

Commodity: pausa nel trend di recupero, crescono i timori

Energia: outlook Moderatamente Positivo, il petrolio consolida su livelli coerenti con un'economia globale in lento recupero. Il petrolio resta sempre in un range alto, col WTI a 40 dollari al barile e il Brent poco sotto i 45 dollari. Nelle ultime settimane si sono amplificati i timori legati alla domanda di energia, che pareggiano il vantaggio di avere un dollaro più debole, aspetto che rende più conveniente l'acquisto di tutte le materie prime, ma che in questa fase non sembra dare sostegno. Un quadro che ha spinto gli investitori a monetizzare parte dei guadagni recenti. Restano solide le aspettative di domanda futura di commodity e permangono le attese circa il piano infrastrutturale ipotizzato dall'amministrazione Trump. Un impulso al ciclo economico statunitense potrebbe rappresentare un forte volano per la domanda di derivati raffinati del petrolio. Confermiamo una certa cautela: area 40-45 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 senza però interromperlo.

Metalli Preziosi: outlook Neutrale visto il rialzo estivo, cautela nel medio termine. Nel breve non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e Preziosi in generale. Nel medio termine potremmo invece assistere a un maggior rallentamento dei prezzi; verrebbe in questo modo confermata la nostra idea secondo cui, nel lungo periodo, potrebbe venir meno la tensione rialzista, spingendoci a una maggior neutralità di scenario. 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, pertanto, restano i medesimi: i bassi tassi di interesse nelle principali economie del mondo; le dinamiche di recupero delle attività produttive, con un occhio di riguardo alle dinamiche inflattive (visto il differente approccio di valutazione fra la Fed e la BCE); l'andamento del dollaro e, infine, il futuro scenario sul settore automobilistico.

Metalli Industriali: outlook Neutrale e prudenza nel breve periodo. Dopo il rialzo estivo, coerente col miglioramento del sentiment di mercato verso il comparto dei Metalli, frutto della ripresa delle attività industriali e rafforzato dalla speranza di un recupero strutturale del ciclo economico globale, prevale ora un atteggiamento di maggior prudenza. La maggior parte dei Metalli industriali appare sopravvalutata, con range di prezzo al di sopra dei livelli che consideriamo adeguati ai fondamentali di domanda e offerta. Di conseguenza, non escludiamo che un moderato storno dei prezzi possa avvenire nei prossimi mesi. Nel medio lungo periodo, invece, pensiamo che sia più probabile una differenziazione nelle scelte degli investitori, con nickel e rame favoriti in quanto più sensibili ai temi di investimento più di lungo termine, come elettrificazione dei trasporti, protezione delle risorse naturali e dinamiche "green".

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. L'appeal degli Agricoli sugli investitori ha consentito un rimbalzo delle quotazioni negli ultimi tre mesi. Nel medio-lungo periodo i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente, non grazie ai fattori a cui inizialmente avevamo pensato (ovvero le difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e una filiera produttiva sotto pressione) ma piuttosto grazie alla diversificazione di investimento: l'aspetto finanziario appare infatti il driver principale. Gli Agricoli sono ancora un'asset class molto penalizzata; pertanto, in un'ipotetica rotazione dei portafogli e allocazione della grande liquidità a basso costo garantita dalle Banche centrali, potrebbero restare oggetto di interesse per gli investimenti speculativi.

23 settembre 2020

13:09 CET

Data e ora di produzione

23 settembre 2020

13:15 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*

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

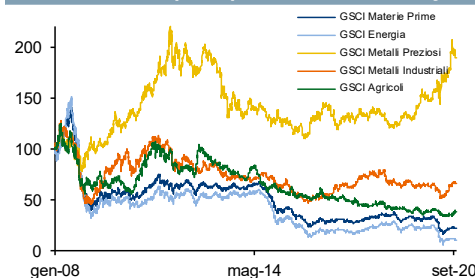
Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.
Fonte: Refinitiv Datastream

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	22.09.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.715,8	-33,8	-38,4	-33,7
GSCI Energia	226,4	-54,5	-59,0	-53,6
GSCI Met. Preziosi	2.202,7	23,2	54,9	58,7
GSCI Met. Industriali	1.247,3	2,3	-3,2	23,7
GSCI Prod. Agricoli	329,3	-5,4	-6,6	-27,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 22.09.2020

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

Performance commodity

(%)	2020	2019
WTI	-35,1	34,46
Brent	-36,8	22,68
Gas Naturale	-16,2	-25,54
Gasolio	-47,5	20,22
Oro	24,7	18,87
Argento	36,4	15,32
Rame	9,8	3,50
Alluminio	-1,9	-1,95
Zinco	7,3	-9,49
Nickel	4,1	31,20
Mais	-4,8	3,40
Fruento	-0,1	11,03
Soia	8,1	6,86
Cacao	0,6	5,13
Zucchero	-3,9	11,55
Caffè	-14,7	27,34
Cotone	-7,5	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 22.09.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 22.09.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio consolida su livelli fisiologici grazie alla riduzione dell'offerta

Consolida il recupero delle commodity ma aumentano i rischi al ribasso. Non cambia il sentiment di cauto ottimismo per le materie prime anche se aumentano i rischi circa possibili ulteriori rialzi. L'incertezza legata al COVID-19 con l'avvicinarsi dell'inverno, il ritmo lento di recupero di molte economie e le tensioni USA-Cina 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, quando il ritorno delle attività manifatturiere in molti paesi, dopo un lungo fermo, aveva creato una tensione ampia e immediata su tutte le materie prime. Ora la 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, ha smussato la tensione sugli approvvigionamenti di risorse di base. 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. Sebbene l'ottimismo sui mercati e un dollaro USA probabilmente più debole, viste le intenzioni dichiarate della Fed, potrebbero contribuire a spingere al rialzo i prezzi delle materie prime nel breve termine, non escludiamo che sul finale d'anno le prese di beneficio possano avere il sopravvento ed erodere parte dei guadagni estivi. Nel lungo termine la scommessa è ovviamente sullo strutturale recupero delle economie; in quel caso manteniamo un approccio di cauto ottimismo sul rialzo delle quotazioni di tutti i comparti.

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

	Media 2000-16	2017	2018	2019	Stime 2020	Stime 2021
Algeria	-	91,39	101,37	104,64	157,23	109,32
Azerbaijan	51,60	60,92	56,31	44,59	78,50	68,39
Bahrain	76,00	112,64	118,45	106,27	95,61	84,42
Iran	-	64,76	67,83	244,35	389,44	319,53
Iraq	-	42,26	45,36	55,73	60,40	54,01
Kazakhstan	-	105,21	37,89	68,39	88,49	65,66
Kuwait	-	45,69	53,57	52,62	61,12	60,34
Libia	80,70	102,83	68,56	48,48	57,88	70,31
Oman	-	96,86	96,67	92,77	86,81	79,84
Qatar	45,50	51,30	47,97	44,87	39,91	36,54
Arabia Saudita	-	83,68	88,56	82,64	76,09	66,04
Turkmenistan	-	55,94	60,92	55,23	42,04	40,53
Emirati Arabi Uniti	48,00	61,96	64,07	67,12	69,11	60,63
Yemen	-	125,00	-	-	-	-

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

Energia: il meeting tecnico Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) dell'OPEC+ non offre spunti particolari al mercato. Il mercato del petrolio è riuscito in parte a riassorbire l'enorme surplus accumulato nei primi mesi dell'anno: i tagli alla produzione dei produttori OPEC e non-OPEC hanno contribuito a spostare il mercato globale del greggio da un'eccessiva fornitura a un possibile deficit. Se l'OPEC riuscirà a mantenere il rispetto degli impegni da parte di tutti i suoi membri, il mercato del petrolio potrebbe restare in deficit

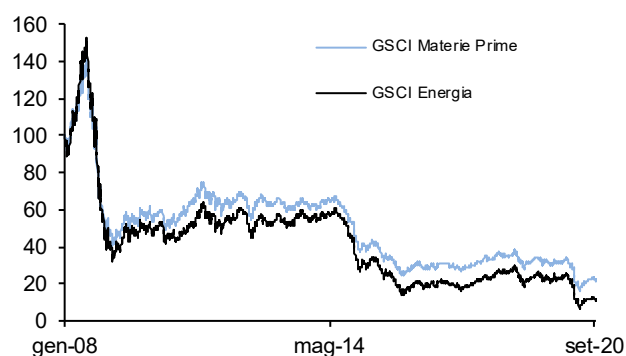
anche nel 2021, supportando il rialzo delle quotazioni. I produttori di petrolio, riuniti nel consueto meeting tecnico Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC), non hanno fornito particolari spunti salvo confermare la preoccupazione per il ciclo economico globale e per la futura domanda di petrolio, ribadendo la cautela sul futuro rialzo delle quotazioni petrolifere. L'Arabia Saudita si è detta determinata nel voler impedire il mancato rispetto delle quote di produzione, notizia però già largamente scontata dal mercato. I timori dei produttori riguardano la domanda di energia, una posizione in linea coi report mensili dell'OPEC e dell'IEA che ne hanno rivisto al ribasso le stime. Un quadro che lascia pochissimi margini di ottimismo, non tanto nel breve termine quanto piuttosto nel medio, qualora il recupero delle economie risulti ancor più lento di quanto sta avvenendo ora. I produttori si rivedranno in una data fra il 15 e il 19 ottobre, salvo modifiche; ancora una volta il mercato crede che per allora Russia e Arabia Saudita possano mettere sul piatto dei negoziati un nuovo accordo di tagli che dia maggior sostegno alle quotazioni petrolifere, in vista poi del meeting OPEC e OPEC+ di Vienna del 30 novembre.

Performance di lungo termine

	Valore 22.09.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.715,8	-33,8	-38,4	-33,7
GSCI Energia	226,4	-54,5	-59,0	-53,6
WTI (\$)	39,6	-35,1	-44,1	-11,0
Brent (\$)	41,7	-36,8	-47,1	-12,6
Gas Naturale (\$)	1,8	-16,2	-38,4	-28,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: taglio alle stime di domanda globale nel 2020-21. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di settembre l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio ha limato di 0,4 milioni di barili al giorno (mb/g) le proprie stime di domanda di greggio nel 2020 a causa di una ripresa che, soprattutto in India e nelle altre economie asiatiche, si sta rivelando più debole del previsto. Il consumo di petrolio nel 2020 dovrebbe quindi calare di 9,5 mb/g rispetto allo scorso

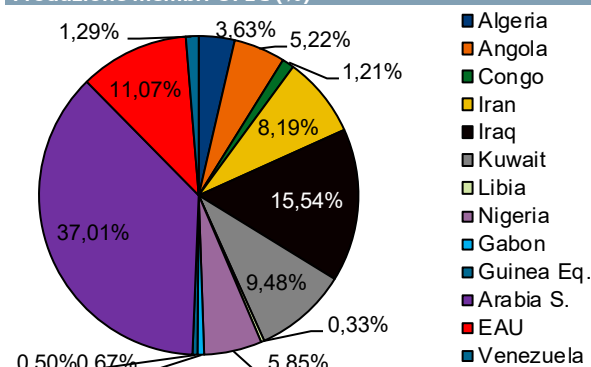
anno a 90,2 mb/g. Sono state invece riviste verso l'alto, di 0,1 mb/g, le previsioni per i consumi nei paesi OCSE nel 2020. Lo scenario di debole ripresa asiatica dovrebbe lasciare degli strascichi anche sulla prima metà del 2021, su cui dovrebbero pesare le previsioni per un utilizzo nei trasporti che dovrebbe restare fiacco anche nei paesi OCSE. Sono state quindi effettuate delle revisioni verso il basso anche per la domanda nel 2021, di 0,4 mb/g, a 96,9 mb/g. Nel complesso, però, l'OPEC sottolinea come i rischi per lo scenario prospettato siano decisamente verso il basso. Secondo le stime dell'Organizzazione, la domanda di greggio proveniente dai paesi membri è stata rivista verso il basso di 0,7 mb/g rispetto al rapporto di agosto a 22,6 mb/g, in calo di 6,7 mb/g rispetto al 2019. Anche le previsioni per il 2021 subiscono una correzione di 1,1 mb/g a 28,2 mb/g, in crescita di 5,5 mb/g rispetto al 2020. Per quanto riguarda invece l'offerta, secondo fonti secondarie, le estrazioni nei paesi appartenenti all'OPEC nel mese di agosto sono salite di 0,76 mb/g m/m a una media di 24,05 mb/g.

EIA: stime di domanda invariate per il 2020, riviste verso il basso per il 2021. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di settembre ha rivisto le proprie stime di domanda e offerta relative al biennio 2020-21 ampliando le previsioni per un mercato in surplus nel 2020 e riducendo quelle relative al deficit atteso per il 2021. Per quanto riguarda la domanda, nell'anno in corso l'EIA non ha apportato modifiche alle stime pubblicate nel rapporto di agosto, confermando l'indicazione di 93,1 milioni di barili al giorno (mb/g), mentre ha limato di 0,6 mb/g le indicazioni per il 2021 a 99,6 mb/g. Sul lato dell'offerta, invece, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC è attesa a 63,8 mb/g nel 2020, rivista al rialzo di 0,2 mb/g, e a 65,4 mb/g nel 2021, rivista anch'essa verso l'alto di 0,1 mb/g rispetto ad agosto. Le stime circa le estrazioni nei paesi OPEC sono state lasciate invariate per il 2020, a 25,8 mb/g, mentre quelle relative all'anno successivo sono state ridotte di 0,3 mb/g a 29,0 mb/g. La capacità di produzione in eccesso da parte dell'OPEC è perciò attesa in crescita dai 2,5 mb/g del 2019 a 5,2 mb/g nel 2020, prima di flettere a 3,1 mb/g nel 2021. Per quanto riguarda infine le consuete stime sui prezzi, l'EIA prevede una quotazione media del Brent a 44,17 dollari al barile (\$/b) nell'ultimo trimestre del 2020 prima di raggiungere i 46,07 \$/b nei primi tre mesi del prossimo anno. Secondo l'EIA, nel 2021 i prezzi del greggio dovrebbero poi salire gradualmente fino a raggiungere quota 51 \$/b a fine anno. Lo spread tra il Brent e il WTI dovrebbe infine aggirarsi intorno ai 2,9 \$/b nel 2020 e ai 4,0 \$/b nel 2021.

IEA: limatura per le stime di domanda relative al 2020. L'International Energy Agency (IEA) nell'Oil Market Report mensile (OMR) ha rivisto le proprie stime sui fondamentali del greggio dipingendo un quadro meno ottimistico per il secondo mese consecutivo. L'agenzia ha infatti effettuato un taglio di 0,3 mb/g delle previsioni relative alla domanda nel 2020 a 91,7 milioni di barili al giorno (mb/g), in calo di 8,4 mb/g rispetto

all'anno precedente, a causa del rallentamento della ripresa che dovrebbe manifestarsi nella seconda metà del 2020. Per quanto riguarda invece il 2021, le stime di domanda sono state confermate a 97,1 mb/g. Sul lato dell'offerta, secondo l'IEA, le estrazioni di greggio ad agosto sono cresciute di 1,1 mb/g grazie al ridimensionamento dei tagli da parte dell'OPEC+, ma restano comunque in calo di 9,3 mb/g rispetto allo stesso mese dello scorso anno. Negli Stati Uniti invece la produzione è calata di 0,4 mb/g m/m a causa degli uragani che hanno forzato la chiusura anticipata degli impianti di estrazione. Nel complesso, la produzione da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe calare di 2,6 mb/g nel 2020 a 63,0 mb/g, rivisto comunque al rialzo di 0,2 mb/g, prima di mettere a segno un modesto incremento di 0,5 mb/g nel 2021; la stima è stata rivista marginalmente al rialzo di 0,1 mb/g. Alla luce dei fondamentali descritti, per portare il mercato all'equilibrio sarebbe necessaria un'offerta OPEC di 23,5 mb/g nel 2020, rivista al ribasso di 0,4 mb/g, e di 28,4 mb/g l'anno successivo, rivista verso il basso di 0,1 mb/g.

Produzione membri OPEC (%)



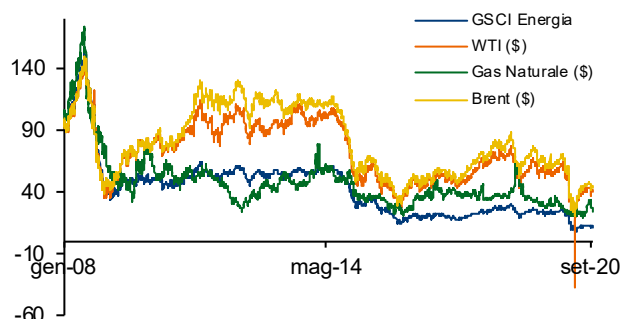
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.08.2020

Performance di medio termine

	22.09.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	226,4	-4,5	11,3	-31,1	-54,5
WTI (\$)	39,6	-1,9	69,5	-32,5	-35,1
Gas Naturale (\$)	1,8	12,0	14,5	-27,4	-16,2
Gasolio (\$)	322,3	-12,4	12,7	-47,3	-47,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, il petrolio consolida su livelli coerenti con un'economia globale in lento recupero. Pur restando i timori legati ai rischi sanitari in arrivo nella stagione invernale, permane un cauto ottimismo sulle quotazioni petrolifere. Gli operatori sul comparto petrolifero hanno metabolizzato la riduzione dei tagli alla produzione e, nonostante questo, il mercato ha parzialmente riequilibrato la mole di eccesso di offerta presente. Il petrolio resta sempre in un range alto, col WTI a 40 dollari al barile e il Brent poco sotto i 45 dollari. Nelle ultime settimane si sono amplificati i timori legati alla domanda di energia, che pareggiano il vantaggio di avere un dollaro più debole, aspetto che rende più conveniente l'acquisto di tutte le materie prime, ma che in questa fase non sembra dare molto sostegno. Un quadro che ha spinto gli investitori a monetizzare parte dei guadagni recenti. Restano solide le aspettative di domanda futura di commodity e permangono le attese circa il piano infrastrutturale ipotizzato dall'amministrazione Trump, il cui iter appare in netto ritardo, mentre si avvicinano le Presidenziali di novembre negli Stati Uniti. Un impulso al ciclo economico statunitense potrebbe rappresentare infatti un forte volano per la domanda di derivati raffinati del petrolio. Confermiamo una certa cautela: area 40-45 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 ma senza interromperlo, continuando pertanto 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. 22.09.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	39,6	41,0	43,0	45,0	49,0
WTI (\$)	41,7	43,5	45,0	47,5	53,0
Gas Nat. (\$)	1,8	2,3	2,6	2,4	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 22.09.20	1° trim. 2020	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	39,6	45,0	45,0	50,0	55,0
WTI (\$)	41,7	44,0	44,0	49,0	54,0
Gas Nat. (\$)	1,8	2,4	2,6	2,2	2,5

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: un insieme di fattori supporterà la domanda di beni rifugio

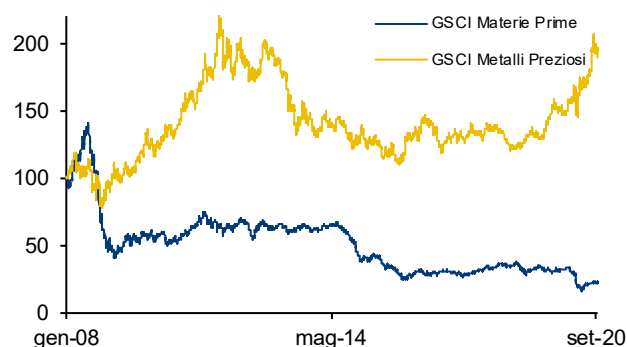
Quadro generale di supporto ai Preziosi con molteplici fattori che alimenteranno la domanda di asset difensivi. L'oro, ed in generale tutto il comparto dei Preziosi, hanno registrato una forte accelerazione durante tutto il periodo estivo, fino a toccare i nuovi massimi storici per il metallo giallo. Nel breve e medio periodo il quadro strutturale delle economie mondiali e la situazione sui mercati finanziari lasciano aperta la possibilità di un ulteriore consolidamento rialzista di tutti gli asset difensivi. I tassi di interesse reali sono negativi nella maggior parte dei Paesi, l'economia globale si è fortemente contratta nella prima parte dell'anno ed il rischio che molte aree economiche restino indietro nell'auspicato recupero di fine 2020 è alto. La disoccupazione è salita specialmente nelle economie avanzate: la domanda di beni rifugio rimane pertanto molto forte, visti anche i timori di una possibile seconda ondata di contagi da coronavirus. L'oro è ormai stabilmente in area 1.900 dollari l'oncia, ai massimi di sempre, con prezzi in rialzo di circa il 25% rispetto all'inizio dell'anno. Gli investitori si sono rifugiati nei Preziosi (ed in particolare su oro e argento) come riparo da una possibile inversione di tendenza del mercato azionario, in particolare statunitense (ormai tornato ai livelli pre-COVID-19). In questo quadro si inserisce anche il cambio di passo ulteriormente espansivo della Fed che (oltre a confermare tassi bassi nel lungo periodo) rivede il meccanismo di valutazione dell'inflazione, stimata strutturalmente bassa. Nell'ultima riunione Fed, Powell ha confermato la futura politica monetaria fortemente espansiva e, nel contempo, ha rivisto in positivo le previsioni di crescita statunitensi, sostenendo il biglietto verde. Un passaggio formale che rafforza la nostra idea secondo cui 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, che non reputa il rafforzamento dell'euro un fattore di ostacolo al recupero dell'Eurozona. 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; viceversa, l'approccio espansivo della Fed avrà il sopravvento deprimendo la moneta. L'insieme di questi differenti fattori resta un quadro di sostegno al consolidamento su livelli alti di tutto il comparto dei Preziosi.

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	22.09.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.715,8	-33,8	-38,4	-33,7
GSCI Preziosi	2.202,7	23,2	54,9	58,7
Oro (\$)	1.899,4	24,7	58,3	67,7
Argento (\$)	24,3	36,4	69,8	63,9
Platino (\$)	864,9	-11,2	4,5	-7,5
Palladio (\$)	2.225,9	14,6	111,4	244,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Non cambiano i temi di sostegno ad oro e argento, il cui rialzo origina dall'appeal esercitato sugli investitori. Il quadro di fattori descritto, a cui si sommano i timori circa la possibilità di una seconda ondata di contagi, accresce la necessità di beni rifugio per gli investitori. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve.

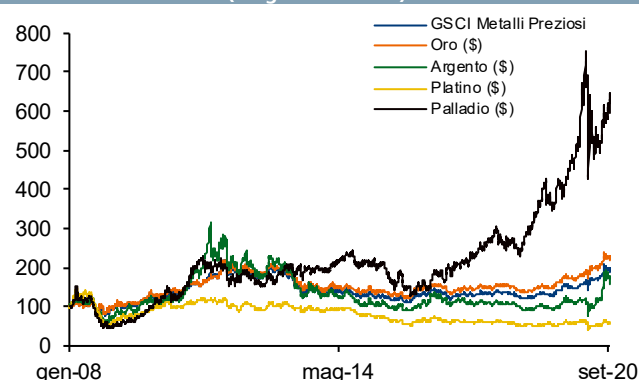
L'oro è stato protagonista per tutta l'estate, mettendo a segno un deciso rialzo nelle ultime settimane, che lo ha spinto al massimo storico, in area 2.050 dollari, i primi di agosto. Il prezzo dell'oro è salito grazie alla forte domanda in arrivo dai mercati finanziari; gli afflussi sugli ETF hanno toccato nuovi livelli-record grazie alla domanda di asset rifugio favorita dalla disponibilità di liquidità a tassi nulli, conseguenza delle forti politiche monetarie espansive delle principali Banche centrali. I dati del World Gold Council mostrano che nei primi 6 mesi dell'anno gli afflussi di denaro su strumenti finanziari con sottostante l'oro sono stati fortissimi, mentre tutte le altre componenti della domanda stavano crollando, diventando marginali nella valutazione delle dinamiche del prezzo del metallo giallo. E' probabile che questi fattori restino validi ancora per qualche mese, mentre nel medio-lungo pensiamo che la corsa dell'oro sia prossima ad esaurirsi. Tecnicamente 1.800 dollari è la soglia al ribasso da non violare, mentre la forte resistenza al rialzo è a 2.100. Nel 2021 ci aspettiamo un calo moderato fino a una media di 1.900 dollari, a patto che la ripresa globale prosegua e rientrino le preoccupazioni legate al coronavirus.

I fattori che stanno influenzando il rally dell'oro, nelle ultime settimane, sono all'incirca gli stessi per l'argento ma, rispetto ad altre occasioni, questa volta il rialzo è stato decisamente superiore. Politiche monetarie espansive, tassi di interesse bassi se non negativi, preoccupazioni epidemiologiche e dollaro debole sono i driver-chiave, mentre la domanda industriale, i rifornimenti e altri temi più tradizionali sono sicuramente in secondo piano. Quest'anno l'argento ha registrato la migliore performance 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 enfaticata: il rapporto oro/argento è vicino alla sua media di lungo termine e questo ci fa ipotizzare che l'argento torni ad avere una performance in linea con quella dell'oro.

Platino e palladio. Temi immutati su platino e palladio, che continuano a beneficiare dei driver che sostengono il rialzo dell'oro; a questi si sommano le chiusure di miniere in Sud Africa a causa dell'epidemia di coronavirus, che hanno generato pressioni rialziste anche dal lato dei mercati fisici. Di fondo restano le attese di un ritorno della domanda di auto, ipotizzata in crescita nei prossimi anni proprio grazie alla fine della pandemia e alla ripresa delle attività produttive. 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. Nel 2020, le aspettative sul consumo di questi metalli sono state riviste al ribasso a causa degli effetti negativi dell'emergenza sanitaria sulle vendite globali di veicoli. Le stime per il 2021 rimangono positive, quando le vendite di veicoli probabilmente rimbalzeranno. In aggiunta, restrizioni sulle emissioni 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. Se la ripresa dell'economia globale si rivelerà più forte di quanto attualmente previsto, o il dollaro USA si indebolirà più di quanto non sia attualmente previsto, entrambi i metalli potrebbero migliorare ulteriormente le nostre attuali previsioni di prezzo.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	22.09.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.202,7	7,7	22,9	22,0	23,2
Oro (\$)	1.899,4	7,6	21,8	24,7	24,7
Argento (\$)	24,3	35,3	84,0	30,7	36,4
Platino (\$)	864,9	4,1	35,7	-9,4	-11,2
Palladio (\$)	2.225,9	14,4	32,0	34,8	14,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale visto il rialzo estivo, cautela nel medio termine. Il quadro positivo di breve sui Metalli Preziosi, da noi precedentemente ipotizzato, si è concretizzato con forza durante tutto il periodo estivo. Politiche monetarie espansive, tassi di interesse bassi se non negativi, preoccupazioni epidemiologiche e dollaro debole sono ancora un insieme di fattori in grado di garantire supporto al comprato dei Preziosi. Nel breve quindi non escludiamo un possibile consolidamento al rialzo delle quotazioni di oro e preziosi in generale. Nel medio termine potremmo invece assistere a un maggior rallentamento dei prezzi; verrebbe in questo modo confermata la nostra idea secondo cui, nel lungo termine, potrebbe venir meno la tensione rialzista, spingendoci ad una maggior neutralità di scenario. 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, dove i motori ibridi benzina/elettrico sono ormai i più venduti. Il palladio resta, in teoria, il metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina, a livello globale. I driver da monitorare, pertanto, restano i medesimi: i bassi tassi di interesse nelle principali economie del mondo; le dinamiche di recupero delle attività produttive, con un occhio di riguardo alle dinamiche inflattive (visto il differente approccio di valutazione fra la Fed e la BCE); l'andamento del dollaro e, infine, il futuro scenario sul settore automobilistico.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	22.09.20	2020	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.899,4	1.860,0	1.890,0	1.900,0	1.885,0
Argento (\$)	24,3	21,0	21,5	21,6	21,5
Platino (\$)	864,9	900,0	950,0	900,0	916,3
Palladio (\$)	2.225,9	2.125,0	2.175,0	2.125,0	2.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

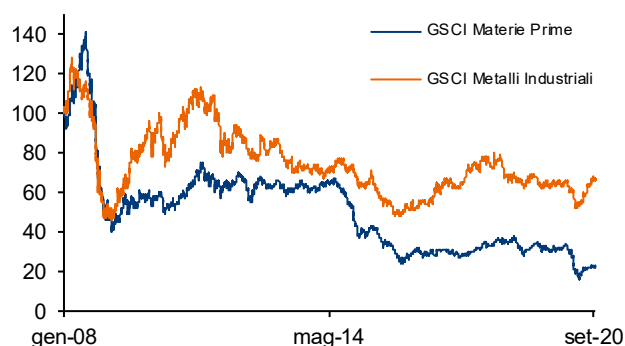
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	22.09.20	2020	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.899,4	1.950	1.950	1.900	1.900
Argento (\$)	24,3	26,0	26,0	25,5	25,50
Platino (\$)	864,9	900	880	870	865
Palladio (\$)	2.225,9	2.200	2.200	2.150	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: consolida il recupero ma prudenza sui futuri rialzi

Consolidano il rialzo in scia al recupero delle economie ma cautela sul prossimo futuro. Per tutta l'estate abbiamo assistito al recupero dei Metalli Industriali, che prima di altri comparti hanno già anticipato la ripresa della domanda come conseguenza del ritorno a una graduale normalità delle principali economie. I prezzi della maggior parte dei metalli industriali sono ora al di sopra dei livelli pre-crisi. La cautela sui futuri rialzi si fa però ancor più forte; la maggior parte dei prezzi dei metalli ha superato livelli chiave da renderli incoerenti con le reali dinamiche del mercato fisico, fatto salvo per i costi di produzione, che restano bassi nonostante il rialzo (non eccessivo) delle quotazioni petrolifere. La grande scommessa sul recupero dell'economia globale si scontra però con una realtà fatta di una ripresa che rimarrà probabilmente irregolare sia geograficamente che temporalmente, nelle 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, stanno dimostrando come l'incertezza su queste scelte crei subito tensione sui mercati, smussi velocemente l'ottimismo degli investitori e penalizzi i listini azionari. La correlazione molto forte fra questi ultimi e metalli trasmette velocemente questa debolezza anche alle quotazioni degli Industriali. Il periodico ritorno di una certa avversione al rischio 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 quadro insomma che invita a una maggior prudenza e cautela nelle scelte allocative di investimento sul comparto dei Metalli.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)

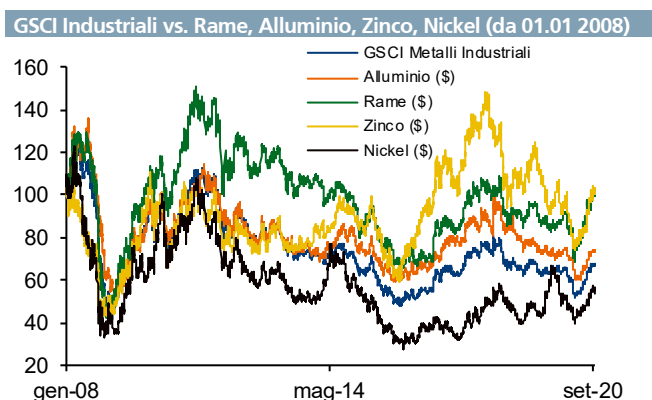


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine				
	Valore	Performance (%)	Var. %	Var. %
	22.09.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.715,8	-33,8	-38,4	-33,7
GSCI Industriali	1.247,3	2,3	-3,2	23,7
Rame (\$)	6.780,0	9,8	6,6	34,1
Alluminio (\$)	1.776,5	-1,9	-15,0	12,7
Zinco (\$)	2.446,5	7,3	-2,1	51,7
Nickel (\$)	14.606,0	4,1	10,2	49,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: dati di agosto migliori delle attese offrono indicazioni incoraggianti per la ripresa. Le indagini congiunturali e i dati reali relativi al mese di agosto hanno complessivamente sorpreso positivamente. L'indice PMI composito nel mese in esame è infatti salito a 55,1 da 54,5 precedente, spinto da un miglioramento nel morale manifatturiero (53,1 da 52,8, consenso 52,5) e da una stabilizzazione nei servizi (54,0 da 54,1, consenso 53,9). Dallo spaccato delle indagini si evince come in agosto sia proseguita la riaccelerazione degli ordinativi con segnali positivi anche per le dinamiche occupazionali. Sul fronte dei dati reali, quelli relativi al commercio internazionale hanno evidenziato una crescita delle **esportazioni** del 9,5% a/a da 7,5% a/a precedente, un risultato migliore delle attese che puntavano verso un rallentamento dell'espansione. Il dato beneficia di un effetto base favorevole rispetto ad agosto 2019, ma continua comunque ad essere favorito dalla spinta dei prodotti medicali venduti all'estero, mentre la ripresa dell'attività economica globale potrebbe supportare il recupero delle esportazioni cinesi di prodotti industriali nei prossimi mesi. Anche la produzione industriale è risultata migliore delle attese (5,6% a/a da 4,8% a/a) grazie a un'accelerazione dell'attività in gran parte dei settori. Gli **investimenti fissi** hanno registrato ulteriori miglioramenti portandosi alle soglie della crescita tendenziale; al momento infatti gli investimenti restano ancora in calo dello 0,3%. Sono invece tornate in territorio positivo le **vendite al dettaglio** (+0,5% a/a da -1,1% a/a), evidenziando anch'esse una performance migliore delle attese e segnalando come anche i consumi, che nei mesi scorsi rappresentavano l'elemento di debolezza per la ripresa cinese, stiano iniziando a recuperare. Nel frattempo, la politica monetaria rimane espansiva con il tasso d'interesse a 1 anno (il tasso di riferimento per i prestiti) al 3,85% e quello a 5 anni (il tasso di riferimento per i mutui) a 4,65%, ormai invariati da aprile.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: consolida il rialzo in un quadro di fondamentali che restano positivi. Consolida il rialzo del rame, che anche in questa chiusura di 3° trimestre ha registrato un rialzo del 14,8%, dopo che nel pieno del *lockdown* si erano visti i minimi a quattro anni delle quotazioni. I prezzi del rame sono strutturalmente al di sopra dei livelli precedenti la pandemia e il grosso del movimento è attribuibile all'accelerazione data dal Governo cinese al proprio programma di infrastrutture, che ha esercitato una determinante pressione dal lato della domanda. La consistenza del rialzo invita come sempre alla prudenza; nel 4° trimestre i rischi per le quotazioni potrebbero subire un orientamento negativo. Un rallentamento temporaneo nel ritmo di ripresa delle attività manifatturiere e possibili sorprese negative dai dati economici potrebbero deprimere i prezzi del rame, spingendoli al ribasso verso i loro costi marginali, che comunque, visto il rincaro contenuto del petrolio, appaiono ancora favorevoli. Al contrario, siamo più positivi sul prossimo anno quando i prezzi del rame potrebbero salire a una media di 7.000 dollari per tonnellata. Se la ripresa globale continuerà portando con sé forti politiche fiscali espansive e investimenti infrastrutturali, sarà inevitabile una revisione al rialzo delle stime per la domanda di rame nei prossimi anni. Il processo di mutazione della gestione energetica delle economie resta un tema "green" di cui il rame potrà trarre ancora vantaggio.

Alluminio: consolida vicino ai massimi. Il mercato continua a credere alla ripresa economica spingendo le quotazioni dell'alluminio intorno 1.800, salvo ritracciare nelle ultime sedute. Il persistente eccesso di offerta di alluminio sui mercati globali dovrebbe continuare a limitare il potenziale di rialzo dei prezzi, nonostante le buone prospettive di crescita della domanda a lungo termine. Anche per l'alluminio i costi marginali di produzione sono già incorporati nei prezzi correnti e appaiono ancora contenuti, sempre in virtù del contenuto rincaro dei prezzi del petrolio che prevediamo restino mediamente bassi ancora a lungo. Alla luce di queste considerazioni, manteniamo il nostro profilo rialzista sull'alluminio ma con livelli più contenuti, ad esprimere una maggior cautela su questo comparto.

Zinco: consolida il recupero ma restano i timori di surplus produttivo. Consolida il recupero delle quotazioni di pari passo con la fine del *lockdown* nelle economie chiave per la lavorazione e l'utilizzo dello zinco, come Europa e Stati Uniti, ma soprattutto Cina. Rispetto ad altri metalli, i rischi al ribasso per le quotazioni dello zinco appaiono più concreti. Il mercato globale era già molto ben rifornito prima dello shock negativo sulla domanda, registrato quest'anno a seguito del blocco delle attività. Di conseguenza, le scorte di zinco raffinato sono aumentate molto rapidamente negli ultimi mesi, portando il mercato a registrare un surplus importante. 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, anche se ci vorrà molto tempo per erodere le ingenti scorte accumulate e perché il mercato torni a un persistente deficit. Di certo il rallentamento, negli Stati Uniti, dell'iter di approvazione del piano fiscale espansivo volto proprio a promuovere opere pubbliche e infrastrutture, nell'ambito di un quadro di misure a sostegno dell'economia statunitense, complica ulteriormente lo scenario di ripresa dei prezzi.

Nickel: consolida sui livelli precedenti all'emergenza COVID-19. Le quotazioni del nickel restano forti e in consolidamento sui livelli precedenti alla pandemia, anche se in ribasso rispetto ai massimi in area 16.000. L'appeal del nickel resta molto alto fra gli operatori, in virtù dei temi strutturali che lo caratterizzano, come la mobilità elettrica. I fondamentali suggeriscono che il mercato globale dovrebbe rimanere in deficit per il prossimo futuro, poiché la domanda globale è destinata a crescere strutturalmente nei prossimi anni, mentre l'offerta mineraria resterà limitata. Alla base del costante rialzo delle quotazioni resta quindi il timore di carenze nelle forniture di metallo, oltre alle aspettative che molti paesi accelerino i loro investimenti in energia verde per stimolare le loro economie. Resta quindi intatto il tema della produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica. Questi fattori a supporto del nickel rimangono immutati ma si scontrano, nel brevissimo, col fatto che sia la produzione di auto elettriche sia la siderurgia restano comparti in difficoltà. Tutte le considerazioni fatte non ci impediscono comunque di confermare il nostro profilo rialzista per i prezzi del nickel.

Performance di medio termine

	22.09.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.247,3	13,0	28,2	2,8	2,3
Rame (\$)	6.780,0	14,8	46,4	17,3	9,8
Alluminio (\$)	1.776,5	11,4	13,8	-0,5	-1,9
Zinco (\$)	2.446,5	17,3	32,6	5,8	7,3
Nickel (\$)	14.606,0	14,8	34,2	-16,4	4,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale e prudenza nel breve periodo. Dopo il rialzo estivo, coerente col miglioramento del sentiment di mercato verso il comparto dei Metalli, originato dalla ripresa delle attività industriali e rafforzato dalla speranza di un recupero strutturale del ciclo economico globale, prevale ora un

atteggiamento di maggior prudenza. La maggior parte dei Metalli industriali appare sopravvalutata, con range di prezzo al di sopra dei livelli che consideriamo adeguati ai fondamentali di domanda e offerta. Di conseguenza, non escludiamo che un moderato storno dei prezzi possa avvenire nei prossimi mesi. A guidare questo ribasso potrebbero essere una correzione sui mercati azionari, sorprese macroeconomiche negative, un dollaro USA più forte del previsto o banalmente la chiusura di posizioni speculative lunghe nette sui metalli, in coincidenza con la fine dell'anno. Le tensioni degli ultimi giorni legate ai dubbi sull'approvazione del piano di rilancio infrastrutturale americano, i timori per l'aumento dei contagi e i conseguenti dubbi sulla forza della ripresa, stanno deprimendo i listini azionari e rischiano di concretizzare lo scenario di storno anche dei prezzi dei metalli. 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 in quanto più sensibili ai temi di investimento più di lungo termine, come elettrificazione dei trasporti, protezione delle risorse naturali e dinamiche "green".

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	22.09.20	2020	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	6.780,0	6.250	6.250	6.333	6.456	6.474
Alluminio (\$)	1.776,5	1.700	1.675	1.675	1.717	1.790
Zinco (\$)	2.446,5	2.400	2.300	2.350	2.313	2.350
Nickel (\$)	14.606,0	14.500	15.067	14.800	14.938	15.500

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

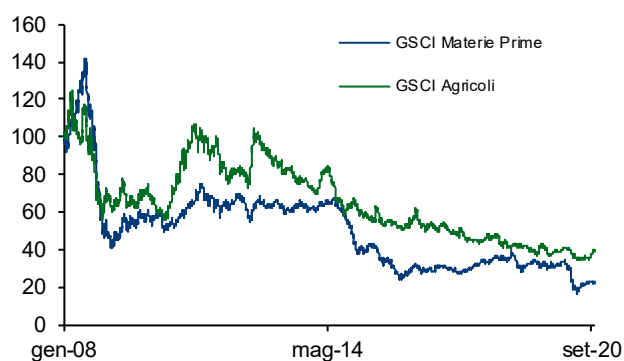
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	22.09.20	2020	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	6.780,0	6.700	6.850	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	1.776,5	1.700	1.700	1.700	1.700	1.790
Zinco (\$)	2.446,5	2.400	2.400	2.400	2.400	2.425
Nickel (\$)	14.606,0	15.500	15.500	15.500	15.500	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: si accodano al trend di recupero delle altre commodity

Gli Agricoli si allineano, con ritardo, al rialzo che ha caratterizzato la maggior parte delle materie prime. Finalmente si chiude la divergenza fra le materie prime agricole e il resto dei comparti delle risorse di base. Le quotazioni, in aggregato, delle materie prime agro-alimentari, tornate in giugno ai minimi dagli Anni '70, hanno recuperato nel corso degli ultimi tre mesi. Il comparto sembra essere tornato fra le preferenze degli investitori, che in precedenza avevano invece privilegiato altre commodity, alimentandone il recupero dopo i forti ribassi dei prezzi nella fase di picco della pandemia. Nonostante gli aumenti dei prezzi registrati negli ultimi mesi, la maggior parte delle materie prime agricole rimane a buon mercato in termini storici. Visto il consolidamento del petrolio, ribadiamo l'idea che sul futuro rincaro dei prezzi delle granaglie potrà gravare il costo dei carburanti e dei fertilizzanti, che incidono sulle spese nell'agro-industria. Anche in caso di possibili shock dal lato dell'offerta, questi sono da intendersi come momentanei e non di portata tale da generare tensioni sui mercati. Le riserve restano consistenti (come ribadito da WASDE e FAO), così come appaiono garantiti i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo, anche a fronte di eventi meteorologici inattesi. Permane inoltre un certo appeal speculativo verso gli investitori che sono in cerca di diversificazione, vista l'ingente quantità di liquidità messa a disposizione dalle Banche centrali a costo nullo.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

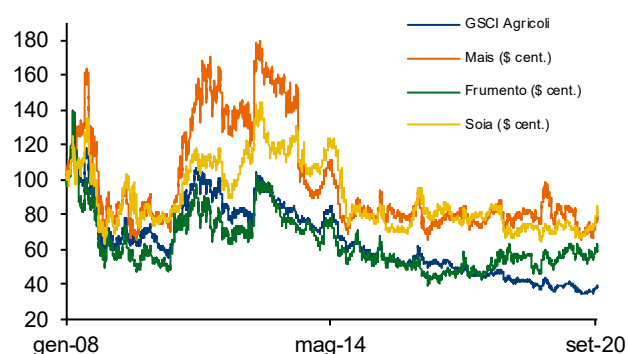
Performance di lungo termine

	Valore 22.09.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.715,8	-33,8	-38,4	-33,7
GSCI Agricoli	329,3	-5,4	-6,6	-27,9
Mais (\$ cent.)	369,3	-4,8	3,4	-3,7
Frumento (\$ cent.)	558,0	-0,1	6,9	10,0
Soia (\$ cent.)	1.019,8	8,1	20,4	18,1
Cotone (\$ cent.)	63,8	-7,5	-19,5	8,7
Cacao	2.556,0	0,6	18,0	-22,8
Zucchero	12,9	-3,9	18,9	17,7
Caffè (arabica)	110,7	-14,7	10,8	-4,8
Caffè (robusta)	1.430,0	5,6	-10,4	-5,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: scorte di mais in calo nella stagione 2020-21, in salita quelle di frumento Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, 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. Per quanto riguarda il **frumento**, il rapporto di settembre rivela una revisione verso l'alto sia delle stime di domanda che di offerta in misura però tale da portare ad un aumento anche delle scorte. L'offerta è stata quindi rivista a 770 milioni di tonnellate (mt) da 766 mt di agosto, in crescita dalle 764 mt della stagione 2019-20. I consumi hanno invece esibito una revisione verso l'alto più contenuta, a 751 mt da 750 mt precedenti, risultando in crescita di 3 mt rispetto alla stagione precedente. Il 2020-21 dovrebbe quindi terminare con scorte in crescita di 19 mt a 319 mt, rivisto da 317 mt di agosto. Il **mais** subisce invece un'ampia revisione verso il basso delle stime sulle scorte, ora attese a 307 mt da 317 mt precedenti: si prevede dunque un calo delle scorte nella stagione in corso da 309 mt precedenti (dato rivisto da 311 mt di agosto). In particolare, le nuove stime sulle scorte risentono non di un incremento della domanda (sostanzialmente stabile a 1.165 mt), ma di un marcato taglio delle previsioni di raccolta a 1.162 mt da 1.171. Infine, i consumi di **soia** sono attesi in crescita a 369 mt (rivisto da 368 mt) da 352 mt del 2019-20, mentre per la produzione sono state confermate le previsioni di rimbalzo a 370 mt da 337 mt della stagione scorsa. Le scorte di soia sono quindi attese in calo a 94 mt (da 95 mt), da 96 mt della scorsa stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

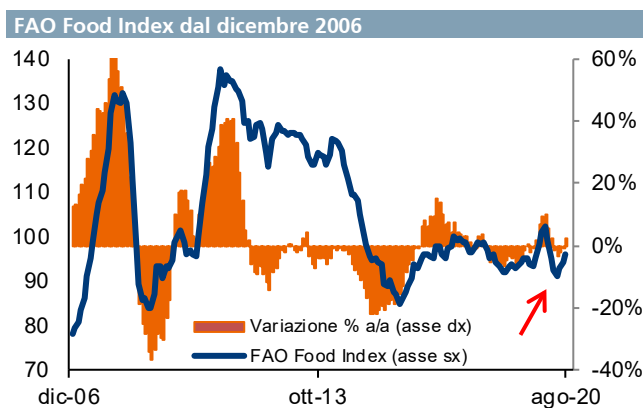
Performance di medio termine					
	22.09.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	329,3	10,7	10,7	10,7	-5,4
Mais (\$ cent.)	369,3	13,6	7,5	-1,1	-4,8
Fumento (\$ cent.)	558,0	14,8	-0,8	15,5	-0,1
Soia (\$ cent.)	1.019,8	16,5	15,4	14,3	8,1
Cotone (\$)	63,8	2,1	18,9	8,0	-7,5
Cacao	2.556,0	6,3	14,6	3,4	0,6
Zucchero	12,9	9,3	16,8	14,9	-3,9
Caffè (arabica)	110,7	15,0	-8,7	11,8	-14,7
Caffè (robusta)	1.430,0	23,4	17,4	11,1	5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prosegue il recupero dei prezzi delle materie prime alimentari, ai massimi da sei mesi. Nel mese di agosto le quotazioni delle materie prime alimentari sono salite per il terzo mese consecutivo, con l'indice FAO dei prezzi che si è portato ai massimi da febbraio, riavvicinandosi quindi ai livelli precedenti alla pandemia. La debolezza del dollaro ha favorito i corsi delle materie prime agricole, mentre sono stati registrati aumenti pronunciati anche per lo zucchero e gli oli vegetali, a fronte di un incremento più modesto per i cereali. Pressoché stabili invece i prezzi delle carni e dei prodotti lattiero-caseari. L'indice relativo ai **cereali** è salito di quasi il 2% m/m, al di sopra del 7% rispetto ai livelli toccati nello stesso mese dello scorso anno. In particolare, sono stati sorgo, orzo, mais e riso i prodotti che hanno evidenziato i maggiori rialzi. I prezzi degli **oli vegetali** sono saliti di quasi il 6% m/m, tornando sui massimi da gennaio 2020, in crescita per il terzo mese consecutivo, con guadagni diffusi agli oli di palma, soia, semi di girasole e colza grazie alla ripresa delle importazioni. È invece rimasto sostanzialmente invariato l'indice relativo ai listini dei **prodotti lattiero-caseari** sull'onda del calo dei prezzi del formaggio e del latte intero in polvere, penalizzati da una minore domanda e da aspettative per ampie disponibilità da destinare all'esportazione, a fronte di un rialzo delle quotazioni del burro e del latte scremato in polvere, supportate rispettivamente dalla maggiore domanda europea e da minori produzioni nel Vecchio Continente (che hanno risentito del caldo estivo). Pressoché invariati anche i prezzi delle **carni**, che restano in calo di quasi il 9% rispetto ad agosto 2019. In particolare, sono scese le quotazioni di bovini, ovini e pollame. In rialzo quelle suine, in crescita per la prima volta dopo quattro mesi consecutivi di flessione, sull'onda di una minore attività di macellazione. Infine, il prezzo dello **zucchero** è balzato di quasi il 7% m/m, in crescita di oltre il 6% in termini tendenziali. L'aumento riflette le previsioni di minori produzioni in Unione Europea e in Thailandia a causa di condizioni metereologiche sfavorevoli, a fronte di una maggiore domanda d'importazioni dalla Cina.

FAO: correzione per le stime sui raccolti di cereali ma l'offerta dovrebbe restare ampia. Nel rapporto di settembre sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali, la FAO ha rivisto verso il basso le proprie stime di produzione per la stagione 2020/21 di 25,0 milioni di tonnellate (mt) rispetto al precedente rapporto pubblicato in luglio. Nel complesso

l'offerta globale dovrebbe comunque toccare il record di 2.765 mt, in crescita di 58 mt rispetto al risultato del 2019/20. La correzione risente in particolare della revisione delle previsioni sul mais di 23,5 mt a 1.496 mt, soprattutto per i danni alle produzioni negli Stati Uniti per effetto della stagione degli uragani. Nel complesso, anche le stime per l'offerta europea sono state ridimensionate, a fronte però di una revisione verso l'alto per la produzione attesa in Argentina e Brasile, che dovrebbero riportare raccolti-record. Tagli alle stime anche per il frumento, di 1,4 mt, che portano le previsioni di offerta a 760,1 mt, poco al di sotto del dato del 2019. Aspettative per raccolti meno abbondanti in Argentina, Unione Europea e Stati Uniti dovrebbero più che compensare le revisioni verso l'alto che coinvolgono Brasile, Canada, Russia e Ucraina. Infine, per quanto riguarda il riso, le stime sono state riviste marginalmente verso il basso ma, nel complesso, il 2020 dovrebbe concludersi con un raccolto-record di 509 mt, in crescita di quasi il 2% rispetto allo scorso anno. Gli utilizzi di cereali nel 2020 dovrebbero invece attestarsi a 2.746 mt (rivisto verso l'alto di 11,0 mt), in crescita di 63,1 mt rispetto alla stagione precedente. In particolare, la revisione riflette attese per maggiori consumi di mais, rivisti verso l'alto di 8,4 mt, a 1.479 mt, in crescita di 51,5 mt rispetto al 2019. Anche le previsioni sul frumento sono state incrementate rispetto a luglio anche se in misura marginale, di 2,0 mt a 756 mt, in salita di 3,0 mt dalla stagione precedente. Se a trainare la crescita degli utilizzi di mais dovrebbero essere allevamenti ed industria, per quanto riguarda il frumento la domanda nelle fattorie e nelle fabbriche dovrebbe rimanere fiacca, mentre dovrebbero essere i consumi alimentari ad aumentare. Infine, la domanda di riso è attesa a 511 mt nel 2020/21, in crescita dell'1,7% rispetto alla stagione 2019/20, poco variata rispetto alla stima di luglio. Le previsioni per le scorte globali di cereali nel 2020/21 sono state quindi riviste verso il basso di 33,4 mt a 895,5 mt, comunque in crescita di 14,6 mt rispetto alla stagione precedente (un livello mai raggiunto in precedenza). Il rapporto scorte/consumi è perciò atteso in calo a 31,8, ai minimi da quattro anni, ma comunque un livello elevato se analizzato in prospettiva storica.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cotone: Stati Uniti protagonisti sul mercato del cotone. I prezzi del cotone rallentano, ma arrivano da sei mesi di rialzo senza sosta. La quotazione della materia prima è arrivata sopra i 65 centesimi per libbra, nonostante la domanda di export di cotone con consegna a dicembre sia stata debole nelle ultime settimane. Il rialzo è stato alimentato, nell'ultimo periodo, anche dall'arrivo della stagione degli uragani nel Sud degli Stati Uniti. Gli Stati meridionali sono storicamente conosciuti per la produzione di cotone. In aggiunta, proprio a difesa della produzione locale, il Dipartimento di Stato americano ha deciso di attuare una politica di chiusura, trattenendo le spedizioni di cotone in arrivo dalla Cina direttamente in dogana. Tutti i filati, i tessuti, i capi d'abbigliamento saranno pesantemente colpiti. L'effetto per i rivenditori e i produttori USA nel ramo tessile potrebbe essere rilevante alimentando, nel contempo, la domanda di materiale domestico. Il 25% della produzione mondiale di cotone arriva dalla Cina e, in particolare, dalla regione dallo Xinjiang. Pechino, a sua volta, importa 2 milioni di tonnellate l'anno di cotone e filati per produrre tessuti. Un quadro di tensione che potrebbe continuare a sostenere un consolidamento al rialzo dei prezzi del cotone.

Cacao: Costa d'Avorio e Ghana verso un forte aumento del prezzo minimo garantito per il cacao. Il mese scorso i due maggiori produttori di cacao del mondo, Costa d'Avorio e Ghana, hanno creato un organismo comune per migliorare il coordinamento nella ricerca, nella fissazione dei prezzi e nella lotta contro il lavoro minorile nella coltivazione del cacao. Nell'ambito di questa forte collaborazione fra i due storici produttori, la Costa d'Avorio non esclude di aumentare il Farm Gate Price, ovvero il prezzo stabilito dallo Stato per i coltivatori di cacao: un rialzo del 21% che porterebbe il prezzo a 1.000 franchi ivoriani (circa 1,84 dollari) per chilogrammo per l'intera stagione 2020-2021. Il Ghana dovrebbe annunciare un aumento equivalente del Farm Gate Price: questa indiscrezione proviene da fonti interne al Coffee and Cocoa Council (CCC). Già dall'anno scorso (giugno 2019), Costa d'Avorio e Ghana hanno stabilito, per il loro prodotto, un prezzo minimo di 2.600 dollari per tonnellata, introducendo il meccanismo LID (Living-Income Differential) che prevede un sovrapprezzo di 400 dollari per tonnellata rispetto al prezzo di mercato: un modo per garantire un sufficiente compenso ai coltivatori domestici. Questo quadro consente di confermare il trend di recupero in atto e costringe le quotazioni internazionali ad una pressione rialzista che potrebbe continuare, almeno nel breve periodo.

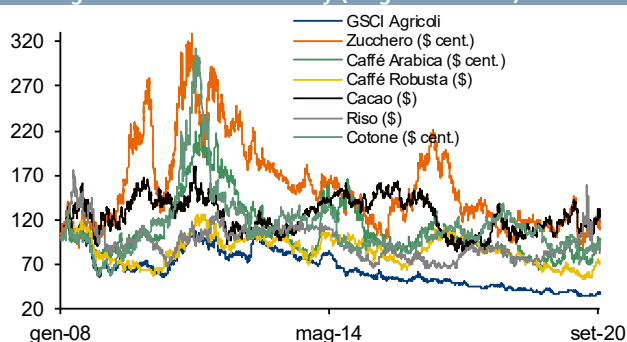
Zucchero: i sussidi in India proseguono per il terzo anno consecutivo. L'India, il secondo maggior produttore mondiale di zucchero, potrebbe rinnovare per il terzo anno consecutivo, i sussidi all'exportazione della commodity: un provvedimento varato al fine di abbattere le scorte domestiche in eccesso impedendo, allo stesso tempo, il crollo dei prezzi interni del dolcificante al di sotto del valore di riferimento stabilito dal Governo. L'India aveva già approvato un sussidio all'export di

zucchero pari a 142 dollari per tonnellata per la stagione 2019-20, che dovrebbe terminare il 30 settembre: un possibile rinnovo per la stagione 2020-21 potrebbe tradursi in una maggior tensione rialzista sui prezzi globali del dolcificante. Per garantire la tenuta dei prezzi interni, l'India deve esportare una quantità superiore a milioni di tonnellate di zucchero, in quanto un calo delle quotazioni interne impedirebbe alle aziende di trasformazione domestica di remunerare in tempo utile i coltivatori di canna da zucchero, generando un intoppo nella catena produttiva. Nel corso della prossima stagione l'India si troverà in difficoltà nel centrare gli ambiziosi obiettivi fissati per l'export di zucchero, subendo la forte concorrenza del Brasile, che ha letteralmente inondato il mercato con le proprie eccedenze produttive a prezzi bassi, grazie alla svalutazione del real brasiliano. L'India dovrebbe iniziare il nuovo anno commerciale con scorte pari ad 11,5 milioni di tonnellate; le stime sulla sua produzione di zucchero si aggirano intorno ai 31 milioni di tonnellate, rispetto ad un consumo interno stimato in circa 26 milioni di tonnellate. Un quadro di preoccupazione, ma che nel breve non sembra allentare le tensioni rialziste sui prezzi.

Caffè: forte rally dei prezzi ma incombono le eccedenze di materiale in arrivo dal Brasile. Negli ultimi mesi abbiamo assistito alla corsa al rialzo dei prezzi del caffè, aumentati notevolmente grazie alla contrazione dei mercati fisici ma anche grazie al decisivo deprezzamento del real brasiliano contro il dollaro statunitense. 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 proprio a seguito dell'effetto valutario (che ha smussato i rialzi delle quotazioni espresse in dollari). Secondo le stime dell'International Coffee Organization (ICO), contenute nel rapporto sul caffè di agosto, nella stagione 2019/20 il mercato globale del caffè è visto in surplus di 952.000 sacchi, molto inferiore al surplus di 5,26 milioni di sacchi registrato nella stagione 2018/19. La produzione mondiale di caffè è stimata in 169,34 milioni di sacchi nel 2019/20 (-2,2% a/a). La produzione di arabica si stima in calo del 5% a/a a 95,99 milioni di sacchi, mentre la produzione di robusta dovrebbe aumentare dell'1,9% a/a a 73,36 milioni di sacchi. L'ICO stima per il Brasile un prodotto pari 58 milioni di sacchi di caffè nell'annata 2019/20 (la stagione in Brasile è già finita 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 mostravano che il raccolto brasiliano si sarebbe potuto allineare alle precedenti annate; in realtà, i dati sui raccolti appaiono molto migliori. L'eccesso di offerta appare così corposo che l'ingresso nei magazzini del Brasile vede lunghe

file di camion, costretti ad attendere giorni interi prima di potersi liberare dei loro carichi. L'accumulo di scorte appare sorprendentemente in rialzo proprio in un momento in cui la domanda di caffè si presenta particolarmente debole, con i consumatori che sono ancora restii a riprendere la frequentazione di caffetterie e ristoranti. Un aspetto già sviscerato e che ha riflessi molto forti sulle dinamiche di produzione e vendita. L'arabica è una varietà largamente utilizzata dai colossi della ristorazione mondiale (in crisi); al contrario, la varietà robusta, maggiormente utilizzata nelle miscele destinate al consumo casalingo ed alla produzione di caffè solubile, sembra sopportare meglio questa crisi del mercato. Va detto che la pausa nelle quotazioni dell'arabica arriva dopo tre mesi all'insegna del rialzo costante: un incremento determinato dalle preoccupazioni, ormai fugate, relative ad un possibile danneggiamento delle piantagioni a causa del clima secco. Data l'aspettativa di una stagione in Brasile 2020/21 vicina alla sua media storica e le preoccupazioni che continuano a pesare sull'economia globale, prevediamo che i prezzi del caffè difficilmente registreranno nuovi massimi.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. Pur facendosi ancora sentire le conseguenze dell'emergenza sanitaria sui prezzi all'origine dei prodotti agro-alimentari (nonostante, proprio durante il *lockdown*, la spesa alimentare sia cresciuta, trascinando anche i prezzi al dettaglio), l'appeal degli Agricoli sugli investitori ha consentito negli ultimi tre mesi un rimbalzo delle quotazioni. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero recuperare ulteriormente, non grazie ai fattori a cui inizialmente avevamo pensato (cioè le difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e la filiera produttiva sotto pressione) ma piuttosto proprio grazie alla diversificazione di investimento: l'aspetto finanziario appare infatti il driver principale. Gli Agricoli sono ancora un'asset class molto penalizzata: pertanto, in un'ipotetica rotazione dei portafogli e allocazione della grande liquidità a basso costo garantita dalle Banche centrali, potrebbero restare oggetto di interesse per gli investimenti speculativi. In aggiunta, lo scenario positivo che abbiamo delineato potrebbe rafforzarsi ulteriormente a patto che vi sia una veloce erosione delle scorte accumulate di

recente: altro aspetto che non sembra di facile realizzazione, almeno nel breve.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore					
	22.09.20	4° trim. 2020	1° trim. 2021	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	369,3	347,5	355,0	375,0	370,0	382,0
Fruento (\$ cent.)	558,0	522,5	520,0	520,0	513,9	507,5
Soia (\$ cent.)	1.019,8	925,0	925,0	927,5	943,0	950,0
Cotone (\$)	63,8	62,7	63,5	65,0	68,0	64,5
Cacao	2.556,0	2.300	2.410	2.458	2.450	2.520
Zucchero	12,9	12,0	12,1	12,2	12,5	12,2
Caffè (arabica)	110,7	110,0	112,5	115,0	110,0	105,0
Caffè (robusta)	1.430,0	1.250	1.300	1.350	1.400	1.288

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore					
	22.09.20	4° trim. 2020	1° trim. 2021	2° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	369,3	350	350	375	375	390
Fruento (\$ cent.)	558,0	520	520	520	520	525
Soia (\$ cent.)	1.019,8	950	950	950	950	975
Cotone (\$)	63,8	62	62	62	62	64
Cacao	2.556,0	2.380	2.420	2.440	2.450	2.520
Zucchero	12,9	12,0	12,0	12,0	12,0	12,3
Caffè (arabica)	110,7	125	120	120	122	125
Caffè (robusta)	1.430,0	1.450	1.400	1.400	1.400	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 Precious 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 29.07.2020.

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