell'obiettivo per una maggiore indipendenza del Paese

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)

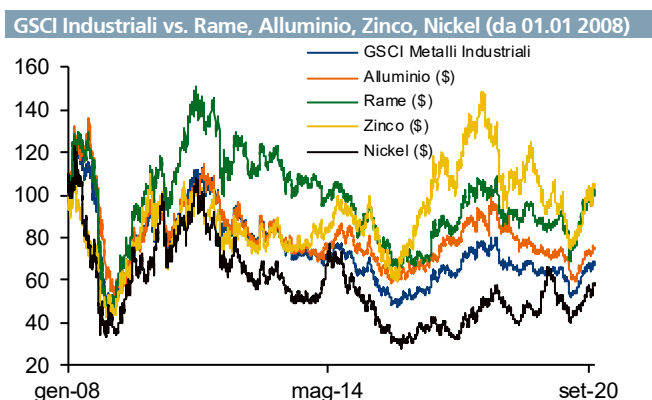


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 28.10.20	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.693,3	-34,7	-38,3	-34,6
GSCI Industriali	1.258,7	3,3	1,1	26,4
Rame (\$)	6.748,0	9,3	9,5	31,5
Alluminio (\$)	1.809,5	-0,0	-8,8	23,1
Zinco (\$)	2.519,8	10,5	-6,8	46,4
Nickel (\$)	15.733,0	12,2	33,8	51,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: recupero robusto ma il 2021 appare più incerto. Sul mercato del rame permangono forti tensioni; secondo l'International Copper Study Group (ICSG), la produzione mineraria globale dovrebbe diminuire per il secondo anno consecutivo nel 2020. Le cause sono da ricercarsi nei fermi causati dalla pandemia e negli scioperi in Cile. Dalla fine dei *lockdown* nelle principali economie, le preoccupazioni per i rischi di altre interruzioni dell'offerta hanno supportato il deciso rialzo delle quotazioni del rame. Compensare le perdite nella produzione in un momento come questo, dove la domanda cinese sta crescendo, non è stato facile e questo ha alimentato ulteriormente il rialzo. Nel 2021 i prezzi del rame difficilmente ripeteranno queste performance (circa +50% dai minimi di marzo) e questo nonostante un deficit di offerta più ampio rispetto alle attese. Il deficit previsto dall'ICSG per il 2021 è stato rivisto a 205.000 tonnellate (76.500 tonnellate la previsione precedente), contro il surplus di 80.000 tonnellate previsto per il 2020. Gli stimoli alla spesa di rame, varati dal Governo cinese, non è certo che vengano rinnovati anche nel 2021, generando incertezza sui livelli di domanda per il prossimo anno.

Alluminio: rialzo guidato dalla domanda di Cina e India. Dopo aver toccato un minimo a 1.440 dollari per tonnellata, a maggio, i prezzi sono aumentati di quasi il 30%, arrivando a toccare i 1.850 dollari la tonnellata, al massimo da 17 mesi. Due sono i fattori chiave: il primo è il rimbalzo dei consumi nel mercato cinese, che rappresenta oltre il 55% del consumo globale di alluminio, grazie ai piani di aumento delle infrastrutture varati dal Governo. Il secondo riguarda la domanda indiana, che è tornata quasi ai livelli pre-COVID (recuperando circa il 90-95%). In particolare, le case automobilistiche indiane si sono mosse per aumentare la produzione, preparandosi per la probabile richiesta di autovetture. I grandi produttori di alluminio indiani, come Vedanta e Hindalco, hanno aumentato i prezzi dei lingotti di alluminio del 5-6% nel solo mese di ottobre. Anche i costi di produzione sono aumentati, fornendo un'ulteriore spinta alle quotazioni. Il timore è legato, ovviamente, all'impatto che potrebbe avere l'aggravarsi dell'emergenza contagi. Va detto

che i protagonisti del rialzo attuale (e prospettico), ovvero Cina e India, sono paesi che appaiono poco sensibili agli aspetti sanitari e meno propensi a nuovi blocchi ad attività e persone, lasciando inalterato il quadro di consumi futuri dell'alluminio.

Zinco: surplus di offerta e domanda per infrastrutture ancora al centro del quadro. La chiusura delle miniere nei mesi scorsi, dovuta al diffondersi della pandemia di coronavirus, è all'origine di un aumento di oltre il 10% 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 maggiormente godere della crescente domanda di sviluppo di infrastrutture, specie nei Paesi emergenti. In tal senso, preoccupa il costante rinvio del pacchetto di aiuti fiscali negli USA.

Nickel: aumenti della produzione e consumi cinesi i temi chiave del 2021. Nel prossimo anno il mercato si attende un deciso aumento della produzione indonesiana di nickel che, tuttavia, potrebbe venire equilibrato e compensato da un aumento della domanda in arrivo dalla Cina. Questo appare lo scenario più probabile. Per il 2021 più di un'agenzia si attende un deficit di offerta pari a 4.000 tonnellate, contro la precedente stima di luglio che indicava un surplus di 9.000 tonnellate; il tutto contro un mercato 2020 contraddistinto da un eccesso di offerta di 110.000 tonnellate. Anche nel caso del nickel questa inversione nelle previsioni sugli approvvigionamenti fisici è legata al forte ritorno dei consumi cinesi, che in modo rapido hanno inciso su volumi e quotazioni. Ovviamente, anche per il nickel rischia di pesare un aggravamento della situazione sanitaria, ad oggi non prevedibile.

Performance di medio termine

	28.10.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.258,7	4,7	22,8	1,7	3,3
Rame (\$)	6.748,0	4,2	28,3	13,8	9,3
Alluminio (\$)	1.809,5	4,9	20,2	3,2	-0,0
Zinco (\$)	2.519,8	12,5	30,9	-2,7	10,5
Nickel (\$)	15.733,0	13,4	27,8	-6,5	12,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook ancora Neutrale e prudenza su tutto l'orizzonte temporale. Consolida il rialzo estivo, originato dal miglioramento del sentiment di mercato verso il comparto dei Metalli, dovuto alla ripresa delle attività industriali. Certamente la seconda ondata di contagi che si sta verificando globalmente rischia di minare la speranza di un recupero strutturale del ciclo economico globale, prevale quindi un atteggiamento di maggior prudenza. La maggior parte dei Metalli industriali appare già da ora sopravvalutata, sia in virtù delle previsioni sui fondamentali di domanda e offerta, sia per lo scenario di crescita economica che si fa decisamente più incerto. Di conseguenza, non escludiamo che un moderato storno dei prezzi possa avvenire nei prossimi mesi, anche se su

alcuni metalli come rame e nickel manteniamo un certo bias positivo. I temi da monitorare sono sempre gli stessi: possibile correzione sui mercati azionari, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto. Le tensioni degli ultimi giorni legate ai dubbi sull'approvazione del piano di rilancio infrastrutturale americano, i timori per l'aumento dei contagi e l'imminenza delle Presidenziali USA rendono lo scenario estremamente avverso al rischio. Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero. Nel medio-lungo periodo, invece, pensiamo che sia più probabile una differenziazione nelle scelte degli investitori, con nickel e rame favoriti da fattori specifici.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 4° trim. 28.10.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	6.748,0	6.550	6.400	6.400	6.456	6.599
Alluminio (\$)	1.809,5	1.750	1.700	1.728	1.750	1.790
Zinco (\$)	2.519,8	2.373	2.300	2.350	2.338	2.375
Nickel (\$)	15.733,0	14.617	14.250	14.800	15.033	15.500

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

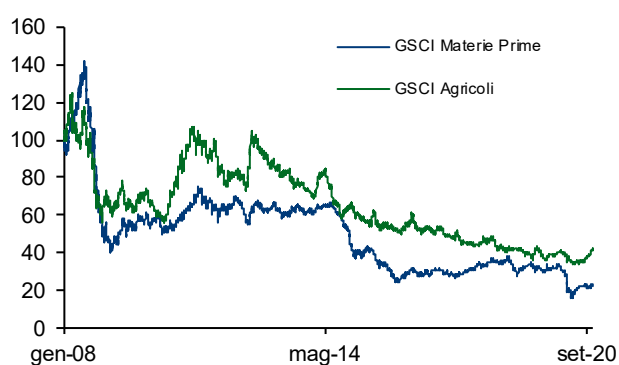
	Valore 4° trim. 28.10.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	6.748,0	6.800	6.850	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	1.809,5	1.790	1.790	1.790	1.790	1.790
Zinco (\$)	2.519,8	2.450	2.400	2.400	2.400	2.425
Nickel (\$)	15.733,0	15.750	15.500	15.500	15.500	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: consolidano, privilegiati nelle scelte di investimento

Gli Agricoli proseguono il rialzo esercitando un forte *appeal* finanziario presso gli investitori. Le quotazioni, in aggregato, delle materie prime agro-alimentari, che erano scese ai minimi dagli Anni '70 in giugno, proseguono nel loro trend di recupero, in atto da oltre tre mesi. Gli Agricoli proseguono il rialzo esercitando un forte *appeal* finanziario presso gli investitori, che in precedenza avevano invece privilegiato altre commodity; si alimenta così un recupero dopo i forti ribassi dei prezzi nella fase più dura della pandemia e del conseguente *lockdown*. Questo benché gli aumenti dei prezzi degli ultimi mesi non abbiano comunque reso eccessivamente cari i prezzi della maggior parte delle materie prime agricole. Le loro quotazioni rimangono infatti piuttosto a buon mercato, in termini storici, una situazione ideale per allocare la grande liquidità presente sui mercati finanziari. Gli aspetti fondamentali appaiono non particolarmente favorevoli ma decisamente in secondo piano. Anche in caso di possibili shock dal lato dell'offerta, questi sono da intendersi come momentanei e non tali da generare tensioni sui mercati. Le riserve restano consistenti così come appaiono garantiti i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo, pur in vista dell'inverno (nell'emisfero settentrionale) e dei suoi eventi meteorologici. Permane un certo interesse speculativo da parte degli investitori, che sono in cerca di diversificazione e temono i livelli record raggiunti da altre classi di investimento, come le azioni e le obbligazioni. Un quadro che può sostenere ancora il comparto nel breve a patto che non si aggravi l'aspetto sanitario, portando a nuovi blocchi di attività e persone, motivo per cui esprimiamo una certa prudenza.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

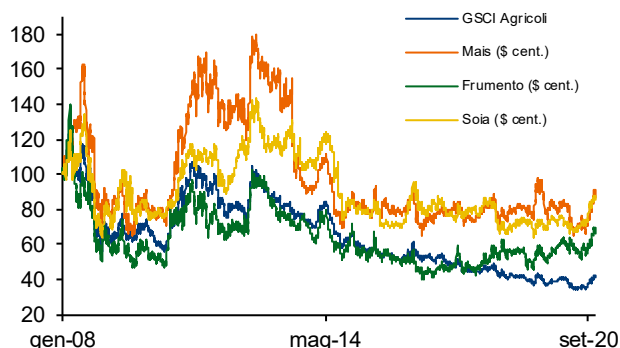
	Valore 28.10.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.693,3	-34,7	-38,3	-34,6
GSCI Agricoli	352,3	1,2	-1,8	-25,1
Mais (\$ cent)	401,5	3,5	9,5	5,7
Frumento (\$ cent.)	608,8	8,9	20,0	18,2
Soia (\$ cent)	1.057,3	12,1	26,0	20,3
Cotone (\$ cent)	70,2	1,6	-9,1	12,6
Cacao	2.376,0	-6,5	5,6	-26,2
Zucchero	14,9	11,0	7,6	1,6
Caffè (arabica)	105,0	-19,0	-12,2	-11,8
Caffè (robusta)	1.327,0	-2,0	-22,4	-13,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: le revisioni non modificano lo scenario per gli Agricoli.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, 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. Lo scenario globale per il **frumento** rimane quello di una crescita diffusa a domanda e offerta ma con un incremento delle scorte finali. La produzione di frumento è stata infatti rivista verso l'alto di quasi 3 milioni di tonnellate (mt) a 773 mt (764 mt nel 2019-20) sull'onda di un'offerta russa che nella stagione 2020-21 potrebbe risultare la seconda più abbondante di sempre dopo quella record del 2017-18. Hanno invece subito delle contenute revisioni verso il basso le stime per l'offerta statunitense e argentina. Le previsioni per la domanda sono state invece riviste marginalmente verso l'alto a 751 mt, confermando la crescita da 749 mt della stagione precedente. La stagione dovrebbe quindi terminare con scorte in crescita di 22 mt a 321 mt, riviste da 319 mt del rapporto precedente. Revisione al ribasso invece per le stime relative all'offerta di **mais** a 1.159 mt da 1.162 mt di settembre, confermando comunque la crescita dalle 1.116 mt del 2019-20. A stime per una minore produzione si associano però limitature anche per la domanda a 1.163 mt da 1.165 mt, anch'essa però in aumento rispetto alle 1.132 mt registrate nella stagione precedente. Il 2020-21 dovrebbe perciò terminare con una flessione delle scorte a 300 mt (riviste da 307 mt precedente) da 304 mt della scorsa annata. Infine, le stime per la **soia** non hanno subito modifiche significative: l'offerta è vista salire a 368 mt (da 370 mt di settembre) da 337 mt del 2019-20, mentre la domanda dovrebbe crescere a 371 mt (369 mt nello scorso settembre) da 354 mt precedente. La stagione è quindi attesa terminare con scorte in calo a 89 mt (riviste da 94 mt) dalle 94 mt (riviste da 96 mt) di inizio annata.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.10.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	352,3	16,4	16,4	16,4	1,2
Mais (\$ cent.)	401,5	27,3	31,9	3,9	3,5
Frumento (\$ cent.)	608,8	14,3	17,2	19,0	8,9
Soia (\$ cent.)	1.057,3	18,6	27,1	15,1	12,1
Cotone (\$)	70,2	15,0	20,9	8,4	1,6
Cacao	2.376,0	3,7	0,7	-3,5	-6,5
Zucchero	14,9	24,0	59,4	18,7	11,0
Caffè (arabica)	105,0	-4,2	-0,7	4,5	-19,0
Caffè (robusta)	1.327,0	-0,7	15,2	6,6	-2,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

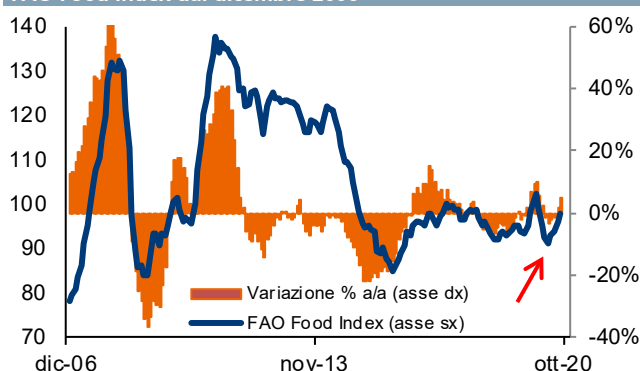
FAO: prezzi delle materie prime alimentari in crescita per il quarto mese consecutivo. A settembre è proseguita la risalita delle quotazioni delle materie prime alimentari, che si trovano su livelli superiori di circa il 5% rispetto a quelli dello scorso anno. La crescita di settembre è stata supportata dalla solida performance di cereali e oli vegetali a fronte di una stabilizzazione per i prezzi dei prodotti lattiero-caseari e una flessione per carni e zucchero. I listini dei **cereali** sono infatti saliti di oltre il 5,0% m/m a settembre (13,6% a/a), in aumento per il terzo mese di fila. La crescita dei prezzi è risultata quindi diffusa a frumento e mais, su cui hanno influito anche le preoccupazioni per condizioni climatiche avverse che potrebbero compromettere la semina. Anche le quotazioni degli **oli vegetali** hanno registrato un'ampia salita, del 6,0% m/m, in crescita di quasi il 25% in termini tendenziali. L'olio di palma ha beneficiato di una forte domanda, di scorte malesiane inferiori alle attese e di un'elevata incertezza relativa alle prospettive produttive nei prossimi mesi. In crescita anche i listini dell'olio di soia grazie all'ampia domanda di biocarburanti. Sostanzialmente stabile invece l'indice sintetico relativo ai **prodotti lattiero-caseari**, con i moderati incrementi registrati da burro, formaggio e latte scremato in polvere che sono stati compensati dalla discesa dei prezzi del latte intero in polvere per effetto di una minore domanda coincidente con il periodo di massima produzione in Oceania. In leggero calo invece le quotazioni delle **carni** (-0,9% m/m), che proseguono in un trend di progressiva discesa in atto ormai da inizio anno. In termini tendenziali, infatti, i prezzi restano in calo di oltre il

9%. Il calo di settembre è comunque concentrato nelle carni suine e ovine a fronte di una maggior tenuta per pollame e bovini. Infine, il prezzo dello **zucchero** è calato del 2,6% m/m dopo il forte balzo registrato ad agosto a causa di aspettative per una significativa ripresa della produzione indiana e brasiliana nella stagione 2020-21, a cui si aggiunge la persistente debolezza del real brasiliano, valuta del principale paese produttore.

FAO: revisione verso il basso per le stime di offerta ma i mercati dei cereali dovrebbero restare ben forniti nel 2020-21.

Nel rapporto di ottobre sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali la FAO ha rivisto verso il basso le proprie previsioni su produzione e scorte. Relativamente al 2020-21 l'offerta è stata infatti rivista verso il basso di 2,5 milioni di tonnellate (mt) a 2.762 mt, comunque ancora su livelli record e in crescita di oltre il 2% rispetto alla scorsa stagione. La correzione delle previsioni è però concentrata sul mais, penalizzato da condizioni metereologiche avverse in Cina e negli Stati Uniti, a fronte di una revisione verso l'alto delle stime sul frumento, supportate da un clima australiano favorevole e da un rimbalzo della produzione dopo due stagioni di siccità, oltre che da rendimenti positivi per le coltivazioni europee. Sostanzialmente invariate invece le previsioni per i raccolti di riso, attesi ancora in crescita a livelli record. Anche la domanda ha però subito una limatura delle stime di 2,8 mt a 2.744 mt, comunque in crescita del 2% rispetto a 2019-20. La revisione verso il basso riguarda però prevalentemente il mais, a fronte di previsioni sul consumo di frumento sostanzialmente invariate. Nel complesso, quindi, anche le stime sulle scorte hanno subito una correzione, di 5,9 mt a 890 mt, comunque in crescita di 1,9% rispetto ai livelli di inizio stagione con un rapporto scorte/consumi che nel 2020-21 dovrebbe attestarsi al 31,6%, solo in leggera flessione dal 31,8% della stagione precedente, un dato comunque elevato in termini storici.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cotone: quotazioni al rialzo ma scenario futuro incerto. I prezzi del cotone salgono ancora ma con meno vigore. Il cotone arriva da oltre sei mesi di rialzo senza sosta ma i livelli raggiunti, in realtà, sono sostanzialmente quelli di marzo, prima del *lockdown* in molti paesi. La quotazione della materia

prima è arrivata sopra i 70 centesimi per libbra e sembra rallentare la sua corsa. Secondo una serie di stime ufficiali, dalla Banca Mondiale, al Dipartimento dell'Agricoltura americano per finire alla Cotton Association of India (CAI), la produzione è aumentata marginalmente, esercitando così una pressione al rialzo sul rapporto scorte/utilizzo. Le prime stime per la stagione 2020-21 sembrano ipotizzare però un calo dell'offerta da parte di Stati Uniti e Brasile rispetto a un aumento della domanda. Una dinamica che lascerebbe presagire un prosieguo dell'attuale trend rialzista, se non fosse per l'accumulo di scorte mondiali, che dovrebbero raggiungere il record di 9 milioni di tonnellate, frenando così la corsa dei prezzi. 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 (107,5 lakh, ovvero balle di circa 170kg ciascuna) a causa del blocco della filiera del cotone per la pandemia da COVID-19. Una situazione che aveva ridotto drasticamente il consumo di cotone grezzo favorendone l'accumulo. Questo quadro dei fondamentali appare coerente con le nostre previsioni di consolidamento dei prezzi.

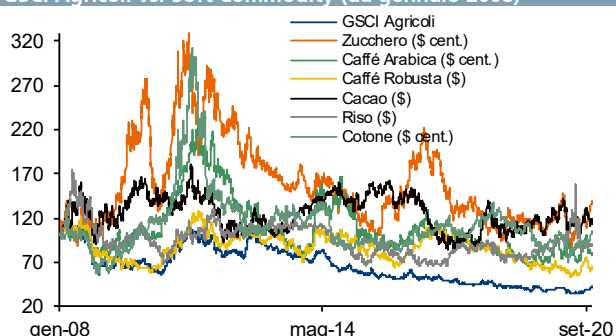
Cacao: offerta di prodotto e recupero dei consumi i fattori da monitorare. I prezzi del cacao consolidano al rialzo poco sotto i livelli pre-pandemia. Il quadro però appare complesso. Gli agricoltori della Costa d'Avorio si attendono un raccolto più ampio rispetto all'anno passato ma sono restii a piazzare il prodotto in anticipo, visto che tardano ad arrivare i rimborsi legati ai provvedimenti del governo, volti ad aumentare il prezzo minimo a loro corrisposto, in vigore dal 1° ottobre. Parimenti, di supporto ai prezzi, è diminuita fino al minimo a cinque anni la produzione annuale di cacao in Ghana. Di contro, dal lato della domanda, entro questo dicembre si prevede che la Cina diventi il secondo paese al mondo per consumo pro-capite di cacao. Al netto dei consumi cinesi, va tuttavia ribadito che, a livello globale, registriamo un ritorno del consumo di cioccolato dopo l'emergenza sanitaria. Questo scenario consente di confermare il trend di consolidamento in atto e potrebbe essere il preludio a un'ulteriore pressione rialzista nel lungo termine, a patto che non ci siano nuovi blocchi ad attività e persone.

Zucchero: prosegue il rialzo ma lo scenario appare meno positivo. Lo zucchero si è messo in evidenza tra le commodity con un rialzo molto forte negli ultimi mesi, con livelli prossimi a quelli pre-andemia. Le quotazioni sono salite continuando a recuperare le perdite del 1° trimestre di quest'anno e ora consolidano in area 15 dollari. I prezzi erano scesi repentinamente a marzo, con la domanda che si era contratta significativamente al culmine della pandemia globale. Il crollo dei prezzi del petrolio ha reso anti-economico utilizzare la canna da zucchero per produrre etanolo e biodiesel al posto di benzina e gasolio. Di conseguenza, tutta la produzione è andata nel comparto dei dolcificanti, ampliandone l'offerta in un momento, peraltro, di scarsa domanda. Col recupero dei

prezzi dell'energia la pressione sui prezzi dello zucchero è aumentata perché è tornata, seppur marginalmente, anche la domanda di biocarburanti, unita al recupero della domanda di dolcificanti. La preoccupazione resta per l'offerta brasiliana e l'accumulo di scorte in India. Questi due fattori, uniti al ritorno dell'emergenza sanitaria, anche in toni più sfumati, rischiano di frenare la corsa dei prezzi, di pari passo con la possibile diminuzione dei consumi globali. Uno scenario che ci fa propendere per una dinamica di consolidamento dei prezzi dello zucchero.

Caffè: sembra arrestarsi il forte storno del caffè, dopo il recupero dei mesi scorsi. Il decisivo deprezzamento del real brasiliano contro il dollaro statunitense ha favorito il rialzo dei *future* sul caffè. A fine agosto, infatti, le quotazioni dell'arabica in real brasiliani sono salite al record storico, mentre l'arabica prezzata in dollari si è avvicinata ai massimi del dicembre 2019. L'ICO stima per il Brasile un prodotto pari a 58 milioni di sacchi di caffè nell'annata 2019-20 (la stagione in Brasile è terminata lo scorso marzo 2020), corrispondente a un calo del 10,9% a/a. L'output dell'arabica brasiliana è sceso del 17,4% a/a a 37,12 milioni di sacchi a seguito della classica alternanza produttiva delle piantagioni di caffè, che vedono annate di forte fioritura seguite da stagioni in cui le piante rafforzano il fogliame e fioriscono molto meno. La produzione di robusta è aumentata del 3,4% a/a a 20,88 milioni di sacchi. I dati preliminari ICO sulla stagione 2020-21 indicano che il raccolto brasiliano potrebbe allinearsi alle precedenti annate, ma in realtà il mercato sconta da settimane raccolti molto migliori. L'accumulo di scorte in Brasile rischia di affossare ancor di più il mercato proprio in un momento in cui la domanda di caffè appare particolarmente debole, vista la seconda ondata di contagi globale che rischia di incidere sui futuri consumi. Unico fattore di sostegno ai prezzi sembra essere il calo della produzione di caffè del Perù, il quinto esportatore mondiale di varietà arabica. L'output peruviano è crollato del 10%, nel 2020, a causa dei prezzi contenuti e per via della carenza di forza lavoro provocata dalla pandemia di coronavirus. Il calo della produzione di caffè del Perù potrebbe sostenere i prezzi del prodotto sulla piazza internazionale. 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

Agricoli: outlook Neutrale da Moderatamente Positivo.

Riaffacciandosi lo spettro dell'emergenza sanitaria globale, sui prezzi degli agricoli permane una forza strutturale che mantiene ancora il comparto, in aggregato, sopra i livelli di marzo. A parità di fondamentali, costanti negli ultimi 2-3 mesi, restiamo dell'idea che l'appeal degli Agricoli sugli investitori possa continuare a favorire un certo consolidamento delle quotazioni, almeno nel breve termine, ma senza grossi spunti rialzisti, in linea con un cambio di outlook più Neutrale. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente ma ancora una volta non sulla scorta degli specifici fattori base (difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e danni alla filiera produttiva sotto pressione), ma solo sfruttando la necessità di diversificazione di investimento. L'aspetto finanziario appare infatti il driver principale degli ultimi mesi, complice anche la mole di liquidità che in qualche modo deve essere investita in asset a rendimento positivo. Gli Agricoli sono ancora un'asset class rimasta molto indietro nel recupero rispetto ad altre aree di investimento. Pertanto, in un'ipotetica rotazione dei portafogli e allocazione restano ancora oggetto di interesse per gli investitori. Se l'emergenza COVID-19 non si aggraverà ulteriormente, lo scenario delineato potrebbe rafforzarsi ulteriormente ma solo se accompagnato anche da una forte erosione delle scorte accumulate. Un aspetto che però non sembra di facile compimento, almeno nel breve.

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	401,5	400	390	375	385	400
Fruento (\$ cent.)	608,8	590	580	570	570	560
Soia (\$ cent.)	1.057,3	1.050	1.000	1.000	1.000	1.000
Cotone (\$)	70,2	68	68	69	69	69
Cacao	2.376,0	2.400	2.420	2.440	2.450	2.520
Zucchero	14,9	14,0	13,8	13,5	13,6	13,5
Caffè (arabica)	105,0	110	115	120	121	125
Caffè (robusta)	1.327,0	1.300	1.350	1.400	1.388	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	28.10.20	2020	2021	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	401,5	372,5	370,0	375,0	370,0	382,0
Fruento (\$ cent.)	608,8	552,5	530,0	530,0	526,0	527,1
Soia (\$ cent.)	1.057,3	1.000,0	960,0	952,5	970,0	925,0
Cotone (\$)	70,2	66,5	66,5	68,5	69,0	67,1
Cacao	2.376,0	2.400	2.410	2.470	2.450	2.520
Zucchero	14,9	12,7	13,0	13,0	13,4	13,0
Caffè (arabica)	105,00	110,0	112,5	115,0	110,0	105,0
Caffè (robusta)	1.327,0	1.265	1.300	1.350	1.388	1.338

Fonte: consenso Bloomberg

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 23.09.2020.

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 Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi