

Commodity: 2021 nel segno del cauto ottimismo

Energia: Outlook Moderatamente Positivo viste le decisioni OPEC+ e l'auspicio di un ritorno alla normalità, grazie agli effetti delle campagne vaccinali. Il petrolio prosegue il costante rafforzamento degli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e metabolizzando la decisione OPEC+ di rimodulare i tagli alla produzione, pur mantenendo un approccio volto a limitare l'offerta globale di petrolio. Un insieme di fattori che rafforzano il nostro scenario di ulteriore ma moderato rialzo verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in ripresa: area 55-60 dollari (con possibili strappi fin sopra i 60 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.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nel breve, mentre non escludiamo possibili modesti ribassi nella seconda parte del 2021. Prosegue il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi, come coerente conseguenza della diminuzione del rischio sui mercati, di pari passo col prosieguo delle campagne di vaccinazione e il superamento dell'emergenza sanitaria. Una situazione che ha portato alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi e che proseguirà probabilmente per tutto l'anno. Nel breve ribadiamo un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di oro e Preziosi. Nel medio termine non escludiamo un maggior rallentamento dei prezzi poiché, in un orizzonte più lungo, potrebbe venir meno la tensione rialzista, di pari passo con il calo della propensione al rischio (in assenza di inflazione) degli investitori.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, il 2021 potrebbe essere un anno di ulteriore rilancio dei Metalli. Il COVID-19 potrebbe dare il via a un nuovo ciclo di rialzi per i Metalli industriali come quello vissuto nei primi anni 2000. Il recupero delle quotazioni, partito nella seconda parte del 2020, potrebbe essere l'inizio di un nuovo rally a lungo termine che vedrebbe in campo le stesse forze strutturali che sostennero i prezzi nella prima decade del nuovo millennio. 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 di metalli, esercitando una forte pressione sui prezzi. Alla luce di questa analisi, esprimiamo un giudizio positivo per il futuro ma manteniamo comunque un approccio prudente nelle nostre previsioni sul complesso dei Metalli Industriali; resta infatti il dubbio che le quotazioni abbiano scontato troppo in fretta questo scenario positivo e i rischi di qualche storno violento delle quotazioni potrebbero verificarsi nel corso del 2021.

Agricoli: Outlook Neutrale ma con prospettive di miglioramento nel corso del 2021. Le previsioni sulle commodity agricole per questo 2021 restano positive. I prezzi delle materie prime agricole dovrebbero restare su alti livelli, in scia agli eventi climatici (siccità in primis) che ridurranno l'offerta globale. Questo scenario potrebbe condizionare tutto il primo semestre di quest'anno, favorendo un ulteriore consolidamento delle quotazioni, in particolare di soia, mais e grano, spinti anche da una domanda crescente. Al contrario, i prezzi del caffè ma anche di cotone, zucchero e cacao potrebbero trovarsi a fare i conti con congiunture sfavorevoli nei singoli Paesi. Per questo motivo si prospetta per le *soft commodity* una prosecuzione del trend di consolidamento (per molte di esse su livelli già alti) emerso lo scorso anno.

28 gennaio 2021
12:23 CET

Data e ora di produzione

28 gennaio 2021
12:30 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani
Analista Finanziario

Andrea Volpi
Analista Finanziario

Outlook Settoriale*

	Gen.	Dic.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	=	=
Argento	=	=
Rame	+	+
Alluminio	+	+
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	=	=
Frumento	=	=
Soia	=	=
Cotone	=	=

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

Performance commodity

(%)	2021	2020
WTI	8,9	-21,8
Brent	7,7	-22,9
Gas Naturale	8,7	23,6
Gasolio	8,4	-32,5
Oro	-2,6	23,4
Argento	-3,9	46,6
Rame	0,8	27,1
Alluminio	0,6	11,6
Zinco	-6,2	23,2
Nickel	7,8	23,1
Mais	10,3	13,5
Frumento	2,8	9,4
Soia	4,5	31,8
Cacao	-3,8	0,6
Zucchero	2,0	8,3
Caffè	-2,1	-4,2
Cotone	3,5	8,3

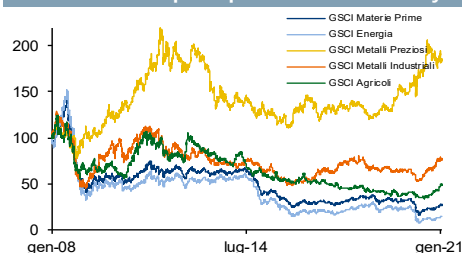
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. C
27.01.2021

Performance degli indici commodity

	Valore 27.01.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.085,8	5,5	-11,7	2,8
GSCI Energia	289,6	8,4	9,0	-11,4
GSCI Met. Preziosi	2.138,0	-2,8	38,1	56,7
GSCI Met. Industriali	1.408,2	0,6	15,5	51,2
GSCI Prod. Agricoli	421,5	5,4	17,6	-4,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.01.2021

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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.01.2021 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio ancora in rialzo ma più contenuto rispetto all'anno trascorso

Commodity: dopo un 2020 di volatilità legata all'emergenza sanitaria, si prospetta un 2021 ancora in recupero. Il bilancio delle materie prime, nel 2020, risulta negativo ma meno di quanto ci si potesse attendere, visto il crollo verticale delle quotazioni di tutte le commodity registrato allo scoppio dell'epidemia di COVID-19, nei mesi primaverili. Gli indici aggregati hanno parzialmente recuperato le perdite e alcuni, come Preziosi ed Agricoli, hanno chiuso l'anno con rialzi medi tra il 15% e il 23%. Fa eccezione il comparto dell'Energia che ha terminato in pesante negativo (-46%) il 2020, zavorrato dal calo di WTI e Brent. Solo nell'ultimo trimestre, grazie al maggior clima di ottimismo sui mercati dovuto alla somministrazione dei vaccini e alle scelte dell'OPEC+ di rinnovare i tagli produttivi anche nel 2021, i derivati finanziari del petrolio hanno invertito la rotta, recuperando una parte delle perdite. L'oro e i Preziosi (+23%), in virtù della loro natura di asset difensivi, hanno tratto giovamento dall'economia "pandemica" sottraendosi al destino di altre commodity, come i Metalli Industriali, che, pur se in recupero (+14%), hanno sofferto dei blocchi produttivi dovuti ai lockdown e alle norme di distanziamento. In aggiunta, la massiccia ondata di stimoli monetari e fiscali ha portato a timori inflazionistici, per ora ancora moderati e sostanzialmente estesi solo agli Stati Uniti (e marginalmente alla Cina), facendo aumentare il prezzo di tutte le commodity. I bassi tassi di interesse hanno mantenuto parimenti bassi i rendimenti di altri beni di investimento (come i titoli governativi), rendendo le commodity (pur 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.

Performance di lungo termine

	Valore 27.01.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.085,8	5,5	-11,7	2,8
GSCI Energia	289,6	8,4	9,0	-11,4
WTI (\$)	52,9	8,9	1,7	59,1
Brent (\$)	55,8	7,7	-6,9	64,7
Gas Naturale (\$)	2,8	8,7	-5,2	26,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: inaspettata decisione dell'OPEC+ che vara tagli volontari alla produzione per i prossimi due mesi. Il meeting OPEC+ dei primi giorni di gennaio ha visto il raggiungimento di un compromesso, che ha finalmente condotto al varo di nuovi livelli produttivi di greggio per febbraio e marzo. L'intesa vede Russia e Kazakistan, per i prossimi due mesi, aumentare la produzione di complessivi 75.000 barili al giorno (65.000 la Russia, 10.000 il Kazakistan), mentre l'Arabia Saudita ha offerto un taglio extra alla produzione, "variabile" da 400.000 barili al giorno fino ad un massimo di 1 milione, per compensare i mancati tagli degli altri Paesi. Gli altri membri OPEC vedranno, sempre nei prossimi due mesi, produzione (e quindi tagli) invariati. Le decisioni sui livelli produttivi per aprile e i mesi successivi saranno invece discusse durante il prossimo

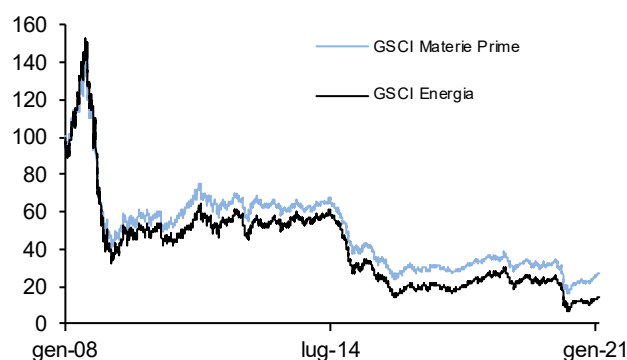
meeting, che si terrà il 4 marzo. Oltre alla concretezza dell'esito positivo del meeting, emerge un ulteriore aspetto di rassicurazione per il mercato, ovvero un compromesso politico fra le due anime dei produttori: l'OPEC (Arabia Saudita) e i suoi Alleati esterni (Russia). Mosca spingeva infatti per un aumento di 500.000 barili al giorno a partire dal mese prossimo, mentre Riyadh premeva per lasciare immutata la produzione, mantenendola sui livelli attuali, per evitare eventuali squilibri sul mercato in una fase in cui, con fatica, si cerca di superare l'emergenza pandemica. La scelta volontaria dell'Arabia Saudita, di farsi carico di un ulteriore taglio, consente di mantenere inalterata la produzione sui livelli del gennaio in corso, evitando pressioni ribassiste sulle quotazioni petrolifere. Per concludere, la produzione complessiva di petrolio è prevista passare dagli attuali 7,2 milioni di barili al giorno a 7,125 milioni di barili a febbraio e 7,005 milioni nel mese di marzo. Uno scenario che consente di confermare un cauto ottimismo per le quotazioni petrolifere anche per questo 2021 appena iniziato, anche se pensiamo che i movimenti di rialzo delle quotazioni saranno più contenuti rispetto all'anno appena trascorso.

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

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

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

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

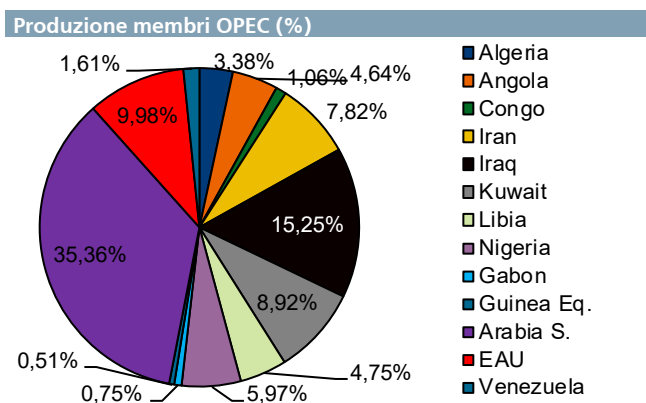
OPEC: stime sui fondamentali invariate per il 2020, prospettive di crescita della domanda globale nel 2021. Nel rapporto

MOMR (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha lasciato sostanzialmente invariate le stime sui fondamentali di domanda e offerta di greggio dello scorso anno, con prospettive di crescita per il 2021. Nel 2020 è previsto un calo dei consumi di 9,8 milioni di barili al giorno (mb/g) per una stima finale di 90,0 mb/g, prima che nel 2021 rimbaltino di 5,9 mb/g a 95,9 mb/g. La domanda globale, frenata ancora dagli effetti economici legati alla pandemia, resterà debole nel 1° trimestre 2021 anche in seguito alla decisione volontaria, da parte dell'Arabia Saudita, di contrarre la propria offerta di greggio per febbraio e marzo, fino ad un massimo di 1 milione di barili. Il prossimo anno, nei Paesi OCSE il consumo rimarrà su livelli inferiori di quelli pre-COVID, mentre nei Paesi non-OCSE registrerà un forte incremento grazie alla ripresa delle attività, che sarà guidata da Paesi come Cina e India. L'offerta da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC è stata lasciata invariata sia per il 2020 a 62,7 mb/g (2,5 mb/g in meno rispetto al 2019), sia per il 2021 a 63,5 mb/g, dove la contrazione dello scorso anno è dovuta alla minor produzione in Russia, Stati Uniti e Canada. Invece, l'offerta residuale OPEC necessaria per portare in equilibrio il mercato nel 2020 è confermata a 22,2 mb/g, a fronte dei 29,3 mb/g necessari nel 2019. Quest'anno ci sarà un'espansione a 27,2 mb/g grazie alla produzione proveniente da Stati Uniti, Canada e Brasile. Secondo fonti secondarie, a dicembre le estrazioni nei Paesi appartenenti al Cartello sono aumentate di 0,3 mb/g, rispetto al mese precedente, a 25,4 mb/g; a novembre le scorte nei Paesi OCSE sono diminuite di 25 mb a 3.104 mb.

EIA: domanda globale in calo nel 2020 ma fiducia per una ripresa dei consumi nel 2021. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di gennaio ha rivisto verso il basso le proprie stime di domanda per il 2020, ma i dati per il 2021 sono incoraggianti. Il mercato dovrebbe chiudere l'anno appena passato con un surplus di 2,0 milioni di barili al giorno (mb/g), in leggero aumento rispetto alle previsioni di dicembre, mentre nel 2021 dovrebbe essere in deficit di 0,6 mb/g (rivisto dal deficit di 0,7 mb/g stimato in precedenza). La domanda globale nel 2020 è stata limata verso il basso di 0,2 mb/g a 92,2 mb/g, mentre nel 2021 è stimata in crescita a 97,8 mb/g (0,4 mb/g in meno rispetto al mese scorso). Il consumo di greggio dovrebbe tornare a livelli pre-COVID (101,2 mb/g nel 2019) solo l'anno prossimo, poiché la seconda ondata dell'emergenza pandemica avrà effetti negativi soprattutto sui primi tre mesi del 2021; invece, la diffusione dei vaccini dovrebbe sostenere una ripresa delle attività, e quindi della domanda, a partire dal 2° trimestre. Le stime dell'offerta dei Paesi non-OPEC sono rimaste invariate a 63,7 mb/g, a fronte dei 66,0 mb/g del 2019 e dei 64,9 mb/g previsti per l'anno in corso. Allo stesso modo, le estrazioni dei Paesi OPEC sono attese stabili a 25,6 mb/g nel 2020, prima di attestarsi sui 27,2 mb/g nel 2021 (rivisti dai 27,5 mb/g). La crescita è da attribuirsi alla maggior produzione attesa da Libia, Russia e Kazakistan, e dovrebbe avvenire nonostante la decisione volontaria dell'Arabia Saudita di

tagliare la propria produzione fino a 1 milione di barili nel 1° trimestre di quest'anno. Sulla base della fiducia nel recupero dell'economia mondiale, il prezzo del Brent nel 2021 è atteso in rialzo a 53 dollari al barile (\$/b) dai 49 \$/b previsti in precedenza, contro una media di 42 \$/b nel 2020. Lo spread tra Brent e WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe aggirarsi intorno ai 3,0 \$/b.

IEA: riduzione della domanda nella prima parte del 2021 a causa dell'incertezza sui tempi della ripresa. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di gennaio, ha aggiornato le proprie stime sui fondamentali di greggio lasciando invariate quelle per il 2020 e riducendo il consumo previsto per quest'anno. La domanda globale dovrebbe aumentare di 5,5 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2021 a 96,6 mb/g, dopo essere scesa di 8,8 mb/g lo scorso anno a 91,2 mb/g. Questo recupero dovrebbe principalmente riflettere sia l'impatto delle politiche fiscali e monetarie emanate a sostegno dell'economia, sia gli effetti della campagna vaccinale in corso. Tuttavia, è probabile che le nuove restrizioni decise in alcuni paesi peseranno sulle vendite di carburante: potrebbe pertanto essere necessario più tempo per una ripresa completa dei consumi. Di conseguenza, le previsioni per la domanda del 2021 sono state riviste al ribasso di 0,6 milioni di barili al giorno per il 1° trimestre e di circa 0,3 mb/g per l'intero anno. Analogamente alla domanda, dopo aver subito una riduzione record di 6,6 mb/g nel 2020, l'offerta mondiale dovrebbe crescere di 1 mb/g quest'anno. Le estrazioni da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC riferite all'anno scorso sono rimaste invariate a 63,0 mb/g, 1,3 mb/g in meno rispetto al 2019, e quelle per il 2021 sono viste in lieve rialzo di 0,1 mb/g a 65,6 mb/g (+0,6 mb/g a/a). Comunque, l'agenzia avverte che l'aumento dei prezzi del petrolio in atto potrebbe incentivare le compagnie statunitensi ad incrementare il proprio output in futuro anche se, per ora, sembrano essere intenzionate a mantenere i livelli stabiliti. Al contrario, la produzione richiesta ai Paesi appartenenti al Cartello per mantenere il mercato in equilibrio ("call on OPEC") è attesa in diminuzione: a 22,9 mb/g da 23 mb/g nel 2020, e a 27,7 mb/g da 28 mb/g per quest'anno. A novembre, le scorte dei Paesi OCSE sono calate, per il quarto mese consecutivo, di 23,6 mb a 3.108 mb (166,7 mb al di sopra della media quinquennale). Invece, le scorte globali dovrebbero registrare una riduzione di 100 mb (da 625 mb attuali) nel 1° trimestre del 2021 e un ulteriore restringimento durante il secondo semestre, grazie al rafforzamento della domanda.

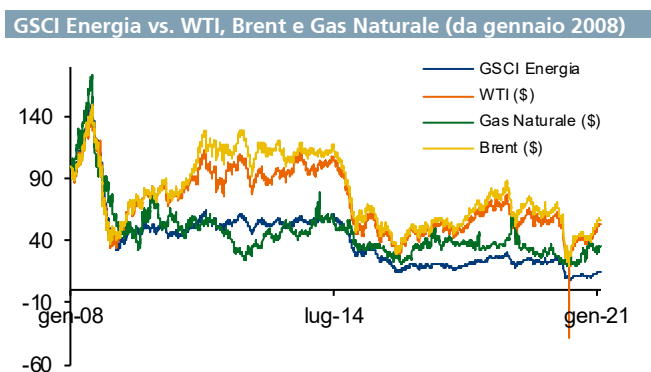


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.12.2020

Performance di medio termine

	27.01.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	289,6	34,5	21,2	-12,4	8,4
WTI (\$)	52,9	41,3	28,8	-1,2	8,9
Gas Naturale (\$)	2,8	-7,9	53,3	42,7	8,7
Gasolio (\$)	456,0	44,9	22,9	-13,1	8,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo viste le decisioni OPEC+ e l'auspicio di un ritorno alla normalità, grazie agli effetti delle campagne vaccinali. Il petrolio prosegue il costante rafforzamento degli ultimi mesi, in scia alle notizie positive sui vaccini e metabolizzando la decisione OPEC+ di rimodulare i tagli alla produzione, pur mantenendo un approccio volto a limitare l'offerta globale di petrolio. Un insieme di fattori che rafforzano il nostro scenario di ulteriore ma moderato rialzo verso livelli di prezzo coerenti con un'economia globale in ripresa. L'efficacia della campagna vaccinale in corso ci auguriamo possa produrre un ritorno ai livelli pre-pandemici dei modelli economici dei paesi travolti dall'emergenza sanitaria, con i conseguenti *lockdown* e limitazioni ai rapporti sociali. In questo caso, il rialzo del petrolio sarà ancora più probabile e di dimensioni maggiori. Nel 2021 il settore del trasporto aereo e quello dell'automobile dovrebbero provare a tornare, definitivamente, verso i livelli pre-epidemia, sostenendo di conseguenza le quotazioni petrolifere. A

favorire questo scenario, come già detto, la mossa dell'OPEC+, che gradualmente gestirà in maniera diversa i tagli alla produzione, garantendo comunque un effetto di riduzione del prodotto immesso sui mercati e provando ad erodere il surplus accumulatosi durante il crollo della domanda della scorsa primavera, nel pieno della crisi sanitaria. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo: area 55-60 dollari (con possibili strappi fino sopra ai 60 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 prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	52,9	49,0	51,0	50,4	50,8	54,5
WTI (\$)	55,8	51,2	53,0	53,9	53,3	56,2
Gas Nat. (\$)	2,8	2,9	2,7	2,7	2,8	2,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	52,9	55,0	58,0	60,0	58,8	62,0
WTI (\$)	55,8	53,0	56,0	58,0	56,8	60,0
Gas Nat. (\$)	2,8	2,6	2,2	2,4	2,5	2,7

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: consolidamento delle quotazioni nel 2021

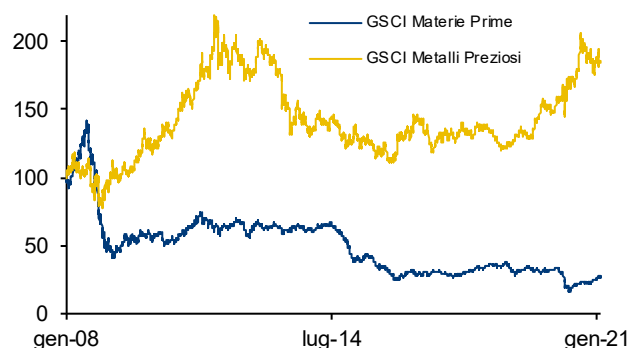
Un anno all'insegna del consolidamento su alti livelli delle quotazioni dei Preziosi. Le incertezze sui mercati finanziari in conseguenza della pandemia da coronavirus hanno caratterizzato tutto il 2020, portando al rialzo le quotazioni dei Preziosi almeno nella prima parte dello scorso anno. Il quadro è invece decisamente mutato con l'inizio delle prime campagne vaccinali in quasi tutti i paesi: un'azione che ha rasserenato il clima, generando un calo nelle quotazioni dell'oro come asset rifugio. La minor avversione al rischio (vaccino) e le moderate attese di inflazione (nonostante le aspettative di politica fiscale espansiva, specie negli USA) hanno spinto gli investitori a ridurre le posizioni lunghe sui Preziosi, sul finale del 2020. Gli investimenti in Preziosi si sono ridotti senza tuttavia provocare un vero ribasso delle quotazioni, che restano comunque su valori elevati. I metalli preziosi sono una risorsa limitata; non così il denaro, la cui quantità può essere teoricamente ampliata indefinitamente da parte delle Banche centrali, con conseguente attesa di riduzione del valore intrinseco. 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. La massa monetaria complessiva è aumentata di oltre 6.800 miliardi di dollari, solo nella prima metà del 2020. L'espansione dell'offerta di oro, ed in generale di metalli preziosi, è stata invece relativamente limitata. Questo ha consentito di mantenere decisamente stabile il suo valore: un aspetto che sta ancora premiando il 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). Anche l'argento è salito molto, sfruttando il duplice ruolo di metallo prezioso e componente industriale, in scia ai massicci piani di rilancio delle economie varati da molti Governi. L'insieme di questi aspetti (a cui si aggiungono le moderate aspettative di inflazione e un dollaro debole a causa dell'azione espansiva della Fed), come abbiamo già detto, consentirà ai prezzi dell'oro solo di consolidare e non rappresenterà, per ora, un vero *driver* rialzista per il comparto. Proseguono inoltre le temporanee fasi di apprezzamento del biglietto verde, altro segnale di conferma che è la valuta americana il principale asset rifugio degli operatori. 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 così la forza dell'economia statunitense.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	27.01.21	YTD		
GSCI	2.085,8	5,5	-11,7	2,8
GSCI Preziosi	2.138,0	-2,8	38,1	56,7
Oro (\$)	1.845,6	-2,6	41,6	65,4
Argento (\$)	25,4	-3,9	61,3	78,1
Platino (\$)	1.076,8	0,6	32,8	24,0
Palladio (\$)	2.313,7	-5,5	73,9	370,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



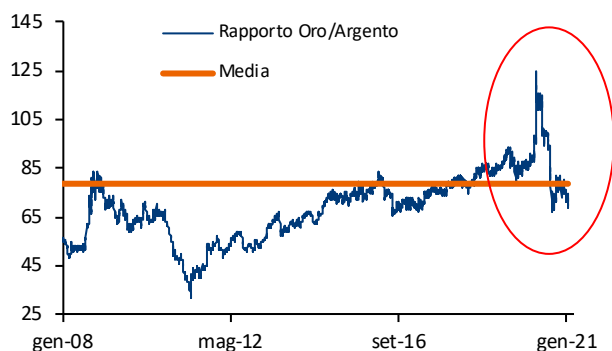
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il rapporto oro/argento: un indicatore da monitorare nel 2021.

Le prospettive dei due metalli passano, anche storicamente, dall'osservazione della dinamica del rapporto fra oro e argento. Questo indicatore non fa altro che rapportare il prezzo delle due materie prime, ed è utile per stimare il possibile andamento dei prezzi singoli dei due metalli preziosi. Il rapporto oro/argento staziona attualmente al di sotto della propria media di lungo periodo. Statisticamente ogni andamento di valore tende alla propria media: ci aspettiamo pertanto che il rapporto possa tendere a salire nel prossimo futuro e riportarsi naturalmente in prossimità del proprio abituale valore medio. La chiave sarà prevedere quale dei due metalli, che compongono il rapporto di confronto, sarà l'artefice di questo ipotetico movimento. L'oro esprime una valutazione relativa, rispetto all'argento, stimabile in circa -10%. Il metallo grigio infatti ha corso tantissimo nel 2020, risultando uno dei *best performer* nel mercato delle commodity. Questa corsa è favorita peraltro proprio dal ritardo dell'argento nei confronti dell'oro, aspetto che storicamente è sempre presente nella dinamica dei prezzi dei due metalli. Per riassumere, il quadro è meno scontato di quello che appare. Se da un lato il rapporto oro/argento ci invita a indicare un possibile recupero del metallo giallo rispetto all'argento, l'*appeal* del secondo come componente di molti processi industriali (visti i piani di sostegno al ciclo economico) lo candida ad una buona performance anche per il 2021. In aggiunta, i mercati credono ancora al calo dei tassi di interesse reali per tutto l'anno in corso. Quando questa tipologia di tassi

si contrae, la liquidità, i conti correnti e la maggior parte dei titoli fruttiferi diventano poco remunerativi e di scarso interesse per gli investitori. In questo senso, entrambi i metalli sono una riserva di valore reale che, al minimo, manterrà il proprio valore, con un consolidamento del prezzo.

Rapporto oro/argento da gennaio 2008

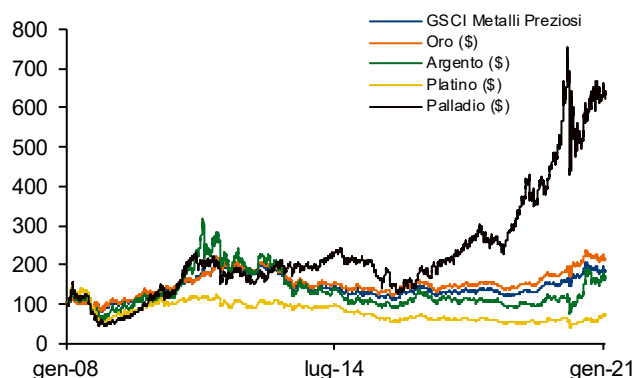


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: gli impatti della ripresa nel 2021 sostengono il consolidamento dei prezzi. Il 2021 appena iniziato sarà caratterizzato da un forte stimolo fiscale negli USA, patrocinato dalla neo-insediata Amministrazione Biden. Un piano di sostegno all'economia il cui peso appare gravoso anche per un sistema, come quello americano, che sta dimostrando, nei numeri, una vigorosa ripresa dalla crisi post-pandemica. A supporto di questa espansione fiscale, la Fed resterà inevitabilmente sempre 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. Alla luce di questo scenario, il prezzo dell'oro dovrebbe rimanere almeno stabile in un range di quotazione alto, fra 1.800 e 1.900 dollari l'oncia ma senza registrare nuovi massimi, visto il clima di generale calo dell'avversione al rischio. Se la Fed dovesse riuscire a mantenere, anche nel 2021, una politica monetaria ancora più espansiva, al fine di sostenere i piani di spesa del Governo federale, allora questo potrebbe portare ad un ulteriore aumento del valore dell'oro come strumento di difesa contro l'inflazione, ad oggi sostanzialmente nulla, e proteggere gli investitori dalla perdita di potere d'acquisto del denaro. A sostenere l'argento, invece, contribuiranno sia i programmi monetari di acquisto titoli presenti in tutte le grandi economie che i grandi pacchetti di stimoli fiscali che avremo negli USA e in Europa (Recovery Resilience Facility): l'argento potrebbe quindi beneficiare di entrambe queste realtà macroeconomiche nel 2021. L'argento è anche un metallo industriale fortemente impiegato nell'elettronica, nei veicoli elettrici ed in generale in tutta quell'area denominata "Green Technology". Infine, ha un forte utilizzo anche nei dispositivi medici e nelle tecnologie germicide, due comparti che saranno ancora al centro dell'attenzione per tutto il 2021.

Platino e Palladio: il settore Auto e l'emissione di fumi inquinanti sono ancora i driver principali. Per platino e palladio il quadro di fondo non cambia. Continueranno infatti a beneficiare, anche nel 2021, dei driver di medio-lungo termine legati, in particolare, al settore Auto. I veicoli a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) restano destinati a prevalere nel cambiamento tecnologico ed ambientale in atto, a scapito dei motori diesel (catalizzatori contenenti platino). La preferenza per le auto con motore diesel ha registrato un deciso calo, sulle preoccupazioni legate all'inquinamento. Conseguentemente, la richiesta di platino derivante da questo settore è diminuita, con riflessi negativi sull'andamento dei prezzi. Ciò nonostante, si intravedono segnali di ripresa per il platino. A causa della pandemia alcuni dei siti minerari sono stati chiusi, oppure hanno ridotto i loro ritmi di estrazione: nel corso del 2021 potremmo pertanto trovarci nella condizione che la domanda di questo metallo superi l'offerta reale disponibile, contribuendo a sostenere le quotazioni. In aggiunta, restrizioni più rigide sulle emissioni di gas inquinanti (anche nei Paesi Emergenti) dovrebbero stimolare la pressione su palladio e platino (entrambi presenti nei filtri anti-fumi inquinanti), confermando il quadro di ottimismo per le quotazioni di entrambi i metalli, anche per quest'anno.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.138,0	-1,1	-5,4	16,5	-2,8
Oro (\$)	1.845,6	-1,9	-5,2	17,6	-2,6
Argento (\$)	25,4	8,4	4,7	45,4	-3,9
Platino (\$)	1.076,8	23,1	13,3	8,8	0,6
Palladio (\$)	2.313,7	2,9	1,1	1,3	-5,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve mentre non escludiamo possibili modesti ribassi nella seconda parte del 2021. Prosegue il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi come coerente conseguenza della diminuzione del rischio sui mercati, di pari passo col prosieguo delle campagne di vaccinazione e il superamento dell'emergenza sanitaria. Una situazione che ha portato alla riduzione delle posizioni su oro e Preziosi e che proseguirà probabilmente per tutto l'anno. Le incertezze sui mercati finanziari in conseguenza della pandemia da

coronavirus hanno dimostrato che l'oro resta un investimento sicuro, che spesso è stato preferito ad altri beni rifugio, come il dollaro e i titoli di stato americani. I fondamentali restano tali da consentire solo un consolidamento di oro e Preziosi: tassi di interesse reali ancora molto bassi e rischi geopolitici sempre presenti (ma in contrazione) giustificano il calo della domanda di asset rifugio. Lo scenario macroeconomico resta coerente con un andamento del prezzo dell'oro all'interno di un *trading range* relativamente alto, visto il miglioramento delle stime di crescita in Cina e Stati Uniti, un elemento di forte stabilizzazione del quadro economico mondiale. Rimane l'ipotesi che nel 2021 l'argento possa sovraperformare l'oro grazie all'aumento della domanda nel settore industriale. Nel breve ribadiamo un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di oro e Preziosi. Nel medio termine non escludiamo un maggior rallentamento dei prezzi poiché, in un orizzonte più lungo, potrebbe venir meno la tensione rialzista, di pari passo con il calo della propensione al rischio (in assenza di inflazione) degli investitori.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.845,6	1.895,0	1.900,0	1.862,5	1.860,0	1.787,5
Argento (\$)	25,4	25,1	24,9	24,9	25,1	22,4
Platino (\$)	1.076,8	1.067,0	1.075,0	1.100,0	1.078,1	1.000,0
Palladio (\$)	2.313,7	2.400,0	2.400,0	2.425,0	2.447,9	2.300,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

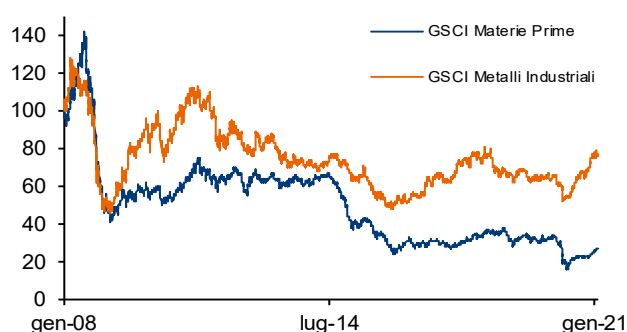
	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.845,6	1.850	1.830	1.810	1.820	1.775
Argento (\$)	25,4	26,00	26,0	26,0	26,0	26,0
Platino (\$)	1.076,8	1.100	1.100	1.050	1.063	1.000
Palladio (\$)	2.313,7	2.400	2.400	2.350	2.363	2.300

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: la domanda cinese protagonista del 2021

Confermiamo lo scenario di rialzo della domanda di metalli per il 2021. Si è chiuso un 2020 che ha visto il recupero, sul finale, anche dei Metalli industriali, che a inizio pandemia avevano accusato forti cali a seguito del blocco delle attività in molte economie. La diffusione dei primi vaccini contro il coronavirus ha rafforzato le attese di una ripresa dell'economia globale, che potrebbe consolidarsi nel 2021. A guidare il recupero del comparto il rame, che storicamente anticipa sempre la ripresa, consentendo al comparto di chiudere l'anno con un rialzo del 18%. 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 ha reagito prima e meglio alla crisi provocata dalla pandemia. Molta di questa domanda in arrivo da quell'area geografica si sta scaricando proprio sui Metalli Industriali classici, ma anche e soprattutto su quelli più direttamente coinvolti nei processi industriali legati all'elettronica. Metalli che, come rame, nickel, e fuori dallo specifico argento, platino e rodio (non quotato), sono sempre più richiesti per la costruzione dei circuiti delle auto elettriche. Proprio la corsa al rialzo delle ultime settimane è sfociata, nelle ultime sedute di borsa, in fisiologiche prese di beneficio su tutto il comparto. Tra i Metalli industriali più colpiti dai ribassi l'alluminio e lo zinco, in calo dal massimo a 2.897 dollari per tonnellata toccato l'8 gennaio a causa dei *lockdown* intervenuti in alcune città nel nord della Cina, particolarmente coinvolte nei processi di lavorazione di questo metallo (galvanizzazione). Tenuta decisamente più solida per i due best performer del comparto, con il rame sempre in area 8.000 dollari e il nickel in area 18.000 dollari. 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. Infine, dopo la contrazione registrata quest'anno, gli scambi commerciali, specie in Asia, sono tornati rapidamente solidi grazie alla nascita del Regional Comprehensive Economic Partnership (RCEP), un trattato di libero scambio tra 15 Paesi dell'Asia e del Pacifico. Nel breve termine riconfermiamo che i prezzi dovrebbero subire l'influenza delle oscillazioni stagionali della domanda cinese, visto che andiamo verso la classica sosta dedicata al Capodanno Lunare, che in questo 2021 è però collocato fra l'8 e il 14 febbraio, leggermente più avanti nel calendario rispetto al 2020.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

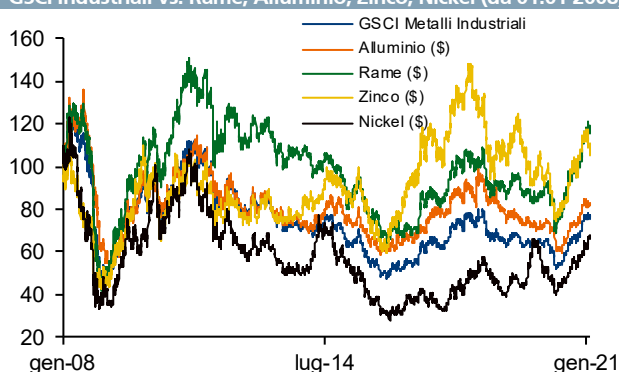
	Performance di lungo termine			
	Valore 27.01.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.085,8	5,5	-11,7	2,8
GSCI Industriali	1.408,2	0,6	15,5	51,2
Rame (\$)	7.825,0	0,8	30,4	72,7
Alluminio (\$)	1.992,0	0,6	6,7	31,6
Zinco (\$)	2.558,8	-6,2	-4,6	58,3
Nickel (\$)	17.916,0	7,8	51,5	108,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: prosegue la ripresa cinese nel 4° trimestre. Nel 4° trimestre è proseguita la ripresa cinese con una crescita del PIL di 2,6% t/t dopo il 3,0% t/t registrato nel trimestre estivo. La Cina conclude quindi il 2020 in crescita del 2,3%, in rallentamento dal 6,0% del 2019 e rispetto ai consueti ritmi di espansione del gigante asiatico, ma comunque con una crescita decisamente positiva in un anno colpito dalla pandemia di COVID-19, in cui l'economia globale e dei principali paesi sviluppati ha subito una contrazione record. Nel 2021 l'economia cinese continuerà a esprimere solidi ritmi di crescita, con una netta sovraperformance nella prima metà dell'anno rispetto alle altre economie sviluppate ed emergenti, che continueranno comunque a subire gli effetti della pandemia. Tale differenziale è destinato a ridursi nella seconda parte del 2021 grazie all'irrobustimento della ripresa nel resto del globo. I dati di dicembre hanno inoltre offerto spunti incoraggianti sull'attività industriale e sulle dinamiche commerciali internazionali, a fronte di indicazioni al di sotto delle attese per quanto riguarda la domanda interna di consumo e di investimento. Nell'ultimo mese del 2020 le **esportazioni** cinesi hanno confermato un solido ritmo di espansione tendenziale a doppia cifra e superiore alle attese (18,1% da 20,6%), ancora sostenute dalle vendite di prodotti medicali; anche le **importazioni** hanno battuto le previsioni e sono risultate in crescita del 6,5% a/a da 3,9% a/a precedente. La Cina conclude quindi il 2020 con un surplus commerciale che raggiunge i massimi dal 2015, in crescita di oltre il 25% rispetto al 2019. Nel 1° trimestre 2021 è probabile che le esportazioni si confermino solide, sostenute dalla domanda statunitense di beni che dovrebbe beneficiare del rinnovo dello stimolo fiscale, mentre la complessa situazione sanitaria europea dovrebbe continuare a supportare gli acquisti di dispositivi di protezione personale di produzione cinese. Anche i dati di **produzione industriale** sono risultati migliori delle stime di consenso, con un output in aumento del 7,3% a/a da 7,0% a/a di novembre e con solidi ritmi di espansione diffusi a tutti i principali settori. Rallenta invece la ripresa delle **vendite al dettaglio** (4,6% a/a da 5,0% a/a, contro attese per un'accelerazione a 5,5% a/a), che concludono il 2020 con una contrazione annua degli acquisti di quasi il 4%. I consumi privati sono stati penalizzati dalle misure restrittive varate allo scoppio della pandemia a inizio anno ed è possibile che la reintroduzione dei confinamenti, con diverse modalità, in alcune province settentrionali del paese possa frenare ulteriormente le spese a inizio 2021. A dicembre invece gli

investimenti fissi sono cresciuti del 2,9% a/a da 2,6% a/a precedente, chiudendo il 2020 con un'espansione complessiva di quasi il 3%, in decelerazione dal 5,4% registrato l'anno precedente. Nel corso dell'anno sono stati soprattutto gli investimenti privati a risentire di più della pandemia, ma nei mesi finali dell'anno anche le aziende private hanno iniziato ad offrire segnali di una più sostenuta ripresa delle spese. Sul fronte dei prezzi, invece, l'**inflazione** a dicembre è ritornata in territorio positivo attestandosi a 0,2% a/a da -0,5% a/a precedente. È possibile che il rialzo di dicembre sia in parte imputabile a temperature particolarmente rigide, che hanno generato un temporaneo rincaro dei prezzi degli alimentari freschi, e che quindi l'inflazione rimanga complessivamente debole anche nei prossimi mesi, come emerge da una dinamica *core* che ha decelerato a 0,4% a/a da 0,5% a/a precedente. Fragili pressioni sottostanti sui prezzi non dovrebbero comunque frenare la **Banca Centrale cinese** nel ridimensionare lo stimolo monetario nel corso dell'anno, ma è probabile che l'istituto non sia intenzionato ad operare significative restrizioni alla politica monetaria, che rimarrà comunque espansiva.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.01.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.408,2	11,9	17,5	22,4	0,6
Rame (\$)	7.825,0	16,0	20,8	37,2	0,8
Alluminio (\$)	1.992,0	10,1	15,5	13,7	0,6
Zinco (\$)	2.558,8	1,0	14,8	13,6	-6,2
Nickel (\$)	17.916,0	13,9	31,2	42,8	7,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, il 2021 potrebbe essere un anno di ulteriore rilancio dei Metalli. Il COVID-19 potrebbe dare il via a un nuovo ciclo di rialzi per i Metalli industriali come quello vissuto nei primi anni 2000. In quell'epoca i metalli hanno goduto della domanda derivante dalla forte industrializzazione ed urbanizzazione nei Paesi emergenti, Cina in primis. Il recupero delle quotazioni, partito nella seconda parte del 2020, potrebbe essere l'inizio di un nuovo rally a lungo termine che vedrebbe in campo le stesse forze strutturali che sostennero i prezzi nella prima decade del nuovo millennio. La mancanza di offerta pronta, a causa dei

lockdown produttivi e della distruzione di valore nei comparti estrattivi, potrebbe rendere più difficile soddisfare questo incremento così ampio della domanda di metalli, esercitando una forte pressione sui prezzi. Nel mondo, la spesa totale in conto capitale per le materie prime era già bassa prima della pandemia ed è crollata ulteriormente negli ultimi mesi, poiché i produttori hanno preferito dare priorità al mantenimento delle operazioni già esistenti, piuttosto che lanciarne di nuove o espanderle. La Cina, nel mentre, ha assorbito l'eccesso di offerta dei metalli del resto del mondo, ovvero rame, alluminio e ferro, portandosi in una posizione di vantaggio sugli altri paesi ma iniziando comunque a premere sui prezzi. La forte differenza col 2000 è rappresentata proprio dal ruolo centrale e unico della Cina; allora il rincaro dei Metalli fu sostenuto infatti da tutti i BRICS (Brasile, Russia, India, Cina e Sud Africa), mentre in questo nuovo scenario è solo la Cina ad aver raddoppiato i suoi piani di sviluppo delle infrastrutture e delle costruzioni e gli altri Paesi sono ancora alle prese con una situazione finanziaria non risolta. Alla luce di questa analisi, esprimiamo un giudizio positivo per il futuro ma manteniamo comunque un approccio prudente nelle nostre previsioni sul complesso dei Metalli Industriali; resta infatti il dubbio che le quotazioni abbiano scontato troppo in fretta questo scenario positivo e i rischi di qualche storno violento delle quotazioni potrebbero verificarsi nel corso del 2021.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	7.825,0	7.800	8.000	7.717	7.500	7.697
Alluminio (\$)	1.992,0	1.980	2.050	2.000	1.990	1.995
Zinco (\$)	2.558,8	2.775	2.914	2.858	2.713	2.775
Nickel (\$)	17.916,0	17.000	17.158	17.267	16.688	17.008

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 27.01.21	1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	7.825,0	8.000	8.250	8.490	8.310	8.500
Alluminio (\$)	1.992,0	1.980	1.980	2.000	1.990	2.000
Zinco (\$)	2.558,8	2.750	2.800	2.800	2.800	2.850
Nickel (\$)	17.916,0	18.100	19.000	20.000	19.225	19.800

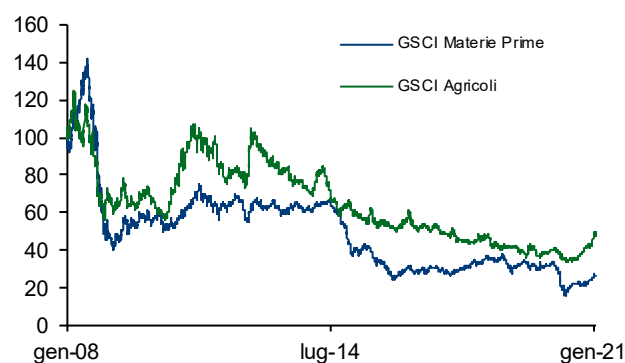
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: possibili favoriti nelle scelte di investimento anche nel 2021

Dopo un 2020 all'insegna del recupero, il 2021 appare meno certo. Le commodity agricole hanno chiuso il 2020 con quotazioni particolarmente elevate. In aggregato, il settore è infatti tornato sopra i livelli di marzo 2020 già sul finale dello scorso anno. I fondamentali non sono in particolare miglioramento e questo ci consente di esprimere solo 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 consolidare su alti livelli anche nel 2021. Ribadiamo come nella rotazione delle scelte di investimento i maggiori vantaggi potrebbero averli i cereali classici, a fronte di un *appeal* meno spiccato per le *soft commodity*, ad esclusione del caffè, che vive sulle aspettative di un quadro di miglioramento legato al ritorno dei consumi nei locali pubblici, con la riduzione dei vincoli alla libertà di circolazione delle persone. Ancora una volta confermiamo che dovrebbe restare alto un certo interesse speculativo da parte degli investitori, che sono in cerca di diversificazione dei propri portafogli anche nel 2021. Questo aspetto 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.

WASDE: scenario degli Agricoli pressoché invariato ad eccezione delle stime negative sul mais. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le proprie stime sui fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2020-21. Il **frumento** dovrebbe registrare un surplus di offerta per il secondo anno consecutivo, il settimo in otto anni. In particolare, dovrebbe beneficiare di una maggior domanda, a fronte di una minore offerta e quindi di una riduzione delle scorte. La produzione è stata limata verso il basso di 1,0 milioni di tonnellate (mt) a 772,6 mt a causa dei ridotti raccolti in Cina e Argentina, che non sono stati compensati dall'incremento registrato in Russia. La domanda, invece, è attesa a 759,5 mt, in crescita di 1,8 mt rispetto a dicembre, sostenuta da un elevato uso per fini alimentari in Cina e Stati Uniti, e per fini industriali in Russia. Inoltre, è probabile che il continuo aumento del prezzo del mais in Cina provocherà un ulteriore incremento del consumo di frumento nei prossimi mesi. Le scorte finali dovrebbero diminuire di 3,3 mt attestandosi al record storico di 313,2 mt, con Cina e India che possiedono il 51% e 10% del totale rispettivamente. Le stime riguardo al **mais** hanno subito ampie variazioni in negativo (il mercato di questo cereale dovrebbe rimanere in deficit), attestandosi però su livelli di gran lunga superiori a quelli registrati la scorsa stagione. Il taglio registrato nelle coltivazioni statunitensi ha causato una riduzione di 9,7 mt nella produzione mondiale, che è scesa a 1.133,9 mt. Allo stesso modo, la domanda frena a quota 1.153,1 mt, -5,0 mt rispetto allo scorso mese, in seguito al minor consumo statunitense. Un calo di 5,1 mt è previsto anche per gli stock finali, che dovrebbero quindi attestarsi a 283,8 mt, 19,2 mt in meno rispetto al dato di inizio periodo. Infine, per quanto riguarda la **soia**, lo scenario globale è rimasto piuttosto inalterato confermando le previsioni di una stagione in deficit. A fronte di una domanda ferma a 369,8 mt, la produzione è rivista in lieve ribasso di 1,1 mt a 361,0 mt, dato in netto miglioramento rispetto a quello della scorsa stagione (336,7 mt). Di conseguenza, le scorte finali calano di 1,3 mt proseguendo il loro trend di riduzione.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



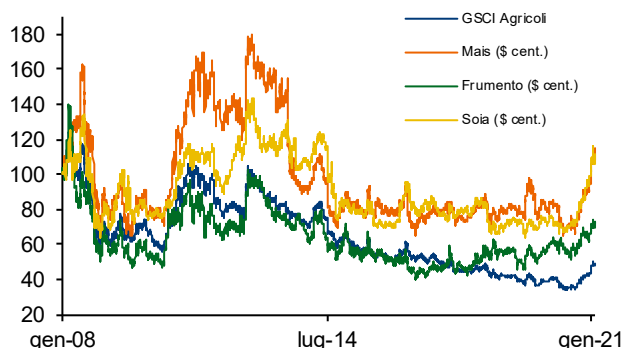
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.01.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.085,8	5,5	-11,7	2,8
GSCI Agricoli	421,5	5,4	17,6	-4,5
Mais (\$ cent)	534,0	10,3	40,6	46,1
Frumento (\$ cent.)	658,3	2,8	26,9	39,4
Soia (\$ cent)	1.374,8	4,5	48,9	58,4
Cotone (\$ cent)	80,8	3,5	9,5	31,7
Cacao	2.504,0	-3,8	12,5	-9,4
Zucchero	15,8	2,0	23,5	19,2
Caffè (arabica)	125,5	-2,1	22,3	5,3
Caffè (robusta)	1.318,0	-4,1	-12,6	-3,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

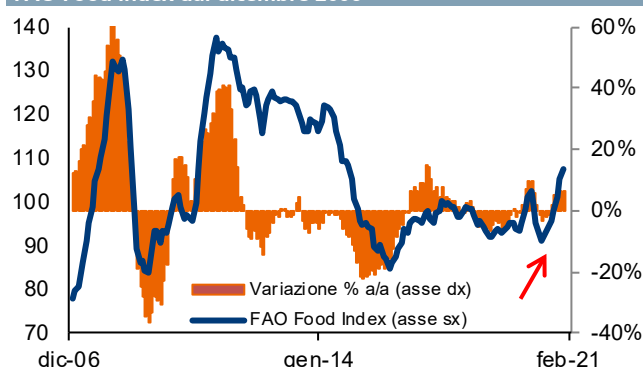
	27.01.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	421,5	19,7	19,7	19,7	5,4
Mais (\$ cent.)	534,0	33,0	66,9	38,2	10,3
Frumento (\$ cent.)	658,3	8,1	25,7	15,5	2,8
Soia (\$ cent.)	1.374,8	30,0	53,3	53,6	4,5
Cotone (\$)	80,8	15,2	33,4	14,9	3,5
Cacao	2.504,0	2,1	9,5	-8,4	-3,8
Zucchero	15,8	6,1	31,6	8,7	2,0
Caffè (arabica)	125,5	19,5	14,5	19,5	-2,1
Caffè (robusta)	1.318,0	-0,7	-1,3	-0,7	-4,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari nel 2020 raggiunge il più alto valore da 3 anni. Nel mese di dicembre l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari ha registrato un incremento (il settimo consecutivo su base mensile) del +2,2% rispetto a novembre. Fatta eccezione per lo zucchero, tutte le sottocommodity, a partire dagli oli vegetali, hanno ottenuto modesti guadagni. Considerando l'intero 2020, l'indicatore è aumentato del 3,1% sul 2019, raggiungendo in media il valore più alto da tre anni a questa parte. Sebbene sia ancora ben lontano dal livello record registrato nel 2011, il dato è incoraggiante considerando l'ampio crollo registrato nei primi cinque mesi dello scorso anno. I cereali, in crescita da luglio, sono i prodotti agricoli che hanno ottenuto il minor incremento mensile (+1,1%), a fronte però di un robusto +6,6% in termini tendenziali, cifre che non si vedevano dal 2014. Frumento, mais e riso hanno beneficiato di una forte domanda rispetto a una debole offerta da parte dei maggiori produttori (in Russia e Stati Uniti nel primo caso, in America Latina nel secondo, e in Thailandia e Vietnam nel terzo). Le quotazioni degli oli vegetali hanno raggiunto il livello più alto da settembre 2012 grazie al +4,7% registrato sullo scorso mese e al +15,9% sul 2019. L'ampia crescita è stata guidata in particolar modo dalla riduzione delle esportazioni di olio di palma soprattutto in Indonesia (il leader mondiale nella produzione) a causa di nuovi dazi. Invece, l'indice dei prodotti lattiero-caseari per l'intero 2020, nonostante un aumento mensile del 3,2%, risulta minore dell'1% rispetto al valore dello scorso anno. Il dato positivo di dicembre è da attribuirsi

in generale alla forte domanda globale d'importazione di tutti i prodotti derivati del latte. I listini delle carni sono cresciuti dell'1,7% m/m ma restano nettamente inferiori (-11,6%) al livello registrato nello stesso periodo di un anno fa, chiudendo il 2020 con un -4,5%. Sia il costo del pollame sia quello della carne bovina salgono sulla spinta di una maggior domanda di importazione, mentre quello del maiale si riduce leggermente a causa della sospensione delle esportazioni europee nel mercato asiatico per via dello scoppio della febbre suina. Il prezzo dello zucchero, dopo il marcato incremento di novembre, rimane sostanzialmente stabile su base mensile e chiude il 2020 con un apprezzamento dell'1,1%. Questo è il risultato, da un lato, della robusta richiesta da parte di Cina e Indonesia, e dall'altro, delle ridotte prospettive di produzione in Brasile e India, paese in cui tra l'altro il Governo ha introdotto sussidi all'export per la stagione 2020/21.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cotone: prezzi sostenuti dal report dell'USDA, che stima riserve e produzione in calo nel corso del 2021. I prezzi del cotone hanno iniziato il 2021 nel segno del rialzo, grazie alle proiezioni del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA), che ha previsto scorte (iniziali e finali) e produzione inferiori in questa stagione (ottobre 2020-settembre 2021) rispetto alla stagione precedente. Il report ha alimentato le speranze sulle esportazioni di materia prima dall'India, che da qualche trimestre sta attuando una politica di controllo dell'export di cotone per mantenere alti i prezzi domestici e favorire i piccoli produttori, in un momento in cui l'emergenza coronavirus ha danneggiato la filiera del cotone indiana. Le esportazioni di cotone dell'India potrebbero raggiungere i 65 lakh balle (unità di misura indiana equivalente a 170 kg ciascuna) e potrebbero così erodere le enormi scorte del paese relative alla scorsa stagione, che gravano già sul mercato globale del cotone. Tuttavia, il presidente della Cotton Association of India (CAI), Atul Ganatra, ha ribadito che la dinamica delle esportazioni è attualmente rallentata a causa dei blocchi alle attività legati al coronavirus in Europa e in altri paesi e questo costringe la CAI a fissare le esportazioni a soli 54 lakh balle per questa stagione. L'USDA ha previsto una produzione inferiore negli Stati Uniti, in Pakistan e in Mali. Queste riduzioni dovrebbero più che compensare la maggiore

produzione in Grecia, Turchia e Australia. Inoltre, la stima relativa all'ipotetica extra-produzione in Turchia è stata ridotta a un più modesto +4% a/a dal precedente +16%. Le stime sui consumi di cotone in Cina (il maggior consumatore mondiale) e Turchia sono state invece aumentate. In particolare, l'USDA prevede che la Cina potrebbe importare fino a 135 balle lakh. La produzione dell'India (il maggior produttore al mondo) è stata fissata a 377 balle lakh dal Dipartimento USA, sottolineando come la capacità di export indiana potrebbe spingersi proprio fino a 64 balle lakh annuali, senza creare tensioni sul mercato domestico e riequilibrando invece il mercato globale che appare, in questo momento, piuttosto teso. Uno scenario che potrebbe rendere volatili le quotazioni del cotone e che lascia qualche dubbio sul possibile rialzo delle medesime.

Cacao: le tensioni fra le multinazionali del cioccolato e Ghana e Costa d'Avorio aumenteranno la volatilità del mercato del cacao. Ghana e Costa d'Avorio, i due principali produttori mondiali di cacao, sono riusciti ad imporre agli importatori una tassa di 400 dollari a tonnellata (Living Income Differential - LID), che si aggiungono al prezzo della quotazione di borsa e ad altri extra applicati a livello locale, come certificazione dell'origine solidale ed ecosostenibile del prodotto. Il Consiglio del Caffè e Cacao della Costa d'Avorio (CCC) e il Consiglio del Cacao del Ghana (Cocobod), i due organi statali deputati al controllo del rispetto di questa regolamentazione, hanno accusato alcune multinazionali del cioccolato del mancato pagamento di questo bonus. In risposta a questo comportamento, i due Paesi intendono bloccare il rilascio delle certificazioni che sanciscono la coltivazione e raccolta del cacao in maniera "etica", impedendo così agli importatori accusati di lavorarlo e poi venderlo sui mercati globali a prezzi decisamente più alti dei costi di produzione (in virtù delle suddette certificazioni). Va detto che in un primo momento i big mondiali del comparto dolciario avevano accettato questo meccanismo di tassazione "solidale", ma nella realtà, da subito, hanno cercato diversi sistemi per evitare di pagare questo sovrapprezzo. Nonostante non venga dato grande risalto a questo tema, la battaglia silenziosa in corso fra le parti rischia di aumentare la volatilità del mercato del cacao, generando ritardi, se non addirittura blocchi, delle forniture che potrebbero premere sui prezzi del cacao, già scossi dal calo dei consumi (come nel caso del caffè) dovuto alle norme anti-COVID. Il distanziamento sociale è stato infatti un duro colpo per il consumo di questi prodotti negli esercizi pubblici, non compensato dall'aumento dei consumi domestici di cioccolato.

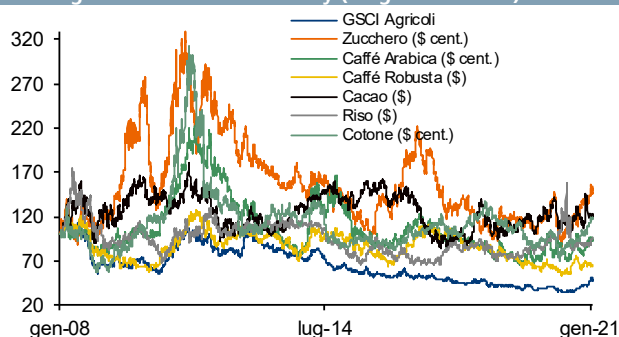
Zucchero: in calo la produzione di canna da zucchero 2020 dal Brasile, probabile consolidamento dei prezzi nel 2021. La produzione di canna da zucchero del Brasile relativa all'anno 2020 è attesa a 677,9 milioni di tonnellate. La stima è stata formulata dall'IBGE (Istituto Brasileiro de Geografia e Estatística), che ha sottolineato come la dimensione in oggetto corrisponda a una contrazione di circa l'1,8% rispetto alla

precedente previsione ma comunque in miglioramento rispetto al dato complessivo del 2019, che aveva visto un aumento della produzione del +1,6%. È stata rivista al ribasso anche la resa dei terreni coltivati, con una contrazione media dell'1,2% rispetto alla precedente stima, anche se rispetto al 2019 la resa delle colture è comunque in miglioramento: +1,9%, a fronte di un calo dell'area coltivata stimato a -0,3%. La spinta alla coltivazione della canna da zucchero vede come principale sbocco la produzione di etanolo. Sebbene il Brasile sia diventato il secondo produttore mondiale di biocarburanti, l'attuale struttura dei consumi energetici nei trasporti brasiliani è ancora dominata dai combustibili fossili. Il piano varato a fine 2017 dall'allora presidente Temer indicava che entro il 2030 la percentuale di energie rinnovabili nella struttura energetica nazionale dovrebbe arrivare fino al 45%, circa la metà dei consumi di combustibili, con i biocarburanti a rappresentare almeno il 18% del totale. Secondo le statistiche del Ministero dell'Agricoltura, la superficie totale coltivata in Brasile è di circa 64 milioni di ettari, ovvero solo il 7,6% della superficie del Paese, compresi 33,9 milioni di ettari coltivati a soia e 9 milioni di ettari di canna da zucchero. La possibile espansione della produzione di canna da zucchero e semi di soia (una granaglia compatibile con la produzione di carburanti ecologici) non metterebbe il Brasile in difficoltà grazie alla disponibilità di terra coltivabile. Ciò consentirebbe ai biocarburanti di non entrare in conflitto con la produzione alimentare, mantenendo il comparto agricolo in equilibrio. Questo scenario racchiude in sé l'ipotesi di un aumento della domanda di canna da zucchero sui mercati globali, specie se la produzione brasiliana finirà per essere convogliata nella produzione di etanolo, riducendo la quota di materia prima grezza destinata alla trasformazione in dolcificante. Tale incremento sul fronte della domanda potrebbe generare pressioni sulle quotazioni dello zucchero.

Caffè: scenario complicato fra cali produttivi e rivoluzione nei consumi. Consolida il recupero delle quotazioni del caffè iniziato già nello scorso mese di novembre, quando il rinvio dell'inizio della stagione del raccolto in Vietnam, i danni causati dagli uragani in Centro America e la prolungata siccità in Brasile avevano eroso le forniture sui mercati globali, sostenendo il rincaro dei prezzi. Il quadro per il 2021 resta improntato a un cauto ottimismo ma appare ricco di insidie e con tanti fattori diversi a comporre uno scenario difficile da interpretare. Sul fronte dell'offerta di prodotto, la federazione dei coltivatori di caffè della Colombia ha confermato il calo della produzione di caffè relativa al 2020, in linea con le attese di mercato. Nel dettaglio, il raccolto di caffè Arabica nel corso dell'anno passato sarebbe calato del 6%, una contrazione in larga parte imputabile al diffondersi della pandemia da coronavirus. In calo anche le esportazioni di caffè colombiano, che si sono fermate a 12,5 milioni di sacchi nel 2020, con un calo dell'8% rispetto al 2019 quando ne vennero esportati 13,6 milioni. Anche per il Brasile si affaccia la possibilità di una contrazione del raccolto 2021 di caffè Arabica, compresa tra

-30% e -50% rispetto al 2020. Il calo sarebbe una diretta conseguenza delle condizioni climatiche avverse, contraddistinte da precipitazioni scarse e temperature elevate nello stato del Minas Geiras. Nonostante il rincaro del real brasiliano e le difficoltà produttive, la Associação Brasileira da Indústria de Café Solúvel (ABICS) ha recentemente diffuso un report in cui segnala che, nel 2020, le esportazioni di caffè solubile dal Brasile hanno stabilito un nuovo record storico di 4,1 milioni di sacchi, ovvero un incremento del 2,4% rispetto al 2019. Il caffè solubile brasiliano è stato esportato in 102 paesi: in testa le spedizioni verso gli Stati Uniti, seguiti da Russia, Argentina, Indonesia e Giappone, a segnalare come il consumo domestico di questo caffè istantaneo sia stato favorito dai vincoli agli spostamenti in molti Paesi, che hanno impedito l'abituale consumo della bevanda nei locali pubblici. Infine, una recente ricerca di mercato condotta da Allegra Group ha lanciato un monito sulla redditività delle catene di distribuzione del caffè negli Stati Uniti. Le principali società impiegheranno circa due anni per riprendersi completamente dal crollo delle vendite (-11,5 miliardi di dollari) causato dal COVID-19, che ha ridotto del 25% il totale del mercato del caffè consumato in luoghi pubblici. Questo scenario così complesso ci spinge alla prudenza ma lascia aperta la possibilità a un consolidamento delle quotazioni su livelli alti.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale ma con prospettive di miglioramento nel corso del 2021. Prosegue il clima di ottimismo sui mercati grazie al contenimento dell'emergenza sanitaria con la distribuzione dei vaccini; si rafforza lo scenario di consolidamento delle quotazioni del comparto degli Agricoli sui livelli pre-pandemia. A questo quadro di aspetti esogeni al comparto si sommano le considerazioni sui rischi derivanti dal cambiamento climatico (siccità in primis), che impattano negativamente sulle produzioni agricole minacciando la sicurezza delle forniture e mettono pressione sui prezzi. Cresce così l'*appeal* del settore agricolo, che offre interessanti opportunità di diversificazione per i portafogli degli investitori anche nel 2021. Le previsioni sulle commodity agricole per quest'anno restano quindi positive. Lo scenario sopra descritto potrebbe condizionare tutto il primo semestre di quest'anno favorendo un ulteriore consolidamento delle quotazioni, in particolare di soia, mais e grano, spinti anche da una domanda

crescente. La farina di soia potrebbe essere la protagonista del 2021, e questo perché il ripristino dell'allevamento di maiali in Cina, dopo la peste suina che ha devastato il settore, potrebbe guidare la richiesta di questo prodotto ampiamente utilizzato in ambito zootecnico. Al contrario, i prezzi del caffè, ma anche di cotone, zucchero e cacao, potrebbero fare i conti con congiunture sfavorevoli nei singoli Paesi o venire influenzati negativamente da tensioni geopolitiche locali. Per questo motivo si prospetta per le *soft commodity* una prosecuzione del trend di consolidamento (per molte di esse su livelli già alti) emerso lo scorso anno.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
	27.01.21	2021	2021	2021	2022	
Mais (\$ cent.)	534,0	430,0	472,5	462,5	459,0	411,0
Frumento (\$ cent.)	658,3	600,0	600,0	590,0	590,0	538,0
Soia (\$ cent.)	1.374,8	1.187,5	1.265,0	1.247,5	1.222,5	1.052,5
Cotone (\$)	80,8	72,8	73,0	73,0	72,1	74,0
Cacao	2.504,0	2.555	2.513	2.493	2.503	2.525
Zucchero	15,8	14,0	14,0	14,0	14,0	13,3
Caffè (arabica)	125,5	115,0	117,5	127,5	121,5	115,0
Caffè (robusta)	1.318,0	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 1° trim. 2021	2° trim. 2021	3° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022	
	27.01.21	2021	2021	2021	2022	
Mais (\$ cent.)	534,0	510	505	495	500	485
Frumento (\$ cent.)	658,3	650	648	643	645	640
Soia (\$ cent.)	1.374,8	1.365	1.355	1.345	1.350	1.330
Cotone (\$)	80,8	80	78	76	77	75
Cacao	2.504,0	2.600	2.500	2.450	2.500	2.450
Zucchero	15,8	16,0	15,8	15,8	15,8	15,6
Caffè (arabica)	125,5	125	125	125	125	125
Caffè (robusta)	1.318,0	1.340	1.340	1.340	1.340	1.340

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, FactSet o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 22.12.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasnpaolo.com) e nel sito ad accesso riservato Market Hub (<https://markethub-imi.intesasnpaolo.com>).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) uno degli analisti citati nel presente documento (Mario Romani) è socio AIAF.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Rizzo
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi