

Mensile Materie Prime

Commodity: vaccini e ripresa sorreggono l'ottimismo

Energia: Outlook Moderatamente Positivo nonostante la pausa nel rialzo

Nonostante questo quadro di possibile rallentamento dei prezzi, per ora non modifichiamo il nostro cauto ottimismo: area 65-75 dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che, seppur con qualche difficoltà, cerca di stabilizzare il proprio ritmo di recupero, domandando una quantità indispensabile di petrolio.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale e andamento diversificato

Uno scenario meno positivo per l'oro, all'interno dei Preziosi, verrà controbilanciato dalle prospettive meno negative di argento, palladio e solo marginalmente del platino. Questo ci permette di ribadire l'idea che nel 2021 i metalli con utilizzi più industriali possano sovraperformare rispetto all'oro grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori industriali: Auto, Elettronica, Economia Green.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, ancora forza e rialzo dei prezzi

Confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo per il futuro, pur mantenendo un approccio prudente nelle nostre previsioni di breve termine, visto il rialzo già messo a segno. Persiste il rischio che le quotazioni abbiano anticipato troppo in fretta questo scenario di mutamento strutturale e la conseguente forte richiesta di metalli, creando i presupposti per eccessi speculativi e successive prese di beneficio che portino allo storno delle quotazioni, nel corso del 2021.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo, si accentua la pressione rialzista sui prezzi

I timori relativi alla mancanza di forniture sembrano non allentarsi, a dispetto di quanto ci attendevamo, complice un peggioramento delle condizioni climatiche che sta incidendo sulla resa di molti raccolti primaverili. Di conseguenza, non abbiamo registrato nessuna riduzione della pressione rialzista sui prezzi nella maggior parte delle merci agricole, e le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano pertanto positive.

Soft Commodity:

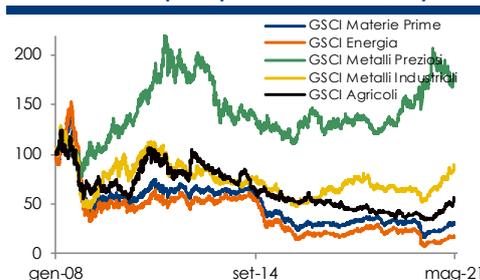
- Cotone:** preoccupano la scarsità di fibra naturale e il rincaro del petrolio.
- Cacao:** le piogge in Costa d'Avorio sembrerebbero scarse ma non mettono a rischio il raccolto mid-crop.
- Zucchero:** la siccità potrebbe provocare il calo della produzione del Brasile.
- Caffè:** forte rialzo per il caffè di alta qualità, preoccupano le condizioni climatiche in Brasile.

Performance degli indici commodity

	Valore 27.04.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.410,9	21,9	-7,2	3,7
GSCI Energia	343,8	28,7	-32,0	-13,9
GSCI Met. Preziosi	2.071,4	-5,8	36,2	32,6
GSCI Met. Industriali	1.668,5	19,2	33,2	62,6
GSCI Prod. Agricoli	488,7	22,2	49,7	3,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.04.2021

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

28 aprile 2021 - 12:31 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 aprile 2021 - 12:38 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Apr.	Mar.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	+	+
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	+	+
Frumento	+	+
Soia	+	+
Cotone	+	+
Cacao	+	+
Zucchero	+	+
Caffè Arabica	+	+
Caffè Robusta	+	+

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

Performance commodity

(%)	2021	2020
WTI	29,7	-23,0
Brent	28,2	-24,5
Gas Naturale	13,2	19,2
Gasolio	24,9	-32,7
Oro	-6,2	22,1
Argento	-0,0	45,5
Rame	26,9	26,7
Alluminio	21,0	8,5
Zinco	6,5	17,6
Nickel	2,1	20,8
Mais	43,7	25,2
Frumento	14,6	15,5
Soia	17,8	41,3
Cacao	-6,3	3,3
Caffè Arabica	12,6	1,5
Cotone	15,3	12,9

Fonte: Bloomberg; Refinitiv-Datastream. Dati al 27.04.2021

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.04.2021 (salvo diversa indicazione).

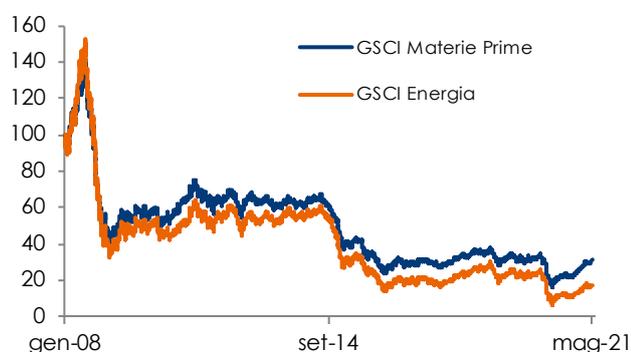
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: il petrolio rallenta ma resta il cauto ottimismo

**Commodity: il recupero economico resta il fattore chiave per il rialzo delle materie prime.**

Archiviato definitivamente il 2020, che aveva visto il crollo delle quotazioni di tutte le commodity a causa del blocco delle attività dovute all'epidemia di COVID-19, tutti i comparti delle materie prime hanno recuperato in questi primi mesi del 2021, ad eccezione dei Preziosi, grazie all'espansione della domanda mondiale. Il nostro cauto ottimismo sulle Commodity resta imperniato su tre aspetti che sosterranno lo scenario per tutto il 2021. Il primo è il recupero economico e il contesto favorevole che si va consolidando in alcune aree ad alta intensità di assorbimento di risorse, come Stati Uniti e Cina. Il secondo riguarda la conferma di politiche economiche espansive da parte delle principali Banche centrali, a cui si aggiungono manovre fiscali orientate a investimenti ecosostenibili varate dalla gran parte dei Governi mondiali. Infine, il terzo aspetto riguarda la necessità di reflazionare i sistemi economici di tutto il mondo: le commodity, in questo dispositivo, svolgono un ruolo determinante: basti pensare al peso del costo della componente energetica ma anche di quella alimentare. Al centro della ripresa economica restano i target ambientali fissati per i prossimi decenni. Questa svolta nelle economie mondiali richiede investimenti significativi in nuove tecnologie e infrastrutture specifiche, ad oggi quasi inesistenti, che genereranno inevitabilmente una fortissima espansione della domanda di Energia e Metalli (Industriali e non) e in relativo di derrate alimentari (Agricoli) senza precedenti. Di conseguenza, in linea con questo scenario prospetticamente favorevole, da inizio anno le quotazioni della maggior parte delle risorse di base stanno registrando un deciso aumento; il petrolio resta il miglior performer, anche al netto del rallentamento delle ultime sedute, seguito dai Metalli Industriali e dal settore Agricolo. Anche questo mese, il comparto dei Metalli Preziosi è il peggiore da inizio anno, a causa del ribasso dell'oro dovuto all'abbandono degli asset difensivi da parte degli investitori, a favore di investimenti maggiormente pro-ciclici.

### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

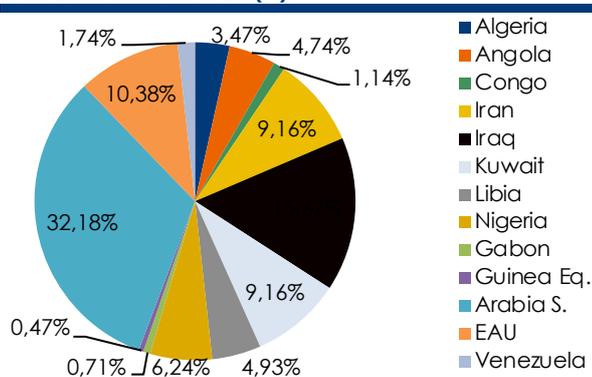
	Valore 27.04.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.410,9	21,9	-7,2	3,7
GSCI Energia	343,8	28,7	-32,0	-13,9
WTI (\$)	62,9	29,7	-0,6	36,7
Brent (\$)	66,4	28,2	-7,9	38,0
Gas Naturale (\$)	2,9	13,2	12,0	38,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: le scelte dell'OPEC+ gravano sul petrolio ma non ne negano lo scenario positivo.** Il forte movimento di rialzo del petrolio da inizio anno si è attenuato; questo ha avuto origine dalla decisione OPEC+ dello scorso 1° aprile. I produttori di petrolio si sono infatti accordati per un progressivo aumento dell'offerta scommettendo sull'ulteriore recupero della domanda. La situazione, prima del vertice Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) dell'OPEC+ di aprile, vedeva un taglio dell'offerta pari a circa 8 milioni di barili al giorno (7 milioni OPEC+ e 1 milione di tagli volontari da parte dei Sauditi) anche per il mese di aprile, al netto delle marginali concessioni di estrazione per Russia e Kazakistan. Per il mese di maggio, l'OPEC+ ha deciso di incrementare la sua produzione di 350.000 barili al giorno, altri 350.000 a giugno e circa 440.000 barili a luglio. Questo consentirà all'Arabia Saudita di ridurre gradualmente i suoi tagli volontari aggiuntivi, azzerandoli del tutto entro la fine di luglio. La decisione è apparsa da subito come una forte scommessa sul fatto che, specie in Europa, l'implementazione dei vaccini accelererà quest'estate, consentendo a più persone di viaggiare e spingendo la domanda di combustibili.

La scelta segna anche una svolta aggressiva nella strategia dell'OPEC+, che negli ultimi mesi aveva adottato invece un approccio più cauto nella gestione dell'offerta. Di fondo, i progressi nelle campagne vaccinali e le stime di maggior recupero economico mondiale restano elementi che rafforzano lo scenario di ripresa della domanda di energia, inducendo appunto un allentamento dei tagli produttivi dell'OPEC+. Una scelta che rischia di rallentare il rialzo delle quotazioni ma senza contraddire il quadro di cauto ottimismo circa ulteriori aumenti del prezzo del petrolio. Se gli Stati Uniti stanno tornando lentamente alla normalità e ci si attende per il 2021 una crescita economica persino superiore ai livelli pre-COVID, il PIL nell'Eurozona si contrarrà invece anche in questo 1° trimestre, e anche le prospettive di crescita a medio termine appaiono poco promettenti. Eppure proprio l'assenza della componente di domanda petrolifera esercitata dall'Eurozona sembra aver cambiato ruolo nello scenario sul petrolio, ed essere diventata un fattore che non erode la fiducia sul recupero delle quotazioni petrolifere ma anzi lascia spazio a un possibile effetto sorpresa derivante proprio dalla dimensione di questa richiesta di energia futura. I prezzi del petrolio hanno corso molto e lo spazio di rialzo, seppur ancora presente, si è fisiologicamente ridotto e questo è un elemento che sottolineiamo ormai da qualche tempo.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.03.2021

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

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

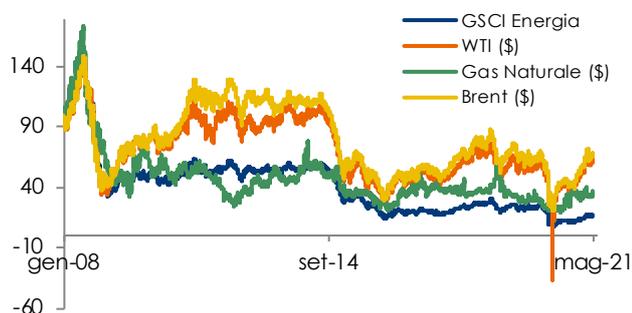
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, ottobre 2020, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC: stime sulla domanda in leggero aumento, fiducia per una forte ripresa nel 2° semestre.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di aprile, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio ha rivisto verso l'alto le stime sui fondamentali di domanda e ha lasciato pressoché invariate quelle sull'offerta. Nel 2020 la domanda globale è attesa a 90,5 milioni di barili al giorno (mb/g), 0,1 mb/g in più rispetto al dato dello scorso mese ma in contrazione di 9,5 mb/g sul 2019. Quest'anno invece dovrebbe raggiungere i 96,5 mb/g, in aumento di poco più di 0,1 mb/g. Il consumo di petrolio dovrebbe compiere un ampio balzo nel 2° semestre del 2021 in scia a una forte ripresa economica, supportata da programmi di stimolo e dall'accelerazione nella distribuzione dei vaccini, soprattutto nei Paesi OCSE. Tuttavia, le previsioni di domanda per il 1° semestre sono state riviste verso il basso a causa delle misure restrittive reintrodotte in numerose parti d'Europa per contrastare la diffusione del coronavirus e della fiacca richiesta nel 1° trimestre da parte dei Paesi non-OCSE. L'offerta di petrolio da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC nel 2020 è rimasta invariata a 69,2 mb/g, -2,5 mb/g rispetto allo scorso anno per via di una minore produzione in Russia e Stati Uniti. Anche l'offerta per quest'anno è stata confermata a 63,8 mb/g, nonostante siano possibili futuri aumenti mensili perché il rialzo del prezzo del petrolio potrebbe indurre i produttori statunitensi a incrementare le estrazioni. Di conseguenza, la produzione richiesta al Cartello, da sommarsi a quella dei produttori non-OPEC e per soddisfare la domanda, portando così in equilibrio il mercato, è pari a 22,5 mb/g (invariata dal dato precedente) e di 27,4 mb/g (+0,1 dalla stima di marzo) per il 2021. Secondo fonti secondarie, l'output dei paesi OPEC a marzo è salito di 0,2 mb/g a 25,0 mb/g, mentre a febbraio le scorte dei Paesi OCSE sono diminuite di 45 milioni di barili (mb) a 2.978 mb.

**EIA: leggero aumento della domanda 2021, a fronte di un ulteriore rialzo dei prezzi.** L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di aprile ha aggiornato le sue previsioni sui fondamentali del petrolio prevedendo un modesto aumento della domanda, a fronte di una leggera riduzione della produzione. Nel 2020 il mercato globale dovrebbe essersi chiuso in surplus di 2,1 milioni di barili al giorno (+0,1 mb/g sull'ultimo dato), mentre quest'anno dovrebbe registrare un livello record di deficit: 1,0 mb/g, 0,4 mb/g in più rispetto alla stima di marzo. La domanda mondiale è confermata a 92,2 mb/g per il 2020, per poi salire quest'anno a 97,7 mb/g da 97,5 mb/g precedente (-3,5 mb/g sul 2019). A seguito di un 1° trimestre del 2021 caratterizzato ancora dall'aumento di casi di coronavirus, si prevede una rapida ripresa dei consumi a partire dal 2° semestre in particolare. Nonostante l'incertezza sul fronte sanitario sia ancora elevata, le nuove stime tengono in considerazione le più recenti ed elevate previsioni di crescita economica. L'offerta da parte dei Paesi non-OPEC è stata rivista in marginale rialzo per il 2020 a 63,7 mb/g (+0,1 mb/g) e in marginale ribasso per il 2021 a 64,9 mb/g (-0,2 mb/g). La produzione da parte dei Paesi appartenenti al Cartello (the "call on OPEC supply") è stata lasciata invariata a 25,6 mb/g nel 2020; quest'anno invece è stata abbassata a 26,7 mb/g, 0,1 mb/g in meno rispetto al dato dello scorso mese. A marzo i prezzi del petrolio hanno continuato a salire, sostenuti dalle aspettative per una maggior domanda grazie al sempre più ampio tasso di vaccinazioni effettuate e alla ripresa dell'attività economica, uniti ai perduranti tagli alla produzione da parte dell'OPEC+. Il prezzo del Brent nel 2021 dovrebbe attestarsi in media sui 62,3 dollari al barile (\$/b), in aumento di 1,6 \$/b dallo scorso mese, contro i 41,7 \$/b nel 2020. Lo spread tra Brent e WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe restringersi a 3,4 \$/b anziché 3,7 \$/b precedente.

**IEA: domanda e offerta in modesta crescita nel 2021, ulteriore riduzione delle scorte.**

L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di aprile, ha aggiornato le stime sui fondamentali di greggio stimando un leggero aumento sia della domanda sia dell'offerta per quest'anno. La stima del consumo globale nel 2020 è stata lasciata invariata a 91,0 milioni di barili al giorno (mb/g), mentre quella di quest'anno dovrebbe aumentare di 0,2 mb/g a 96,7 mb/g. Nonostante i dati più deboli del previsto riguardo al 1° trimestre a causa dell'insorgere di nuovi casi di coronavirus in alcuni dei maggiori paesi consumatori, le previsioni sono state riviste al rialzo per considerare anche le migliori prospettive economiche. L'offerta mondiale è attesa in crescita di 1,3 mb/g a 92,9 mb/g, dopo che gli impianti estrattivi negli Stati Uniti sono tornati in piena funzione, dopo l'ondata di gelo che li aveva colpiti a febbraio. L'incremento è sostenuto anche dalla decisione presa dall'OPEC+ nel meeting di aprile di ridurre i tagli alla produzione e azzerarli entro luglio di quest'anno. Le estrazioni dei Paesi non appartenenti all'OPEC per il 2020 sono state confermate a 63,1 mb/g, contro i 63,8 mb/g (-0,1 mb/g rispetto al dato precedente) per il 2021. L'offerta dai Paesi appartenenti al Cartello, che sommata all'offerta dei produttori non-OPEC porti al riequilibrio del mercato, è stimata stabile a 22,8 mb/g, invece per quello in corso è vista in aumento di 0,3 mb/g a 27,6 mb/g. Le scorte dei Paesi OCSE calano, per il settimo mese consecutivo, di 55,8 milioni di barili (mb) a 2.967,2 mb a febbraio, ma ancora sopra il livello del periodo pre-pandemia di poco più di 50 mb. Allo stesso modo, anche le scorte globali stanno proseguendo il trend di riduzione e a fine febbraio si trovano a 2.977 mb, superiori di soli 28,3 mb rispetto alla media quinquennale.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	27.04.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	343,8	19,7	42,4	91,3	28,7
WTI (\$)	62,9	20,3	68,3	410,0	29,7
Brent (\$)	66,4	19,6	69,8	224,6	28,2
Gas Naturale (\$)	2,9	7,8	-4,1	60,1	13,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: permane il cauto ottimismo sul petrolio nonostante la frenata delle quotazioni dovuta più alle scelte dei produttori che ai timori sanitari.**

Il petrolio rallenta ma non nega il proprio scenario di fondo ancora basato sul continuo consolidamento al rialzo dei prezzi. Malgrado i ribassi degli ultimi giorni, gli investitori si confermano comunque cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi. Alla base del cauto ottimismo restano i soliti fattori: efficacia dei vaccini e stime migliori di ripresa economica. Aspetti che spingeranno ancora la domanda di petrolio anche a fronte della riduzione dei tagli varata dall'OPEC+, sostenendo le quotazioni petrolifere. Nei prossimi mesi, i rischi al ribasso per il nostro scenario dipenderanno dalla dimensione dell'offerta: un possibile ritorno delle esportazioni iraniane, in virtù di un ipotetico nuovo accordo sul nucleare patrocinato dalla nuova Amministrazione Biden, e un aumento superiore alle attese della produzione di shale oil negli Stati Uniti sarebbero di ostacolo al rialzo del greggio. Nonostante questo quadro di possibile rallentamento dei prezzi, per ora non modifichiamo il nostro cauto ottimismo: area 65-75 dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che, seppur con qualche difficoltà, cerca di stabilizzare il proprio ritmo di recupero, domandando una quantità indispensabile 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 consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.04.21	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	62,9	62,0	61,0	61,0	61,0	61,0
Brent (\$)	66,4	65,0	64,0	64,0	64,0	64,5
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,6	2,6	2,8	2,8	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia**

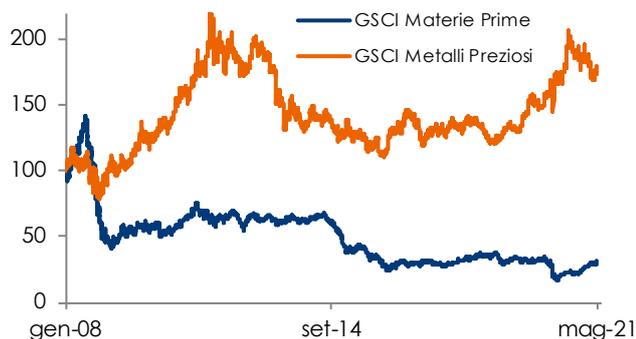
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.04.21	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	62,9	68,0	70,0	71,0	66,8	73,0
Brent (\$)	66,4	70,0	72,0	73,0	68,8	75,0
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,4	2,4	2,7	2,6	2,7

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: permane la debolezza “a due velocità”

**Nonostante i timori per i nuovi contagi le attese di ripresa economica e l'irripidimento delle curve dei Treasury continuano a frenare i Preziosi.** Dopo aver archiviato un 2020 da assoluti protagonisti in scia alla richiesta di asset rifugio, la situazione è decisamente cambiata con l'inizio delle campagne vaccinali. I Preziosi continuano a faticare molto: il saldo da inizio anno è negativo ed è da attribuire al ribasso di oro e argento, mentre platino e palladio, seppur indeboliti, mantengono una performance molto positiva da inizio anno. La dinamica sul comparto appare quindi “a due velocità”: mentre oro e argento subiscono la concorrenza di asset rifugio diversi e maggiormente remunerativi, platino e palladio, grazie alla loro natura spiccatamente industriale, beneficiano della ripresa del comparto Auto e consolidano le loro quotazioni in vista del più generale recupero economico. L'attesa di un concreto slancio della crescita economica globale e la riduzione dei rischi sanitari, al netto degli ultimi giorni, hanno decisamente eroso la richiesta di oro che, inoltre, ha dovuto metabolizzare anche l'aumento dei rendimenti dei Treasury USA, diventati quindi una asset class concorrente nelle decisioni di investimento degli operatori. I bassi tassi di interesse reali che avevano azzerato i rendimenti di altri beni difensivi, paragonandoli pertanto all'inesistente redditività dell'oro, sono venuti meno negli Stati Uniti. Questo ha decisamente penalizzato lo scenario sulle quotazioni dei Preziosi perché si stanno irrobustendo le attese di ulteriore irripidimento della curva dei Treasury, un quadro sfavorevole soprattutto per l'oro. In aggiunta, nonostante le aspettative di inflazione siano in risalita, scontando un recupero economico forse eccessivo, il dollaro resta debole a causa della reiterata azione espansiva della Fed, due fattori che penalizzeranno ancora i Preziosi e l'oro.

### GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Questo però non nega, nel medio termine, la nostra idea di strutturale divergenza che vede l'argento ancora favorito rispetto all'oro per via della sua natura “industriale”.

### Performance di lungo termine

	Valore 27.04.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.410,9	21,9	-7,2	3,7
GSCI Met. Preziosi	2.071,4	-5,8	36,2	32,6
Oro (\$)	1.778,3	-6,2	38,3	40,7
Argento (\$)	26,3	0,0	74,6	50,2
Platino (\$)	1.248,5	16,6	38,9	19,3
Palladio (\$)	2.954,1	20,6	102,0	373,0

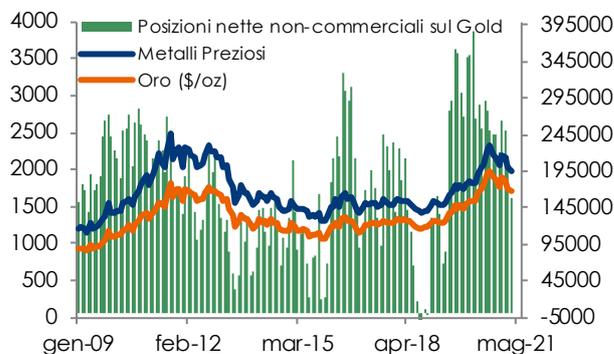
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Rapporto oro/argento da gennaio 2008



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Posizioni nette non-commerciali sul Gold dal 2009

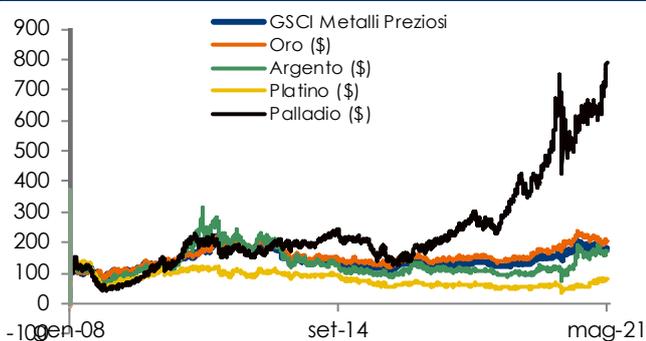


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Oro e argento: si attenua la divergenza fra i due metalli ma resta alta l'attenzione sul rapporto oro/argento.

Si attenua la divergenza che avevamo osservato, da inizio anno, nella dinamica fra i due metalli, ma resta alta l'attenzione sul rapporto fra oro e argento. Rappresentare il prezzo delle due materie prime permette di stimare il possibile andamento dei prezzi singoli dei due metalli, ma ora anche l'argento, nonostante la sua duplice funzione di asset rifugio ma anche di metallo industriale, sta stornando in linea con l'andamento del metallo giallo. L'appeal dell'argento come componente di molti processi industriali, che vanno dal settore dei circuiti elettrici a quello degli apparecchi fotovoltaici, non lo ha portato a sovraperformare rispetto al metallo giallo, come invece era accaduto il mese scorso. Di fondo, il disinteresse degli investitori per l'oro e per l'argento come asset finanziario di investimento accomuna entrambi. Alla base di questa situazione resta l'aumento dei rendimenti dei Treasury, che, accrescendo il costo-opportunità della detenzione di asset infruttiferi (l'oro e l'argento, al contrario di un qualsiasi titolo obbligazionario, non staccano cedole), penalizza entrambi nelle scelte allocative dei soggetti che vogliono investire. Questo, nonostante l'indebolimento del dollaro americano, renderebbe più conveniente l'acquisto dei derivati finanziari dei due metalli. Di fondo però continuiamo ad esprimere una preferenza per l'argento, che sembra avere maggiori possibilità di recupero proprio grazie alla sua natura non solo di bene rifugio ma soprattutto di componente industriale. Infine, per concludere, nonostante il rialzo delle curve dei Treasury e il rafforzamento del dollaro (ora meno accentuato), la Fed resta fermamente intenzionata a mantenere, anche nel 2021, una politica monetaria estremamente espansiva. Questo potrebbe essere di supporto all'oro come strumento di protezione contro l'inflazione, visti i segnali lanciati in questo senso dai mercati, che stanno anticipando, forse con eccessiva speranza, un'eventuale perdita di potere d'acquisto della moneta, causata dal ritorno dell'inflazione.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	27.04.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.071,4	-3,0	-4,2	5,2	-5,8
Oro (\$)	1.778,3	-3,3	-5,5	4,3	-6,2
Argento (\$)	26,3	1,5	12,4	74,7	-0,0
Platino (\$)	1.248,5	16,8	42,7	61,3	16,6
Palladio (\$)	2.954,1	26,9	31,4	55,4	20,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Platino e Palladio: temi immutati dal mese scorso, col settore Auto che resta il principale fattore di rialzo.

Il quadro di fondo è immutato per platino e palladio. I due metalli sono protagonisti del processo di cambiamento che sta interessando, a livello mondiale, il settore dell'Auto. Le automobili a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) restano destinate ad uscire vittoriose nel processo di cambiamento tecnologico e ambientale in corso, soppiantando i motori diesel (i cui catalizzatori contengono platino). Uno scenario che è indipendente dai segnali giunti in questi primi mesi di vendite auto "post pandemia", che indicano una certa domanda di veicoli leggeri, dotati di motori diesel, anche a seguito degli incentivi in molti paesi. Questo rappresenta un fattore di sostegno anche alla domanda di platino che sta limitando e limiterà ancora la sottoperformance rispetto al palladio. Il tutto senza intaccare lo scenario di fondo che vede la richiesta di platino, derivante da queste motorizzazioni, destinata a contrarsi. In conclusione, se la ripresa dell'economia mondiale dovesse rivelarsi più robusta di quanto viene ora ipotizzato, o se il dollaro dovesse tornare ad indebolirsi, come in effetti è successo in queste ultime settimane, confermiamo la nostra idea secondo cui il prezzo del palladio potrebbe salire anche oltre le nostre attuali previsioni, ancora una volta spinto dalle vendite di auto e, in particolare, dei veicoli ibridi e a benzina (dotati di catalizzatori al palladio).

**Outlook Neutrale e consolidamento sia dei temi che delle quotazioni del comparto che appare diviso in due.** Il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi è destinato a proseguire, in linea con la diminuzione del rischio sui mercati. L'Outlook Neutrale resta, ancora una volta, giustificato dai differenti andamenti dei metalli e dai rispettivi pesi che hanno nel comparto. Abbiamo già detto che se le nostre previsioni sull'oro sono di un consolidamento della debolezza, spunti diversi caratterizzano argento, palladio e platino. Il peso dell'oro rispetto agli altri metalli che hanno potenzialità differenti è predominante. Va detto però che uno scenario non positivo per l'oro, all'interno dei Preziosi, verrà controbilanciato dalle prospettive meno negative di argento, palladio e solo marginalmente del platino. Questo ci permette di ribadire l'idea che nel 2021 i metalli con utilizzi più industriali possano sovraperformare rispetto all'oro grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori industriali: Auto, Elettronica, Economia Green. Nel breve confermiamo, ancora una volta, un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di tutti i componenti del comparto. Nel medio termine non scartiamo l'ipotesi di un maggior rallentamento dei prezzi ma senza forti ribassi delle quotazioni, viste le tensioni in atto sui tassi di interesse reali e il movimento sulle aspettative di inflazione. Queste ultime precorrono eccessivamente un surriscaldamento dei prezzi, dovuto alla ripresa del ciclo economico, che nei fatti appare ancora lontano.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.778,3	1.775,0	1.800,0	1.785,0	1.777,0	1.700,0
Argento (\$)	26,3	25,6	25,0	24,1	25,5	23,7
Platino (\$)	1.248,5	1.160,0	1.200,0	1.250,0	1.195,0	1.269,0
Palladio (\$)	2.954,1	2.435,0	2.500,0	2.500,0	2.492,4	2.506,3

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

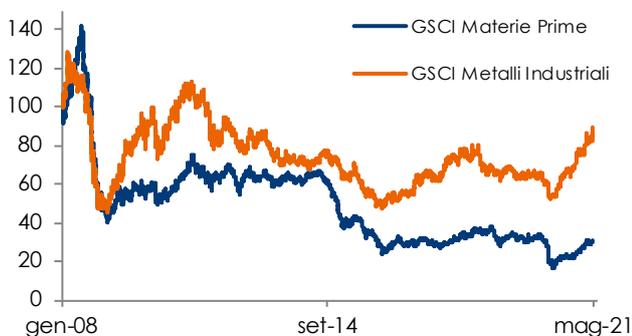
	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.778,3	1.720	1.700	1.700	1.730	1.620
Argento (\$)	26,3	27,5	27,8	28,0	27,5	29,5
Platino (\$)	1.248,5	1.200	1.240	1.270	1.215	1.300
Palladio (\$)	2.954,1	2.350	2.400	2.400	2.375	2.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: confermata la forza del comparto

**Si rafforza il quadro di ottimismo sui metalli dovuto alla forte domanda che si scontra con un'offerta ancora insufficiente.** Prosegue il recupero dei Metalli, complice la forte domanda che non trova adeguata offerta da parte del settore minerario. La campagna vaccinale contro il coronavirus ha rafforzato le attese di ripresa dell'economia, che vertono sul varo dei piani infrastrutturali in molte economie del mondo, in primis gli Stati Uniti. Gran parte di questa domanda in arrivo dall'Asia si sta scaricando soprattutto sui metalli più direttamente coinvolti nei processi industriali legati all'elettronica. I Metalli industriali restano sostenuti anche dalle politiche fiscali improntate al cambiamento ecosostenibile, una svolta che necessita di grandi infrastrutture ad alto assorbimento di metalli, attualmente praticamente inesistenti. Gli investimenti legati a questo cambiamento infrastrutturale dei sistemi economici stanno portando a un sensibile aumento della domanda di tutte le materie prime, scaricandosi con forza sulle quotazioni di tutti i comparti, e in particolare sui metalli.

### GSCI Metalli Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

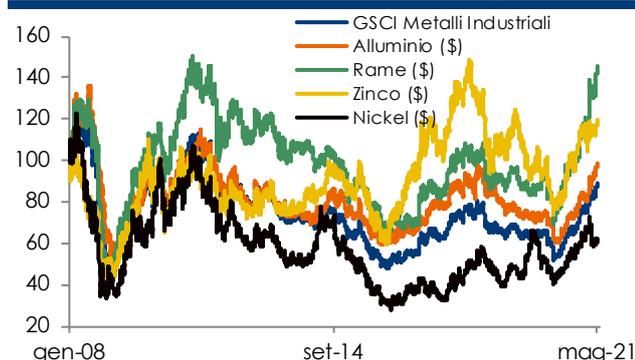
	Valore 27.04.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.410,9	21,9	-7,2	3,7
GSCI Industriali	1.668,5	19,2	33,2	62,6
Rame (\$)	9.855,5	26,9	54,0	99,4
Alluminio (\$)	2.396,0	21,0	30,4	43,9
Zinco (\$)	2.907,0	6,5	0,7	54,7
Nickel (\$)	16.963,0	2,1	36,5	82,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: rallenta la ripresa a inizio 2021 ma le prospettive restano solide.** Nel 1° trimestre del 2021 l'economia cinese ha registrato un'espansione (PIL) di 0,6% t/t, mentre la crescita del trimestre finale dello scorso anno è stata rivista verso l'alto a 3,2% t/t da 2,6% t/t precedente. In termini tendenziali, la variazione relativa ai primi tre mesi dell'anno è del +18,3% da +6,5% precedente, dato che beneficia però di un effetto base particolarmente favorevole nel confronto con i primi tre mesi del 2020, che erano stati penalizzati dallo scoppio della pandemia da COVID-19. Il dato congiunturale segnala quindi un rallentamento del ritmo di ripresa dell'economia a inizio anno, concentrato sia nei servizi (ove i più recenti dati mensili sono però coerenti con una riaccelerazione della crescita), sia nella manifattura, che esibisce comunque dinamiche ancora molto solide, sostenute da una domanda estera in progressivo recupero. Il rallentamento del ritmo di espansione non è comunque preoccupante: la maggior debolezza dei servizi è infatti anche in parte imputabile alle festività per il Capodanno lunare, tipicamente un importante momento di picco per l'attività nel settore terziario, soggette quest'anno a restrizioni, mentre i dati industriali sembrerebbero evidenziare come l'output perduto durante la pandemia sia stato ormai recuperato e come la produzione si stia riallineando sui solidi ritmi pre-COVID. Infine, i più recenti dati mensili sulle vendite al dettaglio, relativi a marzo, sono coerenti con una significativa ripartenza dei consumi privati una volta allentate le restrizioni precauzionali del Capodanno. Le positive prospettive per l'economia cinese sono sostenute dalle indagini congiunturali: gli indici **PMI dei servizi**, sia quelli ufficiali (56,3 da 51,3) che Caixin (54,3 da 51,5), hanno evidenziato una significativa riaccelerazione dell'attività nel settore, mentre l'indice **PMI manifatturiero** di marzo è salito a 51,9 da 50,6 precedente, a fronte di una modesta ma inattesa correzione registrata dall'indice Caixin (50,6 da 50,9). La differenza tra le due indagini nel mese in esame dovrebbe essere imputabile sia a ragioni tecniche (le due indagini usano diverse procedure di destagionalizzazione) che al diverso campione di imprese (l'indagine Caixin è condotta anche

tra le imprese più piccole) ma, nel complesso, non modifica il quadro di ripresa per il settore, con solide indicazioni per la domanda estera. Quest'ultima dovrebbe infatti rappresentare un importante fattore di sostegno per l'attività manifatturiera cinese grazie alla ripresa delle economie sviluppate e all'ingente stimolo fiscale varato dall'Amministrazione Biden, destinato a supportare la domanda statunitense. I dati sul **commercio internazionale** di marzo segnalano infatti una solida dinamica delle esportazioni, anche al netto di un effetto base favorevole, con la migliore performance ancora concentrata tra i prodotti elettronici. Anche le importazioni sono risultate robuste, trainate sia da una maggiore domanda di input produttivi che dalla risalita dei prezzi delle materie prime. Sul lato dei prezzi, a marzo **l'inflazione** è tornata in territorio positivo a +0,4% a/a da -0,2% a/a. Nei prossimi mesi la dinamica dei prezzi al consumo dovrebbe risultare verso l'alto: i listini dei beni dovrebbero essere sostenuti dal rincaro delle materie prime, come si evince dalla marcata accelerazione dei prezzi alla produzione, mentre quelli dei servizi dovrebbero risultare trainati dal progressivo recupero dell'attività nel settore. Le prospettive d'inflazione non dovrebbero comunque spingere la Banca centrale a muovere il costo del denaro nei prossimi mesi, con i tassi di riferimento, a 1 e a 5 anni, che dovrebbero restare invariati nel 2021.

**Il quadro dei fondamentali resta ancora favorevole.** Immutati i temi di fondo: tutte le componenti del comparto stanno beneficiando di un rialzo della domanda, in particolare asiatica, che va a scontrarsi con un'offerta mineraria in recupero ma ancora insufficiente per soddisfare la richiesta, generando così una decisa pressione rialzista sui prezzi. Il **rame** si è spinto a ridosso di 10.000 dollari per tonnellata, livello raggiunto per la prima volta dal 2011, segnando così il nuovo massimo a 10 anni. La forte crescita della domanda mondiale ha dovuto confrontarsi con un deciso deficit di offerta, dopo anni di investimenti insufficienti e di rendimenti decrescenti dei siti minerari attivi che, per giunta, non hanno recuperato le perdite produttive dovute al *lockdown* degli scorsi mesi. Il quadro positivo sul rame potrebbe essere guastato solo se il dollaro americano dovesse rafforzarsi più del previsto, aspetto che almeno per il momento appare escluso, vista la reiterata azione espansiva della Fed, o se la ripresa economica dovesse rivelarsi più debole dell'atteso. Il Piano di Biden sulle infrastrutture del valore di oltre duemila miliardi di dollari, in otto anni, poggia proprio sull'accesso a un'ampia quantità di rame, aspetto che continuerà a premere sulle quotazioni. Scenario meno positivo per l'**alluminio**, a causa delle ampie forniture di materiale presenti sul mercato. Questo fattore non ha impedito al metallo di raggiungere i massimi a tre anni, nonostante l'aumento dell'offerta proveniente da diversi produttori concorrenti del principale player sull'alluminio: la Cina. Poche novità sullo **zinco**, il cui rialzo si basa su aspettative di maggiori investimenti nel settore dell'edilizia e delle infrastrutture, a cui si somma il tema delle nuove tecnologie di costruzione delle batterie per l'auto elettrica (che però ha ancora i contorni della vera e propria scommessa tecnologica). I prezzi del **nickel** sono saliti ai massimi da oltre sei anni sulla scia delle crescenti aspettative derivanti dalla domanda proveniente dal settore dei veicoli elettrici. Dopo il recente storno delle quotazioni, dovuto alla minaccia di una maggiore offerta di nickel cinese per il mercato delle batterie, i prezzi sembrano resistere senza grossi sforzi sopra la soglia di 16.000 dollari e andare a testare la soglia di 17.000 dollari, confermando la nostra previsione di ulteriore ripresa dei rialzi e consolidando il nostro scenario di ottimismo.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	27.04.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.668,5	18,4	32,5	63,5	19,2
Rame (\$)	9.855,5	25,2	46,1	88,7	26,9
Alluminio (\$)	2.396,0	20,7	32,4	59,3	21,0
Zinco (\$)	2.907,0	13,6	14,8	53,5	6,5
Nickel (\$)	16.963,0	-4,7	7,8	38,0	2,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, non cambiano le attese di crescita delle quotazioni.** Il comparto si candida, con forza, ad essere il maggior beneficiario delle aspettative di crescita economica, come dimostra il fortissimo rialzo delle quotazioni delle ultime settimane. Nel lungo periodo, i Metalli Industriali restano il comparto delle materie prime che in maggior misura verrà coinvolto nei processi di modifica infrastrutturale che investiranno tutte le grandi economie intenzionate a proseguire nella transizione verso un modello economico più ecosostenibile. Il rincaro dei costi delle materie prime rischia di farsi sempre più pressante per le imprese, che devono confrontarsi con nuovi rialzi di prezzo per i metalli. Il rally, che aveva perso forza tra marzo e aprile, ha ripreso fiato sulla spinta dell'ottimismo degli investitori per la ripresa economica; la grave crisi sanitaria in India per il momento non sembra sollevare dubbi sulle prospettive di crescita globali. In virtù di questo quadro, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo per il futuro, pur mantenendo un approccio prudente nelle nostre previsioni di breve termine, visto il rialzo già messo a segno. Persiste il rischio che le quotazioni abbiano anticipato troppo in fretta questo scenario di mutamento strutturale e la conseguente forte richiesta di metalli, creando i presupposti per eccessi speculativi e successive prese di beneficio che potrebbero portare allo storno delle quotazioni nel corso del 2021.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali**

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	9.855,5	8.773	8.500	8.275	8.499	8.212
Alluminio (\$)	2.396,0	2.150	2.100	2.067	2.063	2.019
Zinco (\$)	2.907,0	2.803	2.833	2.825	2.728	2.673
Nickel (\$)	16.963,0	17.375	17.500	17.652	16.825	16.540

Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali**

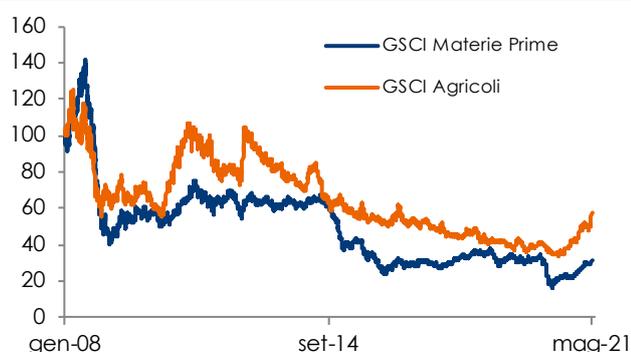
	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	9.855,5	9.500	9.800	10.000	9.425	10.500
Alluminio (\$)	2.396,0	2.160	2.220	2.280	2.190	2.275
Zinco (\$)	2.907,0	2.850	2.950	3.000	2.900	3.080
Nickel (\$)	16.963,0	16.800	17.800	18.500	17.750	19.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: si conferma l'interesse degli investitori

**Consolida il trend rialzista degli Agricoli, spinti dalla forte domanda e da condizioni climatiche avverse.** Le commodity agricole proseguono la loro corsa, dopo aver già chiuso il 2020 in deciso rialzo. Il movimento resta alimentato dalle aspettative di una crescita globale solida, di un aumento dei consumi di tutte le commodity e dai timori circa forniture non sufficienti a soddisfare le richieste. I prezzi di grano, mais e soia sono ai massimi dal 2013, coi timori per il costo dei beni alimentari di base e per l'inflazione che iniziano a farsi più consistenti. I rincari dallo scorso marzo superano il 20%. La performance è legata sia alla forte domanda dalla Cina che alle stime di raccolti deludenti in America e in Europa. Gli operatori osservano, con preoccupazione, anche la siccità che ha interessato il Brasile e che ha limitato i raccolti di mais e soia, due granaglie fortemente richieste dal mercato cinese. Sul rialzo pesa anche la componente speculativa: gli Agricoli restano una asset class interessante per gli investitori, a causa della necessità di introdurre una forte diversificazione nei portafogli, aspetto che in questa fase può essere garantito proprio dai derivati finanziari su queste commodity.

### GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

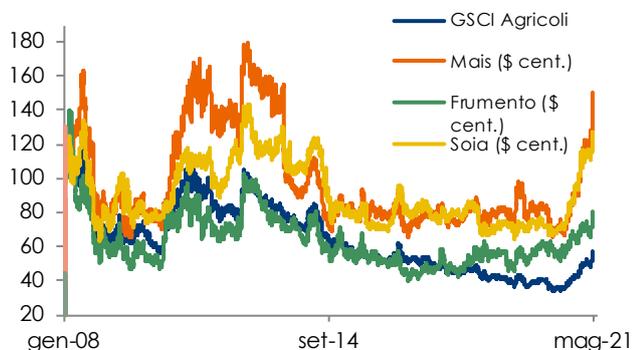
	Valore 27.04.2021	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.410,9	21,9	-7,2	3,7
GSCI Agricoli	488,7	22,2	49,7	3,6
Mais (\$ cent)	695,5	43,7	98,0	79,7
Frumento (\$ cent.)	733,8	14,6	68,7	54,3
Soia (\$ cent)	1.549,8	17,8	81,5	52,2
Cotone (\$ cent)	90,1	15,3	17,4	40,6
Cacao	2.438,0	-6,3	4,0	-23,1
Zucchero	17,9	15,8	46,3	15,4
Caffè (arabica)	144,4	12,6	55,7	19,2
Caffè (robusta)	1.433,0	4,3	3,2	-6,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**WASDE: aumenta ancora la richiesta di frumento sul rincaro del mais in Cina, cala la domanda di soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di aprile, 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, relative alla stagione 2020-21. Il mercato del **frumento** dovrebbe far registrare una minor offerta, un aumento della domanda e, di conseguenza, una diminuzione delle scorte. La produzione, nonostante il lieve calo di 0,5 milioni di tonnellate (mt), dovrebbe ottenere il record di 776,5 mt. Il consumo globale invece è visto in crescita di 5,1 mt a 781,0 mt, su una maggior richiesta per uso alimentare e mangimi da parte della Cina, dove il prezzo del mais continua a rimanere elevato. La domanda dei consumatori cinesi si sta spostando sul frumento, tant'è che le scorte nel Paese asiatico sono attese in calo per la prima volta da otto anni. Gli stock mondiali sono quindi stati stimati a 295,5 mt, 5,7 mt in meno rispetto al dato precedente, ma ancora superiori al livello del 2019/20. Il commercio del **mais**, in espansione rispetto ai volumi registrati la scorsa stagione, si conferma però in deficit di offerta. La produzione è attesa in crescita di 0,8 mt a 1.137,1 mt, grazie al fatto che i maggiori raccolti in Pakistan, Europa ed Ecuador hanno compensato le riduzioni in Argentina e Indonesia. Per quanto riguarda il consumo, è previsto a 1.156,2 mt con un aumento di 4,4 mt, mentre le scorte finali dovrebbero diminuire di 3,8 mt, rimanendo ben al di sotto delle 303,0 mt di inizio periodo. Invece, la **soia** subisce una correzione della richiesta, a fronte di un incremento della produzione e delle scorte (pur restando un cereale dal mercato in ascesa). L'offerta infatti passa a 363,2 mt da 361,8 mt precedente, riflettendo principalmente favorevoli condizioni per le colture in Brasile, che hanno sopperito alla minore produzione in Europa e Paraguay. La domanda viene rivista in marginale calo di 1,7 mt a 369,6 mt, mentre le scorte

tornano a salire, per il secondo mese consecutivo, di 3,1 mt a 86,9 mt, su più ampi stock in Cina e Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	27.04.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	488,7	17,1	17,1	17,1	22,2
Mais (\$ cent.)	695,5	30,1	73,2	129,7	43,7
Frumento (\$ cent.)	733,8	13,4	20,5	39,3	14,6
Soia (\$ cent.)	1.549,8	14,5	46,6	87,6	17,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

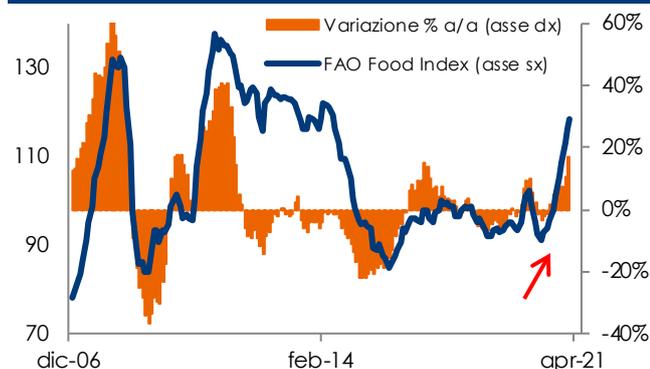
**FAO: l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari sale per il decimo mese consecutivo.** A marzo l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari è salito del 2,1% m/m, raggiungendo il valore più elevato da giugno 2014. L'incremento, il decimo mensile consecutivo, è stato guidato dai forti guadagni di oli vegetali, carni e prodotti lattiero-caseari, a fronte di riduzioni per cereali e zucchero. I listini dei cereali infatti hanno subito un calo dell'1,7%, fermando il trend di crescita durato otto mesi, ma rimangono superiori del 26,5% rispetto a marzo 2020. Le stime di ampi raccolti di frumento e riso hanno spinto al ribasso i relativi prezzi, così come il costo del mais è diminuito nonostante la persistente forte domanda dalla Cina. Al contrario, le quotazioni degli oli vegetali continuano ad aumentare registrando una robusta crescita dell'8,0% e ritornando sui livelli di giugno 2011. Il prezzo dell'olio di palma è sostenuto dalle preoccupazioni per minori scorte nei paesi esportatori, mentre quello dell'olio di soia è spinto al rialzo dalla perdurante elevata domanda, soprattutto per il settore del biodiesel. Analogamente, anche l'indice dei prodotti lattiero-caseari prosegue la fase di aumento: +3,9% sullo scorso mese e quasi +16% rispetto a un anno fa. Il lento avvio della stagione di produzione di latte in Europa ha limitato l'offerta di burro, e l'aumento della domanda di importazione di latte in polvere da parte dell'Asia, specialmente dalla Cina (su timori di possibili riduzioni dell'export in Oceania) ne ha supportato i listini. Anche l'indice delle carni ha registrato un aumento, per il sesto mese di seguito, del 2,3%, anche se rimane leggermente inferiore al valore dello scorso anno (-0,5%). Le quotazioni di pollame e maiale sono salite, supportate dal rapido ritmo di importazione dall'Asia, Cina in testa, a fronte di un calo per quelle degli ovini, dovuto all'anticipo dell'offerta dalla Nuova Zelanda. Invece, il prezzo dello zucchero, dopo l'ampia salita ottenuta nei due mesi precedenti, è diminuito in marzo del 4,0%, su prospettive di maggiori esportazioni dall'India, nonostante le costanti difficoltà logistiche. Tuttavia, il costo rimane superiore del 30% al livello registrato lo stesso periodo di un anno fa per via delle ripetute preoccupazioni riguardo una ad modesta offerta globale nella stagione 2020/21.

#### FAO: la forte domanda di cereali riduce ulteriormente le scorte globali per la stagione 2020/21.

Nel rapporto di aprile sui fondamentali dei cereali, la FAO ha stimato in crescita sia l'offerta sia la domanda mondiale, a fronte di un'ulteriore riduzione delle scorte. La produzione globale riferita al 2020 è stata rivista in rialzo del 2,0% a 2.765 milioni di tonnellate (mt). Sono state effettuate revisioni verso l'alto sia dell'offerta di mais, in India e in Russia, sia di quella di riso su maggiori attese di raccolto in Thailandia. Le attuali condizioni suggeriscono un miglioramento anche dell'output previsto per il 2021, soprattutto grazie a condizioni climatiche favorevoli (ancora fredde) per la produzione di frumento in Europa, Stati Uniti e India. La domanda globale per la stagione 2020/21 è aumentata di 11,0 mt, rispetto al dato del mese precedente, a 2.777 mt (+2,4% sulla scorsa stagione). L'incremento riflette in particolar modo la forte richiesta di frumento

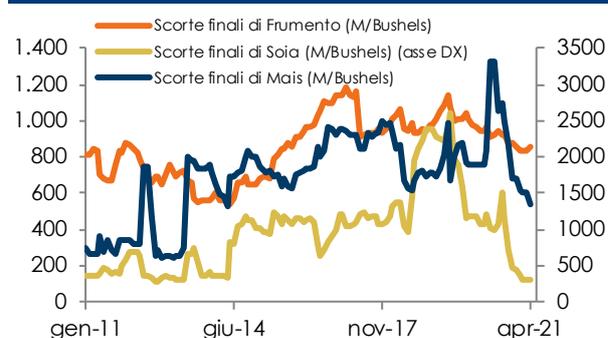
in Cina, per via dell'elevato prezzo del mais nel Paese, mentre il consumo di riso dovrebbe raggiungere un livello record. Le scorte di cereali dovrebbero diminuire di 3,3 mt a 808 mt, risultando così inferiori dell'1,7% rispetto al loro valore iniziale. Di conseguenza, il rapporto scorte/consumi per il 2020/21 dovrebbe portarsi a 28,4% da 29,6% della scorsa stagione, toccando il minimo di sette anni.

#### FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo, tensioni fra domanda e offerta e forte appeal come asset di investimento restano i fattori alla base del forte rialzo.

Consolida il clima di ottimismo sui mercati grazie all'accelerazione delle campagne vaccinali in molti paesi. Questo aspetto rafforza, di conseguenza, anche lo scenario di consolidamento al rialzo delle quotazioni degli Agricoli; i prezzi, pur avendo già corso molto, hanno ulteriormente accelerato nelle ultime settimane e il comparto si candida, insieme ai Metalli Industriali, ad essere la componente col maggior apporto positivo nell'indice generale delle Commodity, restando sostenuto per il resto del 2021. I timori relativi alla mancanza di forniture sembrano non allentarsi, a dispetto di quanto ci attendevamo, complice un peggioramento delle condizioni climatiche che sta incidendo sulla resa di molti raccolti primaverili. Di conseguenza, non abbiamo registrato nessuna riduzione della pressione rialzista sui prezzi nella maggior parte delle merci agricole, e le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano pertanto positive.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	695,5	535,0	515,0	495,0	517,5	462,5
Frumento (\$ cent.)	733,8	630,0	610,0	590,0	620,0	535,0
Soia (\$ cent.)	1.549,8	1.375,0	1.360,0	1.340,0	1.382,5	1.200,0

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	695,5	540	520	500	525	485
Frumento (\$ cent.)	733,8	630	610	590	620	580
Soia (\$ cent.)	1.549,8	1.400	1.420	1.450	1.415	1.410

Fonte: Intesa Sanpaolo

#### Soft commodity

**Cotone: preoccupano la scarsità di fibra naturale e il rincaro del petrolio.** Il quadro sul cotone appare piuttosto complicato dal lato della domanda, poiché l'industria tessile mondiale ha dovuto fare i conti con il rincaro dei prezzi di: cotone, poliestere, acrilico, poliammide, lino e lana. Tutti questi filati hanno registrato, negli ultimi mesi, aumenti da record, a fronte di una richiesta molto alta che non trova adeguata offerta sul mercato. In aggiunta, il rincaro del petrolio e di conseguenza dei carburanti ha accresciuto il costo dei trasporti navali (i cosiddetti "cargo"), sommando al rincaro dei prezzi della materia prima anche quello dei trasporti. Durante il primo lockdown, mentre l'attività produttiva era ferma in Cina, principale fornitore di semilavorati in cotone, le aziende tessili hanno pressoché esaurito le loro scorte e ridotto le loro forniture a valle per l'industria del confezionamento. Secondo le stime dell'Unione Tessile Europea, i prezzi del

cotone sono cresciuti del 15% da inizio anno, e si prevede che l'aumento continui fino alla raccolta di settembre. Il prezzo del poliestere è aumentato di oltre il 50% negli ultimi mesi, mentre l'acrilico registra rincari di oltre il 60%. L'incremento del prezzo del petrolio e la corsa alla produzione di mascherine hanno poi dato un'ulteriore spinta alle quotazioni del cotone, convogliando parte del materiale (insieme ad altre componenti naturali, come la gomma) sul comparto delle forniture sanitarie. Non va meglio dal lato dell'offerta, il raccolto di cotone in Pakistan si è ridotto a un livello allarmante: la produzione dovrebbe calare a meno di 6 milioni di balle nella stagione 2020/21, il minimo dal 1992. Il Governo pakistano ha fissato un obiettivo di 10,5 milioni di balle per l'anno fiscale 2022 (l'esercizio fiscale va da luglio a giugno), target identico a quello dell'anno precedente e ben al di sotto delle stime di inizio anno. Il tutto mentre l'industria tessile pakistana è in fase di forte espansione, con i produttori che, grazie alla ripresa delle attività economiche conseguente al ridursi dei casi di coronavirus, sono pronti ad approvvigionarsi anche al di fuori del Paese. Per rilanciare la produzione, il Governo non esclude di offrire sussidi per semi di cotone e pesticidi e potrebbe decidere, per la prima volta nella sua storia, di fissare un prezzo minimo che l'industria tessile deve garantire agli agricoltori. Alla luce di questo quadro, pur con cautela, riconfermiamo un certo ottimismo sul rialzo dei prezzi, nel breve e nel medio termine, mentre nel lungo lo scenario appare più difficile da decifrare.

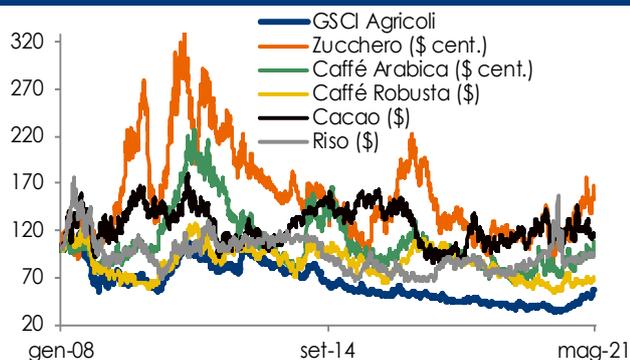
**Cacao: le piogge in Costa d'Avorio sembrerebbero scarse ma non mettono a rischio il raccolto mid-crop.** Preoccupano le scarse precipitazioni in Costa d'Avorio: se il livello delle piogge sarà regolare per tutto il mese di aprile e maggio, è probabile che il raccolto *mid-crop* (o primaverile) delle fave di cacao possa risultare di qualità superiore rispetto a quella della passata stagione. I coltivatori locali continuano ad essere ottimisti in merito alla resa del *mid-crop*, affermando che le precipitazioni registrate sono già sufficienti, ora che la Costa d'Avorio è formalmente entrata nella stagione delle piogge che va da aprile a metà novembre. Questo lascia inalterato il nostro scenario di scarsa tensione sui prezzi del cacao. La produzione di Costa d'Avorio e Ghana è prevista infatti in crescita a fronte di una domanda ancora debole a causa degli strascichi dell'emergenza sanitaria, che limita il consumo di cacao al di fuori del contesto domestico.

**Zucchero: la siccità potrebbe provocare il calo della produzione del Brasile.** Secondo alcune notizie di stampa, non confermate dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano, la forte siccità in alcune aree del Paese potrebbe provocare un sensibile calo della produzione di zucchero. In particolare, le aree più colpite sono le regioni del Centro Sud del Brasile, la cui stima di produzione annuale è di circa 31 milioni di tonnellate contro i 38,5 milioni di tonnellate registrati l'anno scorso. In aggiunta, le previsioni meteo relative alle prossime quattro settimane segnalano il protrarsi di questa condizione. Il rischio derivante dalla situazione climatica in Brasile sta ovviamente esercitando una forte pressione sui prezzi, che hanno raggiunto i livelli più alti delle ultime sei settimane, portando la performance da inizio anno sopra il +15%. Non va dimenticato poi che se è vero che una minor resa delle piantagioni di canna incide direttamente sulla produzione di zucchero del Brasile, l'importo finale dell'offerta di dolcificante dipenderà anche dai volumi di prodotto grezzo destinato alla produzione di etanolo. Tale trasformazione sarà a sua volta condizionata dalla dinamica dei prezzi del petrolio che appaiono piuttosto tonici, un altro fattore che potrebbe favorire il comparto dei biocarburanti e, conseguentemente, ridurre la produzione di dolcificante. Alla luce di queste notizie crediamo che una certa tensione rialzista sui prezzi possa continuare, almeno nel breve periodo.

**Caffè: forte rialzo per il caffè di alta qualità, preoccupano le condizioni climatiche in Brasile.** La preoccupazione che le condizioni di siccità potrebbero peggiorare le prospettive per il raccolto del Brasile sta esercitando una forte pressione rialzista sui prezzi del caffè di alta qualità rispetto a quello di medio/bassa qualità. In sostanza, il rialzo dei future sulla qualità Arabica sovraperforma nettamente i future della Robusta. Come è noto, infatti, l'Arabica è coltivata sostanzialmente solo in Brasile, mentre la Robusta in tutto il Sud America, parte dell'Africa e parte del Sud-est asiatico. Il rally dell'Arabica potrebbe essere rallentato dal calo della domanda dei mesi estivi,

quando cioè stagionalmente, nell'emisfero settentrionale si consuma meno caffè (o bevande calde) e dai timori legati alla pandemia che potrebbero frenare i consumi nei locali pubblici. Fino a quando non sarà più chiara la situazione in Brasile dove, per inciso, il raccolto di Robusta non sembra essere minacciato dalla siccità, è probabile che la pressione rialzista sui prezzi resti alta, confermando il nostro scenario di cauto ottimismo.

#### GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	27.04.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	488,7	17,1	17,1	17,1	22,2
Cotone	90,1	11,4	25,0	67,0	15,3
Cacao	2.438,0	-2,6	-0,6	3,8	-6,3
Zucchero	17,9	13,5	21,0	94,8	15,8
Caffè (arabica)	144,4	15,0	35,0	38,0	12,6
Caffè (robusta)	1.433,0	8,7	7,7	27,7	4,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	90,1	85,5	86,0	85,0	87,0	83,0
Cacao	2.438,0	2.600	2.575	2.575	2.540	2.638
Zucchero	17,9	16,8	15,5	14,8	15,3	14,1
Caffè (arabica)	144,35	131,5	134,0	135,0	130,0	130,0
Caffè (robusta)	1.433,0	1.390	1.410	1.450	1.400	1.450

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 27.04.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	90,1	93	96	100	94	95
Cacao	2.438,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	17,9	17,0	15,8	15,6	16,4	15,6
Caffè (arabica)	144,4	135	138	140	136	142
Caffè (robusta)	1.433,0	1.390	1.410	1.450	1.405	1.450

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
Fenabreve	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.

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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 24.03.2021.

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 (<https://www.intesasanpaolo.com>).

## 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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, 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 Analisti

L'/Gli analista/i che ha/hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il/i cui nome/i e ruolo/i sono riportati in prima pagina, dichiara/no che:

(a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'/degli analista/i;

(b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;

(c) l'/gli analista/i citato/i nel documento è/sono socio/i AIAF.

## 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>

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 Risso  
Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi