

Mensile Materie Prime

Commodity: cauto ottimismo confermato nel 2021

Energia: Outlook Moderatamente Positivo grazie a molteplici fattori

Effetti delle campagne vaccinali, ripresa economica e strategia OPEC+ sono i fattori a sostegno del comparto. Il petrolio continua il costante rafforzamento degli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e sulla crescita economica. Gli investitori si confermano infatti cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi, soprattutto proveniente da Cina e Stati Uniti. Sale poi l'attesa per il meeting dei Ministri del petrolio dei Paesi OPEC+ del 4 marzo; si prevede una riconferma della strategia di rimodulazione dei tagli, già decisa in precedenza.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, senza particolari ritracciamenti dei prezzi

Il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi prosegue restando coerente con la diminuzione del rischio sui mercati, di pari passo col prosieguo delle campagne di vaccinazione. Un quadro che, come già detto, ha portato alla riduzione delle posizioni lunghe su oro e Preziosi, che proseguirà probabilmente per tutto l'anno ma senza generare preoccupanti ribassi.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, prosegue il rialzo di inizio d'anno

Le previsioni indicano quotazioni in aumento per i minerali di ferro, del rame e dell'alluminio, oltre che per zinco e nickel. Il recupero, partito nella seconda parte del 2020, potrebbe essere l'inizio di un nuovo rally a lungo termine. La mancanza di offerta pronta, a causa dei lockdown produttivi e della distruzione di valore nei comparti estrattivi, potrebbe rendere più difficile soddisfare l'ampio incremento della domanda, esercitando una forte pressione sui prezzi.

Agricoli: Outlook Mod. Positivo da Neutrale, prospettive in miglioramento

Permane il clima di ottimismo sui mercati, che beneficiano dell'effetto positivo generato dalla distribuzione dei vaccini. A questo quadro di aspetti esogeni agli Agricoli se ne somma un altro, ovvero l'interesse speculativo degli investitori che sono in cerca di maggiore diversificazione nei propri portafogli e scelgono le commodity agricole come un investimento proficuo. Dal lato dei fondamentali, l'ulteriore consolidamento al rialzo dei prezzi di soia, mais e grano potrebbe essere sostenuto da una domanda in crescita a fronte di scorte in contrazione.

Soft Commodity:

- Cotone:** il National Cotton Council prevede prezzi ancora sostenuti nel 2021.
- Zucchero:** attese per una contrazione della produzione e dell'export indiano.
- Caffè:** gli agricoltori brasiliani non immettono il prodotto e accumulano scorte.
- Cacao:** il mercato rimane in surplus ma la siccità in Costa d'Avorio minaccia i raccolti.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.02.21	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	2.353,50	19	-4,3	17,8
GSCI Energia	343,4	28,6	-24,7	9,6
GSCI Met. Preziosi	2.107,50	-4,2	33,9	39,7
GSCI Met. Industriali	1.598,20	14,2	24,9	67,4
GSCI Prod. Agricoli	445,2	11,3	28,9	2,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg e previsioni di consenso al 24.02.2021

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

25 febbraio 2021 – 14:08 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 febbraio 2021 – 14:15 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

	Feb.	Gen.
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.

Performance commodity

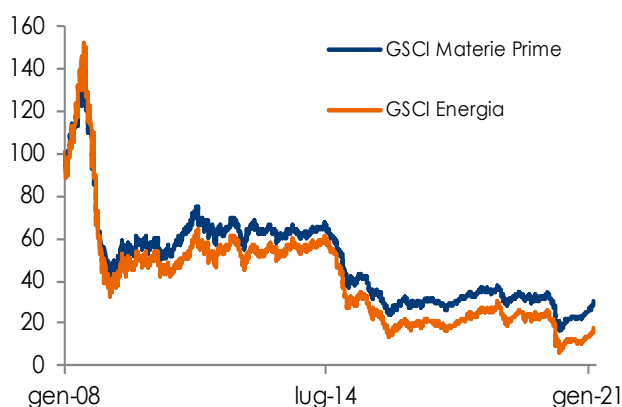
(%)	2021	2020
WTI	30,3	-23,0
Brent	29,4	-24,5
Gas Naturale	12,4	19,2
Gasolio	28,7	-32,7
Oro	-5,2	22,1
Argento	5,5	45,5
Rame	19,9	26,7
Alluminio	10,4	8,5
Zinco	3,8	17,6
Nickel	18,6	20,8
Mais	15,5	25,2
Frumento	6,2	15,5
Soia	8,2	41,3
Caffè Arabica	5,8	1,5
Cotone	18,2	12,9

Fonte: Bloomberg. Dati al 24.02.2021

## Energia: permane l'ottimismo sul petrolio ma i livelli sono alti

**Commodity: si conferma lo scenario di forza sulle materie prime nel 2021.** Chiuso un 2020 negativo ma meno di quanto ci si potesse attendere, visto il crollo delle quotazioni di tutte le commodity in coincidenza dell'epidemia di COVID-19, crescono i segnali di forza in questi primi mesi del 2021. Gli indici aggregati avevano già parzialmente recuperato le perdite a fine 2020; il petrolio, già nell'ultimo trimestre, complice il maggior clima di ottimismo dovuto alla somministrazione dei vaccini e alle scelte dell'OPEC+ di rinnovare i tagli produttivi anche nel 2021, aveva invertito la rotta, recuperando gran parte delle perdite. Questo inizio di 2021 conferma alcuni driver ovvero: l'oro e i Preziosi (+23% lo scorso anno), in virtù della loro natura di asset difensivi, stanno rallentando la loro corsa, dopo aver tratto giovamento della ricerca di asset rifugio a seguito delle tensioni sui mercati. Di contro, un comparto come i Metalli Industriali, che, seppur in recupero (+14% nel 2020), ha sofferto dei blocchi produttivi dovuti ai lockdown e alle norme di distanziamento, sta registrando performance straordinarie proprio per la mancanza di offerta a fronte di un rapidissimo recupero della domanda, derivante dalla ripresa economica. La massiccia ondata di stimoli monetari e fiscali ha portato a timori inflazionistici, per ora ancora moderati, se si esclude una certa tensione sui prezzi negli Stati Uniti (e marginalmente in Cina), ma l'azione espansiva delle Banche centrali ha senza dubbio agevolato la ripresa economica, velocizzando il recupero della domanda di materie prime e facendo così aumentare il prezzo di tutte le commodity. I bassi tassi di interesse hanno schiacciato al ribasso i rendimenti di altri asset di investimento (come i titoli governativi), rendendo le commodity (anche se intese da sempre come una asset class speculativa) più attraenti e consentendo loro di svolgere, ancora una volta, il ruolo di comparto anticipatore e pro-ciclico, intercettando anche una grossa fetta della liquidità in investimenti finanziari.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 24.02.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.353,5	19,0	-4,3	17,8
GSCI Energia	343,4	28,6	9,0	9,6
WTI (\$)	63,2	30,3	14,0	91,2
Brent (\$)	67,0	29,4	3,5	90,0
Gas Naturale (\$)	2,9	12,4	0,6	66,8

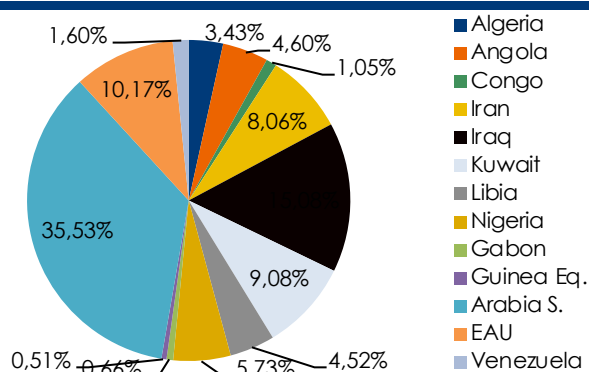
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Energia: sale l'attesa per il meeting del 4 marzo dopo lo stop agli impianti in Texas; permane il cauto ottimismo sulle quotazioni petrolifere.

Le vaccinazioni e la fiducia nella ripresa dell'economia mondiale, che sosterranno la domanda di energia, sono alla base del rialzo del petrolio. A questi fattori si somma il ritorno, molto lento, della produzione negli Stati Uniti, dopo lo stop causato dal grande freddo che ha colpito il Texas rallentando estrazione e trasporto del petrolio. L'insolito evento climatico in Texas, il primo produttore USA di greggio, ha ridotto l'output americano di circa 4 milioni di barili al giorno e di 21 miliardi di metri cubi di gas naturale, mettendo sotto pressione le quotazioni di entrambi i prodotti. Inoltre, i mercati guardano alla riunione OPEC+ del 4 marzo, che dovrebbe mantenere la politica invariata, cioè congelare gli attuali tagli almeno per un altro mese, che è il lasso di tempo che i grandi produttori mondiali si sono dati per monitorare la loro politica energetica. Il meeting OPEC+ dei primi giorni di gennaio aveva visto il raggiungimento di un compromesso, che ha finalmente condotto al varo di nuovi

livelli produttivi di greggio per febbraio e marzo. In sintesi, dovrebbe rimanere confermato: Russia e Kazakistan protrarranno l'aumento per complessivi 75.000 barili al giorno (65.000 la Russia, 10.000 il Kazakistan), mentre l'Arabia Saudita dovrebbe confermare la propria volontà di effettuare tagli spontanei, da 400.000 barili al giorno fino a un massimo di 1 milione, per compensare i mancati tagli degli altri Paesi. Gli altri membri OPEC dovrebbero mantenere livelli di produzione (e quindi tagli) invariati. L'accordo dovrebbe essere favorito dal deciso rialzo dei prezzi, che ha di fatto azzerato le ipotesi di perdite legate ai tagli decisi a gennaio. Il taglio dell'offerta di petrolio dell'Arabia Saudita era apparso sorprendente visti i possibili mancati incassi dovuti a tagli volontari fino a 1 milione di barili. Tuttavia, con il rialzo delle quotazioni sta accadendo il contrario, ovvero che i Sauditi starebbero guadagnandoci comunque anche a fronte di un taglio delle vendite, visto il bassissimo costo di estrazione del greggio arabo: circa 3 dollari al barile. Per questo motivo l'Arabia Saudita ha tutto l'interesse che le quotazioni restino ai livelli attuali e si spenderà per un rinnovo dell'accordo. Condizione ancora più favorevole per la Russia, che non ha voluto tagliare ulteriormente la produzione e anzi, a gennaio, ha iniziato ad aumentarla portandola a 10,2 milioni di barili al giorno. Ai prezzi attuali, si stima che Mosca possa incassare oltre 7 miliardi di dollari in più; non ci sono pertanto ragioni per cui non debba assecondare i Sauditi in un accordo di rinnovo dell'attuale situazione. Uno scenario che consente di confermare un cauto ottimismo per le quotazioni petrolifere, anche se pensiamo che i movimenti di rialzo delle quotazioni saranno più contenuti rispetto all'anno appena trascorso.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.01.2021

#### 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: in leggera espansione le stime sul 2020, incertezza sulla domanda dei paesi OCSE nel 2021.

Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di febbraio, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio ha aggiornato le stime sui fondamentali di domanda e offerta di greggio dello scorso anno, rinnovando invece le prospettive di crescita per il 2021. Nel 2020 la domanda globale è stimata in contrazione di 9,7 milioni di barili al giorno (mb/g) per una media di 90,3 mb/g, +0,3 mb/g rispetto al dato di gennaio. Quest'anno invece il consumo dovrebbe crescere di 5,8 mb/g, 0,1 mb/g in meno rispetto alla stima precedente, a 96,1 mb/g. Le revisioni sono concentrate nell'area OCSE poiché la reintroduzione di lockdown ha ridotto le previsioni di ripresa per il 1° semestre; allo stesso tempo, però, gli ampi programmi di stimoli fiscali varati a supporto dell'economia dovrebbero sostenere la domanda nella seconda parte dell'anno. Al contrario, nei paesi non-OCSE, specialmente Cina e India, ci si attende un forte incremento dei consumi grazie alla ripresa delle attività già in corso. L'offerta di petrolio da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC per il 2020 è stata confermata a 62,7 mb/g (2,5 mb/g in meno rispetto al 2019): questa contrazione è dovuta alla minore produzione in Russia, Stati Uniti e Canada. Per il 2021 è prevista a 63,3 mb/g, in leggera diminuzione di 0,2 mb/g rispetto all'ultima stima per via di ridotte estrazioni attese negli Stati Uniti. Pertanto, l'offerta richiesta al Cartello per mantenere in equilibrio il mercato ("the call on OPEC supply") è attesa in espansione di 0,3 mb/g sia per il 2020 a 22,5 mb/g (-7,1 mb/g sul 2019) sia per il 2021 a 27,5 mb/g. Secondo fonti secondarie,

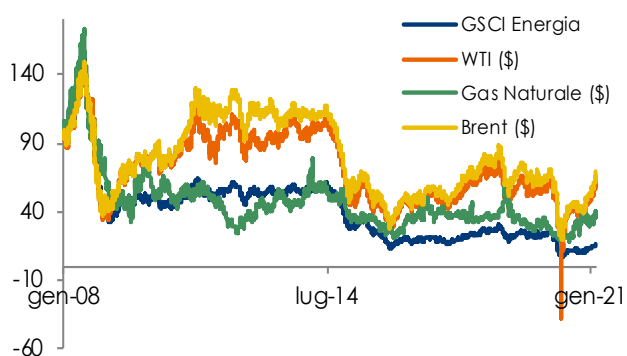
L'output dei paesi OPEC a gennaio è aumentato di 0,2 mb/g, rispetto al mese precedente, a 25,5 mb/g, mentre a dicembre le scorte nei paesi OCSE sono calate di 39 mb a 3.069 mb.

**EIA: previsioni sostanzialmente invariate, rimane la fiducia per la ripresa dei consumi nel 2021.**

L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di febbraio ha lasciato stabili le previsioni di domanda e offerta di petrolio sia per quest'anno sia per quello scorso. Dopo aver chiuso il 2020 in surplus di 1,9 milioni di barili al giorno (mb/g), in marginale calo rispetto alle previsioni di gennaio, il mercato globale di greggio nel 2021 dovrebbe essere in deficit di 0,4 mb/g anziché 0,6 mb/g precedente. Le stime sulla domanda mondiale sono rimaste pressoché stabili: dai 92,3 mb/g attesi per il 2020, quest'anno dovrebbero crescere a 97,7 mb/g (3,5 mb/g in meno rispetto al 2019). Il consumo dovrebbe tornare ai livelli pre-COVID (101,2 mb/g) solo nel 2022 quando la campagna vaccinale in corso avrà raggiunto in pieno i suoi effetti. I primi tre mesi del 2021, invece, saranno ancora segnati dalla seconda ondata dell'epidemia di coronavirus con una ripartenza delle attività attesa a partire dal 2° trimestre. L'offerta dei paesi non-OPEC è stata lasciata sostanzialmente invariata a 63,6 mb/g per lo scorso anno e a 65,0 mb/g per il 2021, contro i 66,0 mb/g del 2019. Analogamente, la produzione da parte dei paesi appartenenti al Cartello è attesa stabile a 25,6 mb/g nel 2020, per poi raggiungere quest'anno i 27,2 mb/g. La fiducia nel recupero dell'economia mondiale, e quindi della domanda, grazie alla diffusione dei vaccini, unita al taglio della produzione da parte dell'Arabia Saudita di 1,0 mb/g a febbraio e marzo, spinge verso l'alto i prezzi del petrolio. Il costo del Brent nel 2021 dovrebbe aggirarsi sui 53,2 dollari al barile (\$/b), rivisto dai 52,7 \$/b precedenti, a fronte dei 41,7 \$/b nel 2020. Lo spread tra Brent e WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe attestarsi in media intorno a 3,0 \$/b.

**IEA: previsioni di domanda e scorte di nuovo in calo, attesa per la ripresa nel 2° semestre del 2021.**

L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di febbraio, ha leggermente modificato le stime sui fondamentali di greggio rivedendo al ribasso quelle della domanda e al rialzo quelle dell'offerta. Il consumo globale nel 2020 dovrebbe attestarsi a 91,0 milioni di barili al giorno (mb/g) e nel 2021 a 96,4 mb/g, con una riduzione di 0,2 mb/g rispetto ai dati precedenti per entrambi gli anni. La domanda nel 2021 dovrebbe recuperare circa il 60% del volume perso a causa della pandemia: nel 1° trimestre le vendite di carburante dovrebbero ancora risentire delle restrizioni attive in diversi paesi, mentre gli effetti della campagna vaccinale in corso e degli stimoli fiscali e monetari attivati a sostegno dell'economia dovrebbero rivelarsi evidenti a partire dalla seconda metà dell'anno. L'offerta mondiale è attesa in aumento di 0,6 mb/g a 93,6 mb/g, dopo aver subito una riduzione record di 6,6 mb/g nel 2020. La produzione da parte dei Paesi non appartenenti al petrolio dovrebbe crescere di 0,4 mb/g a 64,0 mb/g contro i 63,1 mb/g previsti per lo scorso anno (1,4 mb/g in meno rispetto al 2019). Al contrario, le estrazioni da parte dei Paesi appartenenti all'OPEC, necessarie per portare in equilibrio il mercato, sono previste in ulteriore diminuzione: a 22,7 mb/g da 22,9 mb/g nel 2020, e a 27,1 mb/g da 27,7 mb/g nel 2021, nonostante l'aumento atteso per il 4° trimestre di quest'anno. Le scorte dei paesi OCSE, in costante calo dal 3° trimestre del 2020, a dicembre sono scese a 3.063 mb, 44,6 mb in meno rispetto al mese precedente e ancora 138 mb sopra la media quinquennale. Allo stesso modo, anche le scorte globali dovrebbero proseguire la fase di decrescita, specialmente nella seconda parte dell'anno, grazie al rafforzamento della domanda.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	24.02.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	343,4	35,1	30,7	4,1	28,6
WTI (\$)	63,2	38,3	45,8	26,7	30,3
Brent (\$)	67,0	37,9	46,2	22,0	29,4
Gas Naturale (\$)	2,9	-1,5	14,7	54,5	12,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: effetti delle campagne vaccinali, ripresa economica e strategia OPEC+ i fattori a sostegno.**

Il petrolio continua il costante rafforzamento degli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e sulla crescita economica. Gli investitori si confermano comunque cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi, soprattutto proveniente da Cina e Stati Uniti. Nel 2021 il settore del trasporto aereo e quello dell'automobile dovrebbero provare a tornare, definitivamente, verso i livelli pre-epidemia, sostenendo di conseguenza la domanda di carburanti, una componente della più generale domanda di petrolio che è mancata in modo determinante nell'ultimo anno. Sale poi l'attesa per il meeting dei Ministri del petrolio dei Paesi OPEC+ (videoconferenza) in calendario il prossimo 4 marzo; si prevede una riconferma della strategia di rimodulazione dei tagli già decisa in precedenza. Da questa strategia tutti gli attori stanno traendo enorme beneficio; non si vedono ragioni per cui Russia ed Arabia Saudita non debbano prolungare questo accordo, ai medesimi livelli, continuando a godere del forte rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo: area 55-70 dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che mantiene il proprio ritmo di recupero, scommette sul superamento della crisi sanitaria e continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio. Le stime Intesa Sanpaolo e le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nelle tabelle di seguito.

**Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	63,2	52,0	52,0	52,1	52,0	56,0
Brent (\$)	67,0	55,0	55,0	55,0	55,5	58,2
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,9	2,7	2,7	2,8	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

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

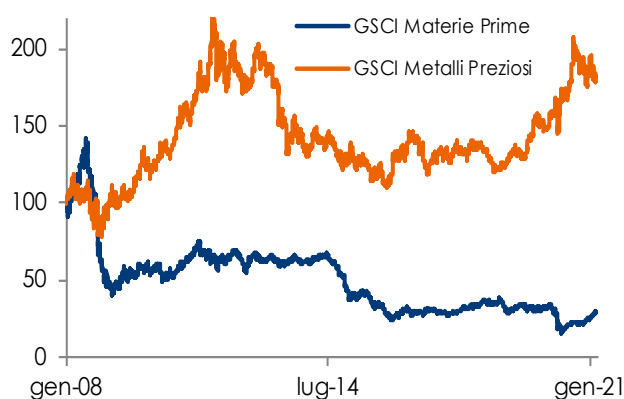
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	63,2	58,0	68,0	70,0	66,8	73,0
Brent (\$)	67,0	60,0	70,0	72,0	68,8	75,0
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,8	2,4	2,4	2,6	2,7

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: quotazioni stabili nel corso del 2021

**Potrebbe prevalere il consolidamento su alti livelli delle quotazioni dei Preziosi nel 2021.** Se il 2020 è stato caratterizzato dal rialzo delle quotazioni dei Preziosi, almeno nella prima parte dell'anno in scia alla richiesta di asset rifugio, il quadro è invece decisamente mutato con l'inizio delle campagne vaccinali del 2021 in quasi tutti i paesi. Benché stia emergendo, senza particolari sorprese, come l'efficacia della somministrazione dei vaccini non sia omogenea per tutti i singoli Stati, questa azione, nel suo complesso, sta comunque rasserenando il clima sui mercati, giustificando la frenata delle quotazioni dell'oro, inteso come investimento difensivo. La minor avversione al rischio (vaccini) e le moderate attese di inflazione (nonostante le ripetute conferme di politica fiscale e monetaria espansiva in tutti i Paesi ma soprattutto negli USA) hanno spinto gli investitori a ridurre le posizioni lunghe sui Preziosi già dalla fine del 2020, senza però provocare un vero ribasso delle quotazioni, che restano comunque su valori elevati. Non cambia pertanto la nostra analisi di fondo che si basa su pochi concetti: i metalli preziosi sono una risorsa limitata a differenza del denaro, la cui quantità può essere teoricamente ampliata all'infinito da parte delle Banche centrali, con il successivo effetto svalutativo del valore intrinseco della moneta. In risposta alla pandemia globale, le Banche centrali di tutto il mondo hanno adottato numerose misure per contribuire a sostenere le economie, in primis l'enorme emissione di nuova valuta. L'offerta globale di oro, e in generale di metalli preziosi, è stata invece relativamente limitata. Un quadro che di per sé ha consentito e probabilmente consentirà ancora di mantenerne stabile il valore, evitando così un eccessivo ribasso del comparto dei Preziosi. I bassi tassi di interesse hanno calmierato i rendimenti di altri beni rifugio, rendendo l'oro più attraente in confronto ad altri investimenti, pur essendo un asset che non genera alcun flusso di rendimento (interessi o cedole). Diverso il caso dell'argento, che è salito molto lo scorso anno e che prosegue il trend di crescita anche in questi primi mesi del 2021, sfruttando il duplice ruolo di metallo prezioso e componente industriale, in scia ai massicci piani di rilancio delle economie varati da quasi tutti i Governi. Come già detto, le moderate aspettative di inflazione e un dollaro debole a causa dell'azione espansiva della Fed consentiranno ai prezzi dell'oro solo di consolidare e non rappresenteranno un vero driver rialzista per il comparto. Il dollaro (così come le curve dei rendimenti dei titoli USA) dovrà prima o poi scontare il recupero del ciclo americano e tornare ad apprezzarsi, esprimendo maggiormente il buon stato di salute dell'economia statunitense.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

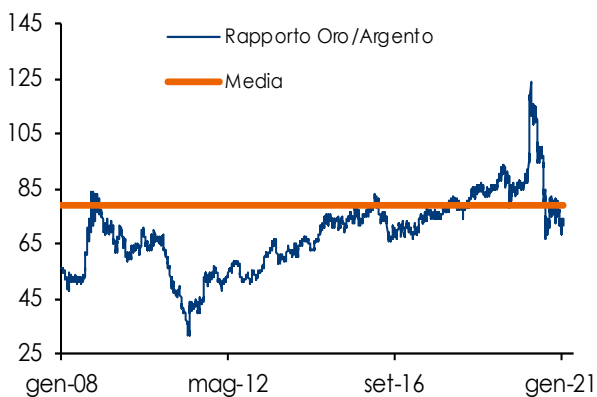
	Valore 24.02.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.353,5	19,0	-4,3	17,8
GSCI Met. Preziosi	2.107,5	-4,2	33,9	39,7
Oro (\$)	1.798,4	-5,2	35,6	44,9
Argento (\$)	27,8	5,5	74,7	82,7
Platino (\$)	1.260,3	17,7	48,0	35,9
Palladio (\$)	2.430,8	-0,8	58,6	401,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La divergenza di andamento di oro e argento suggerisce il monitoraggio del rapporto oro/argento.** La divergenza in atto nella dinamica fra i due metalli suggerisce una costante osservazione del rapporto fra oro e argento. Rapportare il prezzo delle due materie prime consente di provare a stimare il possibile andamento dei prezzi singoli dei due metalli. Il rapporto oro/argento staziona attualmente al di sotto della propria media di lungo periodo. Abbiamo già

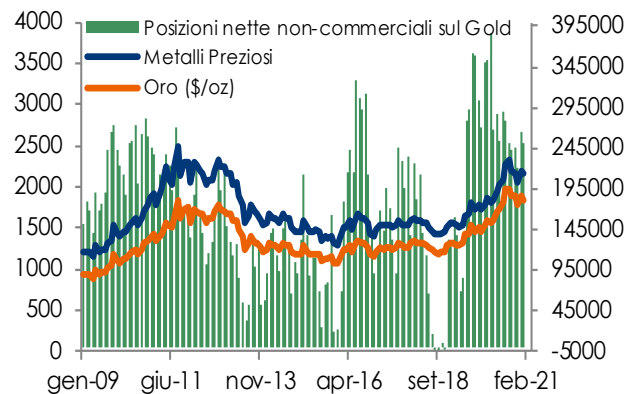
detto che statisticamente ogni andamento di valore che si discosta eccessivamente dalla propria media tende a tornarci. Vista la divergenza di andamento delle due quotazioni, la chiave sarà provare a intuire quale dei due metalli, che compongono il rapporto di confronto, trascinerà il rapporto di nuovo verso la media. Una previsione che non appare di semplice formulazione: se da un lato il rapporto oro/argento ci invita a indicare un possibile recupero del metallo giallo rispetto all'argento, anche questo mese l'appello del secondo come componente di molti processi industriali (ivi compreso il settore dei circuiti elettrici) lo ha portato di nuovo a registrare una buona performance. In aggiunta, i mercati, benché stiano esprimendo qualche timido segnale sulle aspettative di inflazione, appaiono sicuri che i tassi di interesse reali resteranno bassissimi per tutto l'anno in corso. La strutturale contrazione dei tassi fa sì che la liquidità, i conti correnti e la maggior parte dei titoli fruttiferi diventino scarsamente remunerativi, erodendo l'interesse degli investitori. In quest'ottica, oro e argento continuano a rappresentare una riserva di valore reale che, al minimo, consente di mantenere il valore investito in essi, e questo spiega il consolidamento delle loro quotazioni e non una contrazione del prezzo.

#### Rapporto oro/argento da gennaio 2008



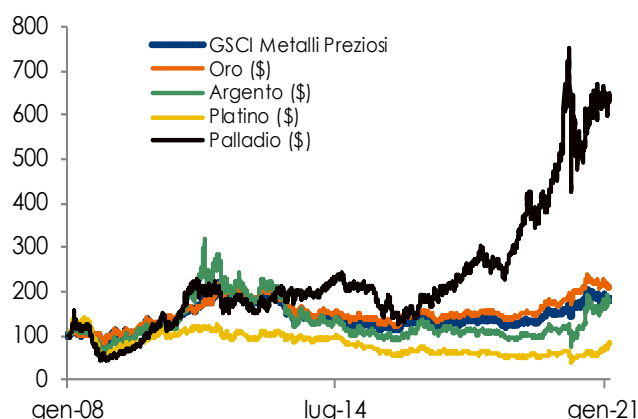
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento: immutato lo scenario di fondo che sostiene il consolidamento dei prezzi.** Temi immutati alla base del consolidamento di oro e argento: il piano di sostegno all'economia USA, il cui peso appare gravoso anche per un sistema come quello americano, sta generando un marginale rialzo delle aspettative di inflazione, che si sono scaricate, molto blandamente, sul dollaro e sulle curve di rendimento dei Treasury americani. A supporto di questa espansione fiscale, la Fed resterà inevitabilmente impegnata nella sua politica monetaria espansiva, garantendo tassi d'interesse reali ancora più bassi e "schiacciando" il più possibile le curve dei rendimenti attraverso la propria azione di contenimento, come prontamente confermato dai verbali del meeting di gennaio. Il prezzo dell'oro dovrebbe rimanere almeno stabile in un range di quotazione alto, fra 1.800 e 1.900 dollari l'oncia, difficilmente registrerà nuovi massimi, visto il clima di generale calo dell'avversione al rischio. La Fed appare intenzionata a mantenere, anche nel 2021, una politica monetaria molto espansiva, e questo potrebbe essere di supporto all'oro come strumento di difesa contro l'inflazione, visti i timidissimi segnali lanciati in questo senso dai mercati, per proteggere gli investitori dalla perdita di potere d'acquisto del denaro. A supportare l'argento, invece, contribuiranno sia i programmi monetari di acquisto di titoli che i pacchetti di stimolo fiscale che avremo negli USA e in Europa nel corso del 2021. L'argento è anche un metallo industriale largamente impiegato nell'elettronica, nei veicoli elettrici e in generale in tutta quell'area denominata "Economia Sostenibile", che appare al centro di tutte le azioni di stimolo alla crescita. Infine, viene utilizzato anche nei dispositivi medici e in tutte le tecnologie germicide, due comparti che saranno ancora al centro dell'attenzione quest'anno.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	24.02.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.107,5	1,1	-5,7	9,6	-4,2
Oro (\$)	1.798,4	-0,6	-6,2	9,1	-5,2
Argento (\$)	27,8	18,9	6,2	52,1	5,5
Platino (\$)	1.260,3	30,1	35,8	35,3	17,7
Palladio (\$)	2.430,8	3,6	11,8	-11,0	-0,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Platino e Palladio: il processo di cambiamento nel settore Auto resta il driver principale.** Ancora una volta confermiamo il quadro di fondo per platino e palladio. Entrambi sono al centro del processo di cambiamento che sta investendo, a livello mondiale, il settore dell'Auto. I veicoli a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) restano destinati a imporsi nel cambiamento tecnologico e ambientale in atto, a scapito dei motori diesel (catalizzatori contenenti platino). In prospettiva, la richiesta di platino derivante da questo settore è destinata a contrarsi anche se, a causa della pandemia, molti dei siti minerari sono stati chiusi, oppure hanno visto contrarsi i ritmi di estrazione. Un tema quello della scarsità di offerta che è già protagonista di questo inizio di 2021, sia nel settore dell'elettronica che in quello dell'Auto dove la domanda di questo, ed altri metalli, sta già superando l'offerta reale disponibile, contribuendo a spingere le quotazioni. Infine, norme più stringenti sulle emissioni di gas inquinanti (anche nei Paesi Emergenti), visto il rinnovato impegno americano espresso dal Presidente Biden, dovrebbero influire su palladio e platino (entrambi presenti nei filtri anti-fumi inquinanti), confermando il sostegno alle quotazioni di entrambi i metalli anche per quest'anno.

**Outlook Neutrale, non prevediamo particolari ritracciamenti delle quotazioni.** Il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi prosegue restando coerente con la diminuzione del rischio sui mercati, di pari passo col prosieguo delle campagne di vaccinazione. Un quadro che, come già detto, ha portato alla riduzione delle posizioni lunghe su oro e Preziosi, che proseguirà probabilmente per tutto l'anno ma senza generare preoccupanti ribassi. I fondamentali appaiono immutati e tali da consentire un consolidamento delle quotazioni di oro e Preziosi: tassi di interesse reali molto bassi e rischi geopolitici marginalmente sopiti giustificano il calo della domanda di asset rifugio. Lo scenario macroeconomico, tuttavia, resta coerente con un andamento del prezzo dell'oro all'interno di un trading range comunque alto, visto il miglioramento delle stime di crescita in Cina e Stati Uniti. Questo aspetto alimenta, per ora solo blandamente, le aspettative di inflazione, che potrebbero sostenere la domanda di Preziosi. Confermiamo l'idea che nel 2021 l'argento possa sovraperformare rispetto all'oro grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori industriali: Auto, Elettronica, Economia Green. Nel breve ribadiamo, ancora una volta, un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di tutti i componenti del comparto. Nel medio termine non escludiamo un maggior rallentamento dei prezzi ma senza corposi ritracciamenti delle quotazioni.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.798,4	1.874,0	1.880,0	1.862,5	1.860,0	1.800,0
Argento (\$)	27,8	26,0	25,5	25,0	25,5	23,9
Platino (\$)	1.260,3	1.100,0	1.075,0	1.125,0	1.130,5	1.175,0
Palladio (\$)	2.430,8	2.400,0	2.400,0	2.425,0	2.443,5	2.425,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.798,4	1.830	1.800	1.790	1.800	1.750
Argento (\$)	27,8	27,00	27,5	27,5	27,5	30,0
Platino (\$)	1.260,3	1.200	1.250	1.290	1.260	1.350
Palladio (\$)	2.430,8	2.400	2.400	2.400	2.400	2.450

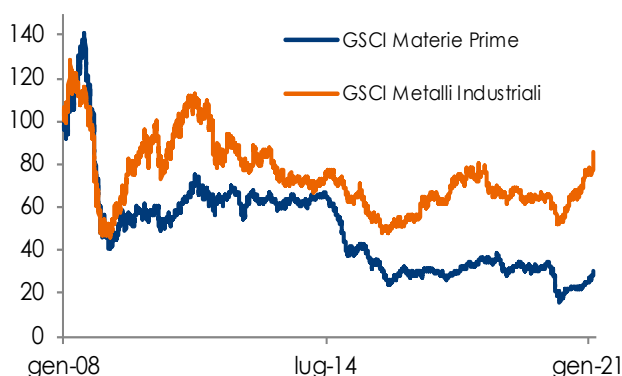
Fonte: Intesa Sanpaolo



## Metalli industriali: la scarsa offerta preme sui prezzi

**Confermiamo lo scenario di rialzo della domanda di metalli che non trova sufficiente offerta, generando pressione sui prezzi.** La diffusione dei vaccini contro il coronavirus ha rafforzato le attese di ripresa dell'economia. A guidare il recupero del comparto il rame, che storicamente anticipa sempre la ripresa e ormai si trova ai massimi da 10 anni (sopra area 9.000 dollari la tonnellata) e vicino ai massimi storici (area 10.000 dollari). In generale, si sta assistendo a una forte ripresa, spinta in particolare dalla domanda di materie prime della Cina, e in generale dell'Asia, che non trova sufficiente materia prima in offerta proveniente dal settore Minerario, in particolare sudamericano, generando così una forte pressione sui prezzi. In quell'area molti paesi estrattori faticano a soddisfare la richiesta in arrivo dalla siderurgia a causa della riduzione della produzione provocata dalla crisi sanitaria e dai successivi lockdown. Molta di questa domanda in arrivo dall'Asia si sta scaricando soprattutto sui metalli più direttamente coinvolti nei processi industriali legati all'elettronica. Dal lato invece dei fattori esogeni al comparto, le Banche centrali e i Governi (Stati Uniti in testa) hanno confermato le loro politiche economiche pro-cicliche. Gli istituti centrali manterranno politiche monetarie espansive e tassi nominali estremamente bassi, un quadro economico che favorisce il rialzo delle quotazioni. Nel breve termine segnaliamo che rispetto alla normalità i prezzi non hanno subito le classiche oscillazioni stagionali legate alle sospensioni produttive in Cina, a seguito del Capodanno Lunare appena concluso, a dimostrazione della robustezza della ripresa del ciclo cinese.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

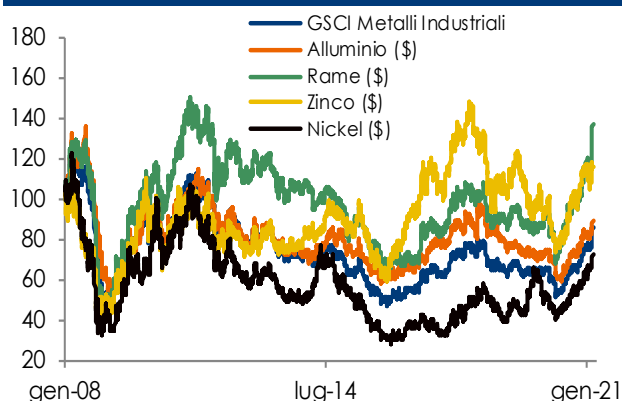
	Valore 24.02.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.353,5	19,0	-4,3	17,8
GSCI Industriali	1.598,2	14,2	24,9	67,4
Rame (\$)	9.308,5	19,9	43,6	102,3
Alluminio (\$)	2.184,5	10,4	14,6	40,3
Zinco (\$)	2.833,5	3,8	3,3	62,2
Nickel (\$)	19.709,0	18,6	51,9	136,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: inizio 2021 in rallentamento anche per via del Capodanno Lunare.** La Cina ha chiuso il 2020 con una crescita complessiva del 2,3%, in calo rispetto ai consueti ritmi ma esibendo comunque una forte capacità di resilienza nell'anno della crisi pandemica. I primi dati ufficiali del 2021 indicano un momento di rallentamento della ripresa dovuto a più fattori: l'insorgere di nuovi casi di coronavirus, la riduzione nella domanda di esportazioni, e un ritmo delle attività meno intenso per l'avvicinarsi della festività del Capodanno lunare, con l'invito ai cittadini cinesi da parte del Governo di non tornare nelle proprie città natali per le vacanze. A gennaio gli **indici Caixin PMI** sono risultati inferiori alle attese, mostrando appunto come l'economia cinese rimanga in espansione ma perdendo velocità. L'indicatore relativo alla manifattura è diminuito a 51,5 da 53 precedente (consenso 52,6), dopo una crescita durata sette mesi e terminata a dicembre. Analogamente, l'indice relativo ai servizi è passato a 52,0 da 56,3, a fronte di un consenso di 55,5, riflettendo l'impatto di nuovi casi di coronavirus in alcune regioni del nord e le maggiori misure di confinamento imposte che vanno a scapito più dei consumi e meno della produzione. L'**inflazione headline** è tornata in territorio negativo a -0,3% a/a da 0,2% a/a, nonostante le previsioni per una stabilità sullo 0,0%. A influire in maggior misura sono stati il rincaro dei prodotti alimentari, in particolare quelli freschi, probabilmente a causa delle rigide temperature invernali, e la riduzione del costo dei carburanti. Come suggerisce il dato sull'inflazione core, ugualmente

stimata al -0,3% a/a, il livello dei prezzi dovrebbe mantenersi debole anche nei prossimi mesi. A seguito di insolite operazioni d'iniezione e prelievo di liquidità sul mercato da parte della **Banca centrale cinese**, operate durante il periodo del Capodanno, gli investitori hanno temuto un inasprimento della politica monetaria proprio nel delicato momento di ripresa. Tuttavia, come assicurato dal Governatore dell'Istituto, l'obiettivo è quello di mantenere costanti i tassi d'interesse di riferimento a breve termine ed eventuali cambiamenti nella liquidità sono da riferirsi alle mutevoli condizioni di mercato e della domanda.

**Il quadro dei fondamentali appare estremamente favorevole.** Tutte le componenti del comparto stanno beneficiando di una forte crescita della domanda, in particolare asiatica, che si scontra con un'offerta mineraria che non ha colmato i gap produttivi dovuti al *lockdown* degli scorsi mesi. Il **rame** è salito sopra i 9.000 dollari a tonnellata per la prima volta dal 2011 e si è avvicinato al nuovo record storico (area 10.000 dollari) grazie alla domanda cinese e agli acquisti speculativi. Il significativo squilibrio tra domanda e offerta appare il driver principale: dal lato dell'offerta la produzione mondiale di rame nelle miniere resta debole e fatica a ritornare ai livelli pre-pandemici; di contro, l'ottimismo sul fatto che l'economia globale vedrà una ripresa più rapida del previsto sostiene con forza la domanda. Gli investitori stanno investendo nel rame anche dal punto di vista finanziario, scommettendo che la domanda aumenterà nei prossimi anni, quando i governi lanceranno ulteriori misure di stimolo per favorire la transizione energetica, accompagnata da infrastrutture per i veicoli elettrici, che richiederanno enormi volumi di materia prima. L'impennata dei prezzi è una spinta per le società minerarie ad adeguarsi velocemente aumentando la produzione. Per sopperire a questa situazione, nel breve, la Cina intende accelerare il riciclaggio esortando anche gli enti locali al recupero dei rifiuti e degli elettrodomestici usati e a stabilire un sistema di smaltimento per aumentare l'utilizzo dei metalli in essi contenuti. La Cina ha permesso le importazioni di rottami di rame e **alluminio** di alta qualità già dal novembre del 2020 e ha sbloccato le importazioni di rottami di acciaio (sempre di alta qualità) a partire dal 2021, per soddisfare la forte domanda di questi materiali. Anche lo **zinco** sta beneficiando di questa situazione: i nuovi studi sulle batterie a "zinco-acqua di mare" – batterie innovative che potrebbero risolvere i problemi di efficienza energetica delle auto elettriche – hanno visto l'utilizzo della nuova lega di zinco-manganese. Questo materiale, utilizzato ora per rivestire l'anodo, dovrebbe garantire più ore di carica e un deterioramento inferiore legato ai cicli di carica e scarica durante il collegamento alla rete elettrica. La scommessa su questa nuova tecnologia sta aumentando la pressione sulle quotazioni dello zinco. Infine, anche i prezzi del **nickel** sono saliti ai massimi da sei anni sulla scia delle crescenti aspettative derivanti dalla domanda proveniente dal settore dei veicoli elettrici. Secondo uno studio commissionato dall'Unione Europea, la domanda globale di nickel raggiungerà i 2,6 milioni di tonnellate in 20 anni, un valore di gran lunga superiore alle 92.000 tonnellate registrate lo scorso anno. In quest'ottica, l'Indonesia ha rafforzato la sua posizione nella catena di fornitura delle batterie agli ioni di litio attraverso diversi grandi investimenti internazionali, fra cui un potenziale legame con Tesla. L'Indonesia è il più grande produttore mondiale di nickel, il cui utilizzo nelle batterie è ancora dominante; la nazione del sud-est asiatico è anche il principale produttore di ghisa nichelata (NPI), una componente basilare utilizzata nella produzione di acciaio inossidabile.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	24.02.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.598,2	17,6	29,2	41,9	14,2
Rame (\$)	9.308,5	27,5	42,6	63,7	19,9
Alluminio (\$)	2.184,5	10,9	23,0	28,3	10,4
Zinco (\$)	2.833,5	3,3	17,1	39,8	3,8
Nickel (\$)	19.709,0	22,7	31,6	58,3	18,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, prosegue il rialzo dei Metalli.** Come per altre commodity, anche per i Metalli Industriali molto dipenderà dalla natura della ripresa economica globale. Le previsioni indicano quotazioni in aumento per i minerali di ferro, del rame e dell'alluminio, oltre che per zinco e nickel. Il recupero, partito nella seconda parte del 2020, potrebbe essere l'inizio di un nuovo rally a lungo termine. La mancanza di offerta pronta, a causa dei lockdown produttivi e della distruzione di valore nei comparti estrattivi, potrebbe rendere più difficile soddisfare l'ampio incremento della domanda, esercitando una forte pressione sui prezzi. La spesa globale per le materie prime era già bassa prima della pandemia ed è crollata ulteriormente nel 2020, poiché i produttori hanno preferito dare priorità al mantenimento degli investimenti o degli impianti già esistenti, interrompendo ogni nuova iniziativa. La Cina ha assorbito l'eccesso di offerta dei metalli portandosi in una posizione di vantaggio sugli altri paesi ma esercitando comunque una decisa pressione sui prezzi. La Cina ha raddoppiato i suoi piani di sviluppo delle infrastrutture e delle costruzioni, ma anche gli altri Paesi, benché ancora alle prese con una situazione sanitaria non risolta, dovranno guidare la transizione ecologica dei loro sistemi economici. Alla luce di questo quadro, esprimiamo un giudizio positivo per il futuro ma manteniamo comunque un approccio prudente nelle nostre previsioni sul complesso dei Metalli Industriali; resta infatti il pericolo che le quotazioni abbiano anticipato troppo in fretta questo scenario e i rischi di qualche storno delle quotazioni potrebbero comunque verificarsi nel corso del 2021.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	9.308,5	7.800	8.000	7.717	7.750	7.707
Alluminio (\$)	2.184,5	1.987	2.050	2.075	2.000	2.021
Zinco (\$)	2.833,5	2.758	2.914	2.858	2.795	2.673
Nickel (\$)	19.709,0	17.088	17.625	17.500	17.144	18.003

Fonte: consenso Bloomberg

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

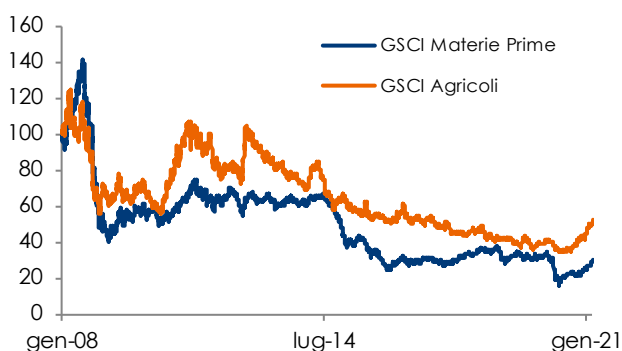
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	24.02.21	2021	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	9.308,5	8.300	9.500	9.800	9.400	10.500
Alluminio (\$)	2.184,5	2.100	2.160	2.180	2.160	2.250
Zinco (\$)	2.833,5	2.800	2.950	2.970	2.930	3.080
Nickel (\$)	19.709,0	18.300	20.200	21.000	19.800	20.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: la forte domanda sosterrà ancora il rialzo

**Nonostante qualche incertezza prosegue il trend rialzista degli Agricoli.** Le commodity agricole, che avevano terminato il 2020 con quotazioni in rialzo, stanno proseguendo questo trend anche in questi primi mesi del 2021. In aggregato, il settore è infatti tornato ai livelli dell'estate del 2017 recuperando totalmente i forti ribassi di marzo 2020 già sul finale dello scorso anno. I fondamentali restano in marginale miglioramento; la domanda, specie dai Paesi Emergenti, resta molto robusta e questo ci consente di esprimere un cauto ottimismo sul futuro del comparto. Con alle spalle gli effetti negativi della pandemia – e a causa anche di raccolti danneggiati dalla siccità in molti Paesi – il prezzo delle materie prime agricole potrebbe continuare a consolidare su alti livelli anche nel 2021. Sul fronte dei rapporti USA-Cina il tema agricolo torna ad essere al centro dello scenario dopo l'insediamento della nuova Amministrazione Biden. I dati USA sull'export cinese non verranno toccati, almeno fino al termine dell'esame sul rispetto dell'accordo Fase Uno, siglato nel gennaio del 2020. Il nuovo Segretario al Tesoro, Janet Yellen, conferma quindi le nostre previsioni secondo cui la linea dura, voluta dall'ex presidente Trump nei confronti della Cina, sarà mantenuta. La Cina si è impegnata ad acquistare circa 184 miliardi di dollari in beni e servizi dagli Stati Uniti entro la fine del 2021, obiettivo che difficilmente potrà essere raggiunto. Pechino, ad oggi, sembrerebbe essere sotto a quella soglia di oltre il 40% ma ha giustificato i mancati acquisti, anche nel settore agro-alimentare, con gli effetti negativi della pandemia da coronavirus. Per quest'anno Washington si aspetta una crescita del proprio export agricolo verso la Cina di una cifra record che superi i 30 miliardi di dollari. Nonostante questi ritardi, proprio a fine gennaio si è registrata la seconda maggior vendita giornaliera di mais statunitense verso il mercato cinese: oltre 2,1 milioni di tonnellate, un dato che conferma come il mercato cinese sia comunque la principale area di sbocco dell'export agricolo americano.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

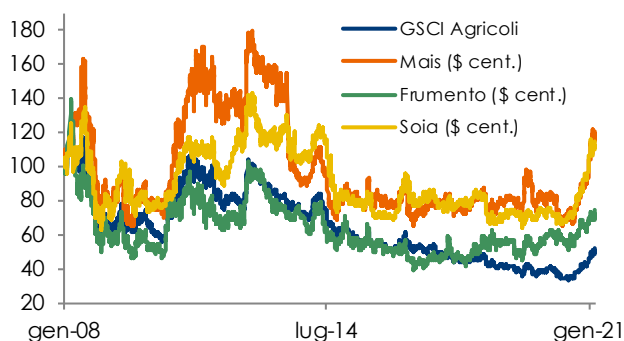
	Valore 24.02.2021	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.353,5	19,0	-4,3	17,8
GSCI Agricoli	445,2	11,3	28,9	2,8
Mais (\$ cent)	559,3	15,5	50,9	57,3
Frumento (\$ cent.)	680,3	6,2	45,7	52,8
Soia (\$ cent)	1.423,8	8,2	56,2	65,7
Cotone (\$ cent)	92,3	18,2	28,5	60,0
Cacao	2.650,0	1,8	16,8	-9,4
Zucchero	18,2	17,2	35,8	30,0
Caffè (arabica)	135,7	5,8	40,6	17,9
Caffè (robusta)	1.447,0	5,3	-4,6	8,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**WASDE: aumenta la richiesta di frumento, a causa di rincari sul prezzo del mais.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha aggiornato le proprie stime sui fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2020-21. Il **frumento** dovrebbe beneficiare sia di una maggior domanda sia di una maggior offerta, a fronte di scorte ridotte. La produzione è proiettata a raggiungere la quota record di 773,4 milioni di tonnellate (mt) grazie a più intensi raccolti in Kazakistan, che hanno bilanciato le riduzioni in Pakistan e Argentina. Il consumo globale è stimato in crescita di 9,8 mt a 769,3 mt, sostenuto da un largo uso per mangimi in Cina e per fini alimentari e industriali in India. Inoltre, rimane probabile che il continuo aumento del prezzo del mais in Cina provocherà un ulteriore incremento del consumo di frumento nei prossimi mesi. Come conseguenza della maggior richiesta da parte di questi due paesi, le scorte finali sono previste in calo di 9,0 mt attestandosi, comunque, al record storico di 304,2 mt. Il mercato del **mais** dovrebbe confermarsi in deficit di offerta, rimanendo però su livelli di gran lunga superiori a quelli registrati la scorsa stagione. La

produzione è stata rivista in marginale aumento di 0,2 mt a 1.134,1 mt, mentre la domanda frena a quota 1.150,5 mt, 2,6 mt in meno rispetto al mese scorso, in seguito al minor consumo cinese. Gli stock finali, invece, dovrebbero segnare un incremento mensile di 2,7 mt raggiungendo le 286,5 mt, in calo però dalle 303,0 mt di inizio periodo. Lo scenario globale della **soia** non ha subito particolari variazioni, confermando però un mercato in forte ascesa rispetto alle stagioni precedenti. A fronte di un livello di produzione e domanda stabili rispettivamente a 361,1 mt e 369,8 mt, le scorte finali diminuiscono di quasi 1 mt a 83,4 mt, proseguendo il loro trend di riduzione. Le maggior giacenze in Argentina non hanno sopperito a quelle minori negli Stati Uniti e in Brasile.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

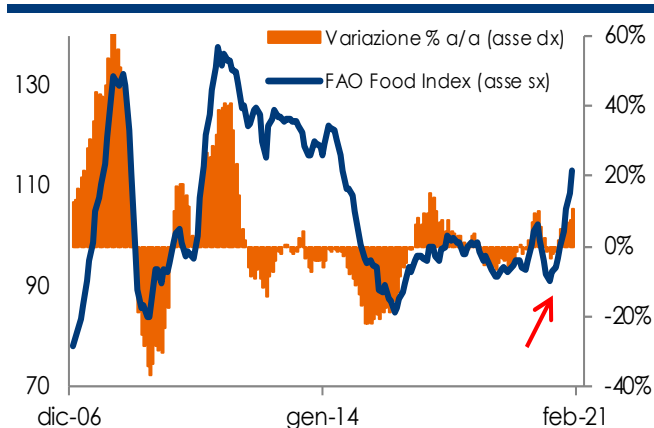
	24.02.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	445,2	21,9	21,9	21,9	11,3
Mais (\$ cent.)	559,3	33,2	64,1	50,1	15,5
Frumento (\$ cent.)	680,3	15,6	29,0	26,2	6,2
Soia (\$ cent.)	1.423,8	20,2	55,8	62,0	8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: ulteriore balzo per l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari.** A gennaio l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari ha fatto registrare un +4,3% m/m, ottenendo non solo un incremento per l'ottavo mese consecutivo ma anche il più alto valore medio mensile da luglio 2014. La crescita, elevata anche in termini tendenziali (+10,6% rispetto a gennaio 2020), è stata sostenuta in particolar modo dai forti guadagni di zucchero, cereali e oli vegetali. Le quotazioni dei cereali, infatti, hanno proseguito il loro trend di rialzo che dura da luglio segnando sia un ampio incremento mensile sia annuale: +7,1% e +23,6% rispettivamente. Il mercato del mais è in difficoltà a causa di una produzione più bassa delle attese negli Stati Uniti e di una forte domanda da parte della Cina; questi fattori, uniti alle preoccupazioni per la siccità in Sud America, hanno spinto il costo di questo cereale ai massimi da metà 2013. Anche il prezzo del frumento è aumentato in seguito a una maggior domanda e in previsione di minori esportazioni dalla Russia dove, a partire da marzo 2021, raddoppieranno le tariffe sull'export. Anche i listini degli oli vegetali hanno raggiunto il livello più elevato da maggio 2012 grazie al +5,8% registrato sullo scorso mese e al +27,7% sullo stesso periodo del 2020. Le eccessive precipitazioni in Indonesia e Malesia hanno ridotto la produzione di olio di palma, mentre le minori disponibilità per l'esportazione e i prolungati scioperi in Argentina hanno provocato l'innalzamento del costo dell'olio di soia. Più modesto, invece, l'aumento riferito ai prodotti lattiero-caseari (+1,6% m/m e +6,9% a/a), guidato da una crescente richiesta di burro e latte intero in polvere dalla Cina in previsione dei festeggiamenti per il nuovo anno lunare, a fronte di una leggera diminuzione della domanda di formaggi. L'indice delle carni, nonostante sia in rialzo per il quarto mese consecutivo con un +1,0%, rimane inferiore del 7,3% al livello registrato a inizio 2020; a gennaio è spinto verso l'alto da tutte le tipologie di carni ma specialmente dal pollame, a causa dello scoppio dell'influenza aviaria che ne limita la vendita da parte di diversi paesi europei. Il prezzo dello zucchero, ai massimi da maggio 2017, torna a salire con un significativo incremento mensile dell'8,1% e annuale del 7,6%, come conseguenza delle ridotte prospettive di produzione in Unione Europea, Russia, Thailandia e Sud America. In particolare, il rafforzamento del real brasiliano contro il dollaro influenza le spedizioni in partenza dal Brasile, il più grande esportatore mondiale di zucchero.

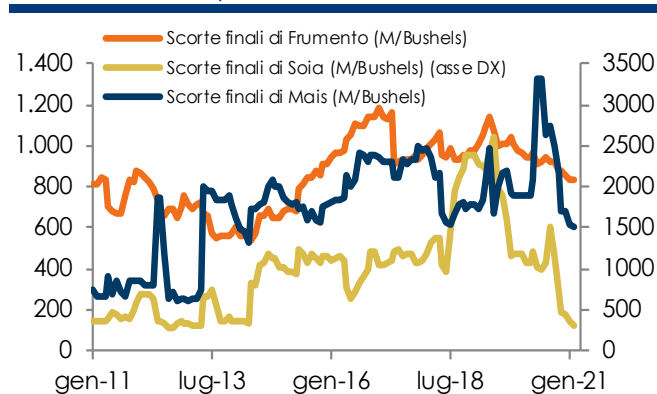
**FAO: produzione mondiale di cereali prevista in rialzo ma drastica riduzione nelle scorte.** Nel rapporto di febbraio sui fondamentali di domanda e offerta di cereali, la FAO ha previsto nel 2020 un incremento sia della produzione sia della domanda mondiale di cereali, a fronte di una riduzione delle scorte. L'output nel 2020 dovrebbe essersi attestato al livello record di 2.744 milioni di tonnellate (mt), in crescita di un decimo rispetto alla previsione di dicembre. L'offerta di mais ha subito una limatura verso il basso a causa di condizioni climatiche avverse negli Stati Uniti e in Ucraina, mentre le produzioni di frumento e di riso sono state riviste in aumento grazie alle maggiori stime di raccolto nei rispettivi paesi produttori (in Australia e Canada nel primo caso, e in Cina e Filippine nel secondo) raggiungendo così il loro massimo storico. Nel 2021 dovrebbe verificarsi un modesto aumento della produzione di nell'emisfero boreale da parte di Stati Uniti, Unione Europea e Russia, contrapposta a una riduzione dei raccolti di mais nell'emisfero australe da parte di Brasile, Argentina e Sud Africa. La domanda globale di cereali per la stagione 2020/21 è prevista a 2.761 mt, in rialzo di 17,0 mt rispetto alla stima di dicembre e di 52 mt (+1,9%) se confrontata con il dato di un anno fa. Il consumo di riso e, specialmente, quello di mais sono spinti dalla forte richiesta proveniente dalla Cina; invece, l'aumento del costo del frumento ha fatto sì che la sua domanda si spostasse verso altri cereali e perciò il consumo di questo cereale è atteso in diminuzione. Le scorte di cereali sono stimate in calo di 64,3 mt a 802 mt, il 2,2% in meno rispetto ai livelli iniziali e il più basso valore da cinque anni. Analogamente, anche il rapporto scorte/consumi per il 2020/21 dovrebbe ridursi al 28,3% dal 29,7% 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 da Neutrale, prospettive in miglioramento nel corso del 2021.

Permane il clima di ottimismo sui mercati, che beneficiano dell'effetto positivo generato dalla distribuzione dei vaccini; si rafforza quindi lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli su livelli alti. A questo quadro di aspetti esogeni al comparto se ne somma un altro, ovvero l'interesse speculativo da parte degli investitori che sono in cerca di maggiore diversificazione nei propri portafogli, anche quest'anno. Un aspetto che potrebbe sostenere ulteriormente il comparto, vista la garanzia di ampia liquidità a basso costo sui mercati finanziari, che attende solo di essere allocata in asset class remunerative. Si rafforza quindi l'appeal del settore agricolo anche dal lato finanziario, supportando le nostre previsioni sulle commodity agricole che restano positive. Dal lato dei fondamentali, l'ulteriore consolidamento al rialzo dei prezzi di soia, mais e grano potrebbe derivare da una domanda ancora in crescita e da scorte in contrazione. La farina di soia resta la principale candidata ad essere la protagonista del 2021, e questo perché il ripristino degli allevamenti di maiali in Cina, dopo la peste suina che ha scosso il settore, potrebbe guidare la richiesta di questo prodotto utilizzato nei mangimi animali. La carne di maiale è basilare nella dieta dei cinesi tanto è vero che il governo di Pechino ne detiene una "riserva strategica" che immette sul mercato nei momenti di crisi. La Cina è il primo produttore

al mondo di suini; nei suoi allevamenti cresce la metà dei maiali viventi al mondo (quasi mezzo miliardo di capi ogni anno).

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

	Valore 24.02.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	559,3	520,0	532,5	512,5	510,0	462,5
Frumento (\$ cent.)	680,3	645,0	630,0	610,0	620,0	535,0
Soia (\$ cent.)	1.423,8	1.342,5	1.375,0	1.360,0	1.310,0	1.200,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 24.02.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	559,3	550	535	515	525	485
Frumento (\$ cent.)	680,3	650	630	610	620	580
Soia (\$ cent.)	1.423,8	1.390	1.400	1.420	1.415	1.415

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Soft commodity

**Cotone: il National Cotton Council prevede prezzi ancora sostenuti nel 2021.** Il National Cotton Council of America prevede che i prezzi del cotone rimarranno relativamente alti nel 2021; ci sono diversi fattori che rafforzano queste proiezioni, uno di questi è certamente la ripresa della domanda di cotone, che si sta rivelando molto più rapida del previsto. Una situazione che si scontra con un'offerta più limitata; in particolare la manifattura tessile acquisterà più cotone statunitense. Le esportazioni di cotone USA sono state forti nel 2020 nonostante gli stop dovuti alla pandemia di coronavirus, mentre le rese sono state inferiori allo scorso anno a causa di problemi meteorologici. Un insieme di elementi che ha finito per contrarre l'offerta, incanalando il materiale prodotto sostanzialmente tutto verso l'estero. La stagione 2021 sarà quindi caratterizzata da una riduzione delle scorte negli Stati Uniti, che contribuirà a mantenere alti i prezzi in attesa del nuovo raccolto che arriverà a fine 2021. L'industria del cotone statunitense dovrà confrontarsi con la concorrenza sul mercato globale di Brasile e India, che hanno scorte di cotone maggiori e disponibili ad essere immesse sul mercato.

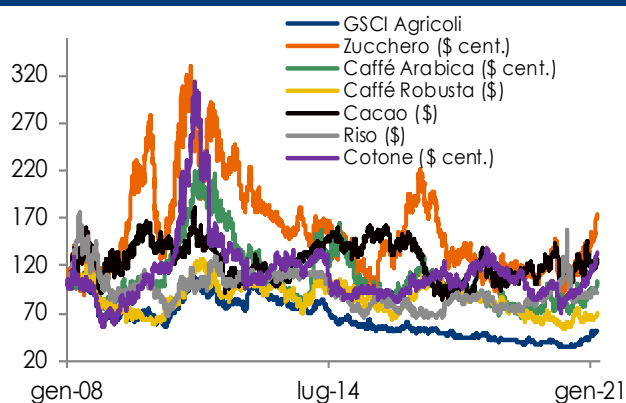
**Cacao: il mercato rimane in surplus di offerta ma la siccità in Costa d'Avorio minaccia i nuovi raccolti.** L'International Cocoa Organisation (ICCO) nel suo report mensile ha evidenziato come il mercato del cacao rimanga in surplus di offerta e la situazione pandemica in corso stia influenzando negativamente i costi. Infatti, nel mese di gennaio, i prezzi dei derivati sul cacao risultano inferiori del 7% rispetto allo stesso periodo di un anno fa. La situazione è anche aggravata dal fatto che, secondo fonti Reuters, 150.000 tonnellate di semi (circa il 9% di un tipico raccolto) sono ancora in attesa di un compratore. Tra l'altro, Ghana e Costa d'Avorio, i due principali produttori mondiali di cacao, hanno recentemente introdotto un sussidio di 400 dollari per ogni tonnellata di cacao prodotta e venduta alle *major* del cacao, con il fine di sostenere gli agricoltori ad ottenere un salario più equo e sostenibile, non senza generare dissidi con le medesime aziende del settore dolciario. La domanda, già indebolita dalle norme di distanziamento sociale che hanno ridotto i consumi di cioccolato nei servizi pubblici, potrebbe risentire di questa diatriba. L'offerta, invece, dovrebbe risentire della straordinaria siccità e del caldo intenso che sta attraversando la Costa d'Avorio in queste settimane, già nel pieno della stagione secca. Tali condizioni climatiche minacciano sia la quantità sia la qualità dei semi di cacao durante i primi tre mesi di raccolto, a partire da aprile circa.

**Zucchero: attese per una contrazione della produzione e dell'export indiano.** La stagione in corso potrebbe risentire della probabile forte contrazione (24% circa) delle esportazioni dell'India, il secondo più grande produttore di zucchero al mondo dopo il Brasile. Questo a causa di alcuni vincoli logistici, come la carenza di container e il traffico nei porti del paese, nati a seguito delle restrizioni imposte per fronteggiare l'emergenza pandemica. Le vendite indiane della stagione 2020/21 dovrebbero così scendere a 4,3 milioni di tonnellate (mt) dalle 5,7 mt spedite l'anno passato. Nel dettaglio, è in calo anche l'export verso l'Iran, uno dei principali compratori di zucchero indiano, che solo la scorsa stagione aveva importato circa il 20% delle spedizioni dall'India, per un totale record di 1,14 mt. Inoltre, la produzione del paese asiatico dovrebbe

attestarsi a 29,9 mt, in diminuzione di 2,5 mt rispetto al periodo precedente, favorendo un rialzo dei prezzi.

**Caffè: gli agricoltori brasiliani non immettono il prodotto e accumulano scorte.** I coltivatori di caffè in Brasile proseguono la fase di accumulo di caffè Arabica; le scorte domestiche sono in contrazione e le previsioni convergono tutte sull'ipotesi di un nuovo raccolto piuttosto esiguo: le stime indicano livelli di resa e prodotto in forte calo, addirittura ai minimi degli ultimi 12 anni. Le piantagioni di Arabica sono all'interno del cosiddetto "ciclo off" (la stagione in cui la pianta fa meno fiori/frutti e rafforza invece la sua struttura vegetale) e questo, insieme a condizioni climatiche avverse, fa sì che le attese siano per un raccolto di dimensioni ridotte. La sensazione sul mercato è che gli agricoltori conoscano già, sulla base della loro esperienza, le probabili dimensioni del prossimo raccolto ed attendano la miglior opportunità di prezzo per immettere il prodotto, già disponibile, sul mercato. Il prezzo del caffè Arabica in real brasiliani, per la verità, è a livelli record a causa dell'aumento del dollaro USA, con i coltivatori che hanno già piazzato grandi volumi del raccolto 2020/2021, precedentemente tenuto da parte, erodendo le scorte di caffè. I dati aggiornati al 12 gennaio indicano che i coltivatori brasiliani hanno già immesso sul mercato il 78% della produzione 2020/2021 (circa 54,5 milioni di sacchi). Un quadro che conferma il nostro scenario di mantenimento su alti livelli del prezzo del caffè, specie se i produttori continueranno a centellinare il commercio del prodotto esistente e se saranno confermate le attese di scarso raccolto per la nuova stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	24.02.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	445,2	21,9	21,9	21,9	11,3
Cotone	92,3	29,1	41,7	36,7	18,2
Cacao	2.650,0	-13,2	5,6	-8,1	1,8
Zucchero	18,2	20,7	42,9	18,9	17,2
Caffè (arabica)	135,7	19,9	12,8	28,1	5,8
Caffè (robusta)	1.447,0	5,9	-3,3	16,7	5,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

	Valore 24.02.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	92,3	82,5	84,0	84,5	77,0	74,0
Cacao	2.650,0	2.538	2.588	2.575	2.528	2.638
Zucchero	18,2	15,7	15,0	15,3	14,7	14,1
Caffè (arabica)	135,7	129,0	132,0	131,0	126,0	130,0
Caffè (robusta)	1.447,0	1.360	1.390	1.410	1.400	1.450

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 24.02.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	92,3	85	93	96	94	95
Cacao	2.650,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	18,2	17,0	17,0	15,8	16,4	15,6
Caffè (arabica)	135,7	130	135	138	136	142
Caffè (robusta)	1.447,0	1.370	1.390	1.410	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.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.01.2021.

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 ([www.intesasnpaolo.com](http://www.intesasnpaolo.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.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 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 Riso  
Andrea Volpi

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi