

Mensile Materie Prime

Commodity: ancora ottimismo grazie a ripresa e vaccini

Energia: Outlook Moderatamente Positivo nonostante prezzi in frenata

Nonostante il rallentamento dei prezzi delle ultime sedute, confermiamo il nostro cauto ottimismo: area 65-75 dollari per il WTI e il Brent appare un range compatibile con un sistema economico che cresce, alimentando la domanda di energia derivante, fisiologicamente, dal petrolio.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, permane il recupero differenziato

Il marginale recupero delle quotazioni dei Preziosi è frutto del rialzo delle aspettative di inflazione e di qualche tensione sul mercato. La transitorietà di questi fattori non intacca il processo di diminuzione del rischio sui mercati, rendendo difficile un cambio di scenario sul comparto. Risulteranno a nostro avviso preferiti quei metalli con utilizzi più industriali rispetto all'oro, grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori: Auto, Elettronica, Economia Green.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, consolidano i prezzi

Il comparto resta il maggior beneficiario delle aspettative di crescita economica nonostante lo storno dei prezzi in atto, dopo il fortissimo rialzo delle quotazioni registrato da inizio anno. Nel lungo periodo, i Metalli Industriali restano il comparto delle commodity che in maggior misura sarà protagonista dei processi di modifica infrastrutturale che investiranno tutte le grandi economie.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo, prese di beneficio sul comparto

Nonostante lo storno dei prezzi di molte granaglie, si rinsalda il clima di ottimismo sui mercati grazie all'accelerazione delle campagne vaccinali, rafforzando così lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli. I prezzi, avendo già corso molto, hanno subito qualche fisiologica presa di beneficio accentuata nelle ultime giornate; questo non impedisce al comparto di candidarsi, insieme ai Metalli Industriali, ad essere la componente col maggior apporto positivo nell'indice generale delle Commodity.

■ Soft Commodity:

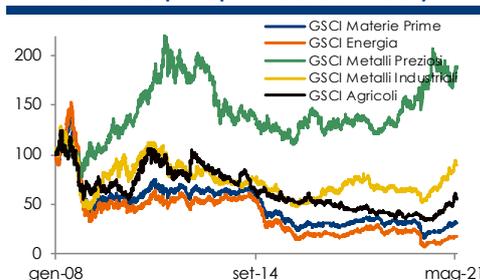
- Cotone:** le tensioni geopolitiche alla base delle turbolenze sul cotone.
- Zucchero:** l'attenzione degli operatori su Brasile e Thailandia.
- Caffè:** la siccità in Brasile mette a rischio la produzione per il secondo anno consecutivo.
- Cacao:** le piogge in Costa d'Avorio allentano i timori sul raccolto "mid crop".

Performance degli indici commodity

	Valore 24.05.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.467,0	24,8	-1,5	3,6
GSCI Energia	359,5	34,6	-24,9	-14,1
GSCI Met. Preziosi	2.193,5	-0,3	45,1	46,0
GSCI Met. Industriali	1.674,2	19,6	40,5	74,9
GSCI Prod. Agricoli	472,0	18,0	39,7	-1,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.05.2021

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 maggio 2021 - 13:08 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

25 maggio 2021 - 13:15 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2021	2020
WTI	36,1	-23,0
Brent	32,2	-24,5
Gas Naturale	13,7	19,2
Gasolio	32,3	-32,7
Oro	-0,6	22,1
Argento	5,6	45,5
Rame	28,1	26,7
Alluminio	20,6	8,5
Zinco	7,6	17,6
Nickel	3,0	20,8
Mais	35,8	25,2
Frumento	3,4	15,5
Soia	15,8	41,3
Cacao	-8,2	3,3
Caffè Arabica	16,2	1,5
Cotone	6,0	12,9

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 24.05.2021

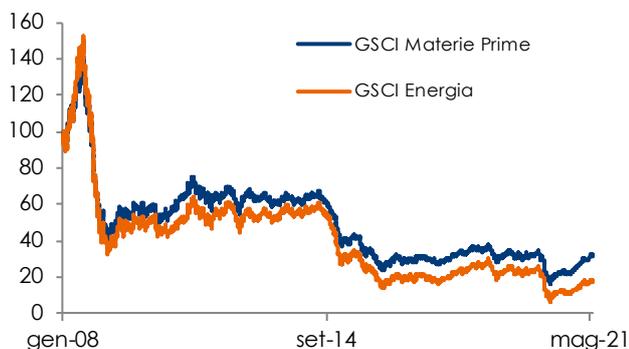
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.05.2021 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio frena ma non nega il cauto ottimismo

Commodity: il recupero economico alla base dell'outlook cautamente positivo. Chiusosi il 2020, che aveva visto il crollo delle quotazioni di tutte le commodity a causa del blocco delle attività dovute all'epidemia di COVID-19, tutti i comparti delle materie prime hanno visto un rincaro dei prezzi, da inizio anno, grazie all'espansione della domanda mondiale. L'indice aggregato delle commodity continua a beneficiare della positiva spinta che arriva dal comparto Agricolo e da quello dei Metalli Industriali. Da alcune settimane, questi due settori stanno dando un contributo chiave al rialzo delle materie prime. Le forti difficoltà legate alle quantità di offerta disponibile e la robusta domanda in arrivo dalle economie in recupero stanno generando una forte pressione rialzista sui prezzi di entrambi i comparti. Il quadro di forte tensione rialzista potrebbe proseguire per tutto il 2021. Il nostro cauto ottimismo sulle Commodity si basa su tre aspetti che sosterranno lo scenario per tutto il 2021. Il primo è il recupero economico, unito al contesto favorevole che si va consolidando in alcune aree ad alta intensità di assorbimento di risorse, come Stati Uniti e Cina. Il secondo riguarda la conferma di politiche economiche espansive da parte delle principali Banche centrali, nonostante le tensioni sull'inflazione delle ultime settimane, a cui si aggiungono manovre fiscali orientate a investimenti ecosostenibili. Infine, il terzo aspetto riguarda l'effetto pro-ciclico del rincaro delle commodity, in particolare energetiche ed alimentari. Motore della ripresa economica continuano ad essere gli ambiziosi obiettivi ambientali fissati per i prossimi anni. Il cambio di struttura previsto per le economie mondiali richiederà investimenti significativi in nuove tecnologie e infrastrutture, partendo da una situazione di quasi totale assenza delle medesime. Una situazione che genererà una fortissima espansione della domanda di Energia e Metalli (Industriali e non) e, in relativo, di derrate alimentari (Agricoli), mai registrata prima. In virtù di questo scenario, da inizio anno le quotazioni della maggior parte delle risorse di base stanno registrando un deciso aumento, col petrolio a guidare il rialzo nonostante il rallentamento delle ultime sedute. Un grande apporto arriva anche dai Metalli Industriali e dal settore Agricolo mentre, anche questo mese, il comparto dei Metalli Preziosi resta il peggiore da inizio anno.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.05.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.467,0	24,8	-1,5	3,6
GSCI Energia	359,5	34,6	-24,9	-14,1
WTI (\$)	66,1	36,1	12,7	33,3
Brent (\$)	68,5	32,2	-0,3	37,6
Gas Naturale (\$)	2,9	13,7	11,1	44,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

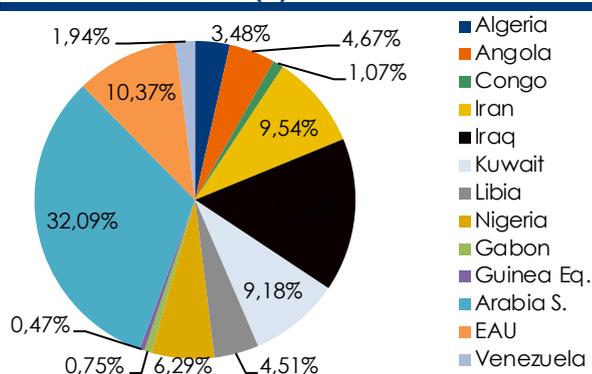
Energia: le scelte dell'OPEC+ e il ritorno del petrolio iraniano i fattori che potrebbero incidere sullo scenario in positivo.

L'OPEC, in un meeting tecnico riservato svoltosi a inizio mese, ha ribadito la volontà di ridurre i tagli a maggio (e giugno) nonostante i timori di minore domanda in arrivo da India e Brasile. I membri dell'OPEC, sulla base delle quote dell'accordo, e i nove alleati non-OPEC hanno raggiunto un livello di conformità dei tagli pari al 111% ad aprile. Se però si escludesse il taglio extra-saudita (l'Arabia Saudita effettua un taglio volontario e variabile di circa 1 milione di barili al mese), la conformità scenderebbe al 96%, il minimo da luglio 2020. In aggiunta, un Iran in decisa ripresa ha estratto petrolio ai livelli massimi da quasi due anni, ad aprile; la Russia invece, ligia alle consegne, ha aumentato la sua produzione restando nei patti, ma contribuendo comunque a portare l'output totale dell'OPEC e dei suoi alleati al massimo da tre mesi. Per il

mezzo di maggio, l'OPEC+ ha deciso di incrementare la propria produzione di 350.000 barili al giorno, seguiti da altri 350.000 a giugno e circa 440.000 barili a luglio, per un totale di circa 1,41 milioni di barili di minori tagli (o maggior crescita dell'offerta). Il focus degli operatori, in vista dell'incontro OPEC+ del 1° giugno, è duplice: 1) si monitora l'evoluzione della nuova emergenza sanitaria in India, terzo paese importatore di petrolio al mondo, che potrebbe ridurre le attività produttive e quindi contrarre la domanda; 2) si osservano con attenzione i segnali positivi derivanti dai colloqui tra Stati Uniti e Iran riguardo al nucleare: un accordo potrebbe portare a un incremento della produzione. Di fondo, i progressi nelle campagne vaccinali e le stime di maggior recupero economico mondiale restano elementi che rafforzano lo scenario di ripresa della domanda di energia, inducendo appunto un allentamento dei tagli produttivi dell'OPEC+. Anche l'assenza della componente di domanda petrolifera proveniente dall'Eurozona, vista la lentezza nella ripresa economica europea, sembra aver cambiato ruolo nello scenario sul petrolio, diventando un fattore che non erode la fiducia sul recupero delle quotazioni petrolifere ma, anzi, crea aspettative proprio derivanti da un possibile effetto-sorpresa legato alla dimensione di questa richiesta di energia futura. Secondo il Fondo Monetario Internazionale, l'economia europea dovrebbe tornare ai livelli pre-crisi nel 2022: questa proiezione dipende però dalla campagna di vaccinazione in corso contro il COVID-19. I prezzi del petrolio hanno corso molto e lo spazio di rialzo, seppur ancora presente, si è fisiologicamente ridotto: questo è un elemento che sottolineiamo ormai da qualche tempo.

Il processo di cambiamento delle "Big Oil" USA. La *reporting season* americana ci consegna inoltre un tema nuovo e interessante su cui basare le future analisi di comparto. Le grandi compagnie petrolifere americane, nelle loro trimestrali, hanno segnalato la presa di coscienza che il futuro dell'energia mondiale non ruoterà intorno ai combustibili fossili. Questo ha aperto il dibattito sulla velocità di cambiamento di queste aziende (da energia tradizionale, a rinnovabile) ma la strategia che è emersa con forza vede due passaggi. Il primo, di breve, porterà le "big dell'oil statunitense" a ridurre gli investimenti più onerosi e a lungo termine, limitando l'offerta di petrolio, in una fase transitoria dove proprio il cambiamento di struttura economica porterà ad una grande richiesta di energia. Questo consentirà alle quotazioni petrolifere di restare su livelli medio-alti, gravando sulla transizione energetica ma garantendo redditività alle aziende petrolifere. Il secondo passaggio, di medio-lungo termine, sarà proprio quello di mutare la propria natura, finanziando il cambiamento con le rendite ottenute dai prossimi anni di transizione energetica, che culmineranno con l'abbandono del petrolio. Un quadro, che almeno nel medio termine, ci consegna uno scenario che vedrà inevitabilmente un livello delle quotazioni petrolifere alto, confermano il nostro cauto ottimismo.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.04.2021

Prezzi del petrolio, di break-even, dei principali produttori

	Media 2000-17	2018	2019	2020	Stime 2021	Stime 2022
Algeria	-	101,4	106,3	90,4	169,6	138,3
Azerbaijan	52,1	56,5	44,7	65,0	82,5	66,4
Bahrain	72,2	94,3	80,6	100,4	88,2	85,8
Iran	82,1	75,9	197,8	304,3	242,8	259,2
Iraq	-	45,4	52,3	63,7	71,3	66,1
Kazakhstan	-	37,9	68,4	112,8	97,2	73,1
Kuwait	-	53,6	55,0	68,1	69,3	64,5
Libya	81,9	95,6	94,2	417,5	48,8	46,7
Oman	-	96,7	85,1	95,8	72,3	61,8
Qatar	44,5	49,2	50,0	46,2	43,1	40,4
Arabia Saudita	-	88,6	81,9	77,9	76,2	65,7
Emirati Arabi Uniti	48,7	64,2	61,7	68,2	64,6	60,4

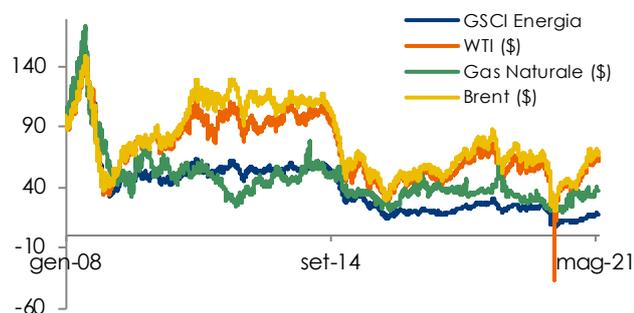
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, Aprile 2021, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: stime sulla domanda confermate, permane un cauto ottimismo sulla ripresa nel 2° semestre. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di maggio, l'Organizzazione dei paesi

produttori di petrolio ha confermato le stime sui fondamentali di domanda e ha lasciato pressoché invariate quelle sull'offerta. Nel 2020 la domanda globale è stimata a 90,5 milioni di barili al giorno (mb/g), lo stesso dato dello scorso mese ma in contrazione di 9,5 mb/g sul 2019. Quest'anno resta la stima di 96,5 mb/g, anch'essa confermata rispetto al mese scorso ma in rialzo di 6,0 mb/g sul 2019. L'offerta di petrolio da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC nel 2020 resta di 62,9 mb/g, invariata rispetto allo scorso mese, mentre per il 2021 si attesta a 63,6 mb/g. Di conseguenza, la produzione richiesta al Cartello, da sommarsi a quella dei produttori non-OPEC, per soddisfare la domanda e portare così in equilibrio il mercato, è pari a 22,5 mb/g per il 2020 (invariata dal dato precedente) e di 27,7 mb/g (+0,3 dalla stima di aprile) per il 2021. Resta confermato lo scenario secondo cui il consumo di petrolio dovrebbe aumentare nel 2° semestre del 2021 in scia a una forte ripresa economica, supportata da programmi di stimolo e dall'accelerazione nella distribuzione dei vaccini, soprattutto nei Paesi OCSE. Viceversa, le previsioni di domanda per il 1° semestre rimangono passibili di revisione al ribasso che confermerebbe, comunque, un calo rispetto al medesimo semestre del 2020, a causa delle misure restrittive reintrodotte in numerose parti d'Europa.

EIA: leggero aumento della domanda 2020 e conferma delle stime per il 2021. L'US Energy Information Administration (EIA), nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di maggio, ha aggiornato le sue previsioni sui fondamentali del petrolio, prevedendo un modesto aumento della domanda nel 2020 ma confermando quelle per il 2021. Nel 2020 il mercato globale dovrebbe essersi chiuso in surplus di 2,0 milioni di barili al giorno (-0,1 mb/g sull'ultimo dato), mentre quest'anno dovrebbe registrare un livello record di deficit: 1,0 mb/g, invariato rispetto alla stima di aprile. La domanda mondiale è in salita a 92,3 mb/g (da 92,2) per il 2020 e confermata quest'anno a 97,7 mb/g. A seguito di un 1° trimestre del 2021 caratterizzato ancora dall'aumento di casi di coronavirus, l'EIA auspica la ripresa dei consumi a partire dal 2° semestre. L'offerta da parte dei paesi non-OPEC è stata rivista in marginale ribasso per il 2020 a 63,5 mb/g (da 63,7 mb/g) e per il 2021 a 64,5 mb/g (da 64,9 mb/g). La produzione da parte dei paesi appartenenti al Cartello (the "call on OPEC supply") è stata lasciata invariata a 25,6 mb/g nel 2020; quest'anno invece è stata alzata a 26,9 mb/g, 0,2 mb/g in più rispetto al dato dello scorso mese (26,7 mb/g). Ad aprile i prezzi del petrolio hanno registrato una contenuta volatilità, sostenuti da un lato dalle aspettative di una maggior domanda grazie al sempre più ampio tasso di vaccinazioni, che favorisce la ripresa dell'attività economica; dall'altro, hanno subito la decisione OPEC+ di ridurre i tagli alla produzione.

IEA: marginale revisione della domanda nel 2021 e ulteriore riduzione delle scorte. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di maggio, ha aggiornato le stime sui fondamentali di greggio stimando un leggero aumento sia della domanda sia dell'offerta per quest'anno. La stima del consumo globale nel 2020 è stata lasciata invariata a 91,0 milioni di barili al giorno (mb/g), mentre quella di quest'anno dovrebbe scendere a 96,4 mb/g da 96,7 mb/g di aprile. Ancora revisione al ribasso per i dati consuntivi del 1° trimestre, a causa dell'insorgere di nuovi casi di coronavirus in alcuni dei maggiori paesi consumatori, in particolare dopo l'aggravarsi della situazione in India. L'offerta globale è stimata a 63,1 mb/g nel 2020 e in rialzo a 63,9 mb/g nel 2021 (+0,8 mb/g a/a, rivista da 63,8 mb/g del mese scorso. L'offerta dai paesi appartenenti al Cartello, che sommata all'offerta dei produttori non-OPEC porta al riequilibrio del mercato, è stimata stabile a 22,8 mb/g nel 2020; invece per l'anno in corso è vista in calo di 0,3 mb/g a 27,3 mb/d da 27,6 mb/g. A marzo, le scorte di petrolio nei paesi sviluppati sono cresciute di soli 36,9 milioni di barili (mb) a 3.004 mb dai 2.967,2 mb di febbraio, in calo rispetto a un surplus registrato la scorsa estate, nel pieno della pandemia.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.05.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	359,5	4,5	31,6	61,9	34,6
WTI (\$)	66,1	4,0	44,5	504,5	36,1
Brent (\$)	68,5	2,4	40,8	92,7	32,2
Gas Naturale (\$)	2,9	3,9	-0,3	66,7	13,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: resta il cauto ottimismo sul petrolio nonostante il rallentamento delle quotazioni degli ultimi giorni.

Il petrolio rallenta ma non mette in dubbio il proprio scenario di fondo, che vedrà un continuo consolidamento al rialzo dei prezzi. Nonostante i ribassi degli ultimi giorni, gli investitori si confermano cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi. Una aspettativa basata sui soliti fattori: efficacia dei vaccini e stime migliori di ripresa economica. Questi elementi spingeranno ancora la domanda di petrolio, anche a fronte della riduzione dei tagli varata dall'OPEC+, sostenendo le quotazioni petrolifere. Nei prossimi mesi, i rischi al ribasso per il nostro scenario dipenderanno dalla dimensione dell'offerta: un possibile ritorno delle esportazioni iraniane, legato ad un ipotetico nuovo accordo sul nucleare patrocinato dalla nuova Amministrazione Biden, e un aumento superiore alle attese della produzione di *shale oil* negli Stati Uniti rischierebbero di ostacolare il rialzo del greggio. Sebbene possa permanere questo quadro di possibile rallentamento dei prezzi, per ora non modifichiamo il nostro cauto ottimismo: area 65-75 dollari per il WTI e il Brent appare un *range* compatibile con un sistema economico che cresce, alimentando la domanda di energia derivante, fisiologicamente, dal petrolio. Le stime Intesa Sanpaolo e le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nelle tabelle di seguito.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.21	2021	2021	2021	2022	2023
WTI (\$)	66,1	62,0	62,5	62,2	62,0	62,3
Brent (\$)	68,5	65,0	66,0	65,2	65,0	65,0
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,7	2,7	3,0	2,8	2,9

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

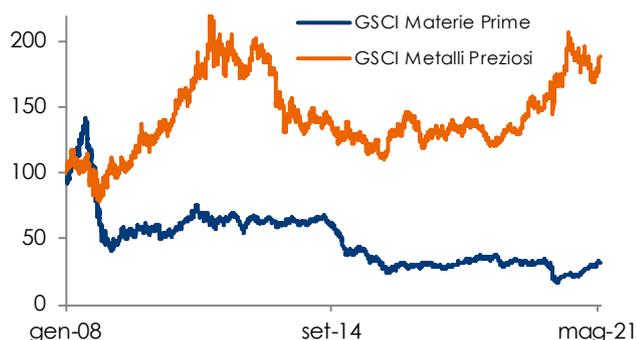
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.05.21	2021	2021	2021	2022	2023
WTI (\$)	66,1	70,0	72,0	73,0	75,0	76,0
Brent (\$)	68,5	68,0	70,0	71,0	73,0	74,0
Gas Naturale (\$ cent.)	2,9	2,8	3,0	3,1	3,0	3,1

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: permane il recupero differenziato

I timori per i nuovi contagi e le tensioni legate alle attese di inflazione alimentano il recupero dei Preziosi. Archiviato il 2020 da assoluti protagonisti, grazie alla richiesta di asset rifugio, la situazione è decisamente cambiata con l'inizio delle campagne vaccinali. I Preziosi restano un comparto penalizzato: il saldo da inizio 2021 è negativo, anche se in netto recupero rispetto al mese scorso. Al ribasso resta sostanzialmente solo l'oro, mentre argento, platino e palladio mantengono una performance positiva da inizio anno. La dinamica sul comparto resta quindi "a due velocità": mentre l'oro fatica a riprendersi e subisce la concorrenza di asset rifugio diversi e maggiormente remunerativi, anche in queste ultime settimane di maggior nervosismo sui mercati, argento, platino e palladio, grazie alla loro natura maggiormente industriale, beneficiano della ripresa dei comparti Auto ed Elettronica, consolidando al rialzo le proprie quotazioni. L'attesa di un concreto slancio della crescita economica globale e la riduzione dei rischi sanitari (al netto degli ultimi giorni) hanno inoltre alimentato le attese di inflazione e, con esse, l'aumento dei rendimenti dei Treasury USA, che riflettono le previsioni (eccessive) di un prematuro rialzo dei tassi da parte della Fed, puntualmente smentito da Powell. I Treasury, pur confermandosi una asset class concorrente rispetto all'oro nelle decisioni di investimento degli operatori, non ne hanno impedito un discreto recupero in queste ultime settimane: questo ha parzialmente modificato lo scenario sulle quotazioni dei Preziosi.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.05.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.467,0	24,8	-1,5	3,6
GSCI Met. Preziosi	2.193,5	-0,3	45,1	46,0
Oro (\$)	1.884,0	-0,6	46,6	53,9
Argento (\$)	27,8	5,6	90,5	70,4
Platino (\$)	1.179,4	10,2	46,3	18,8
Palladio (\$)	2.739,6	11,8	105,1	416,0

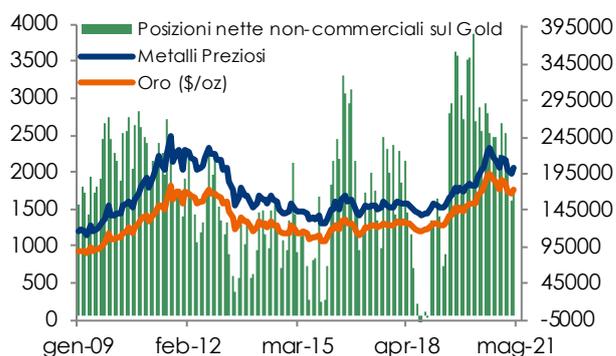
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rapporto oro/argento da gennaio 2008



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Posizioni nette non-commerciali sul Gold dal 2009

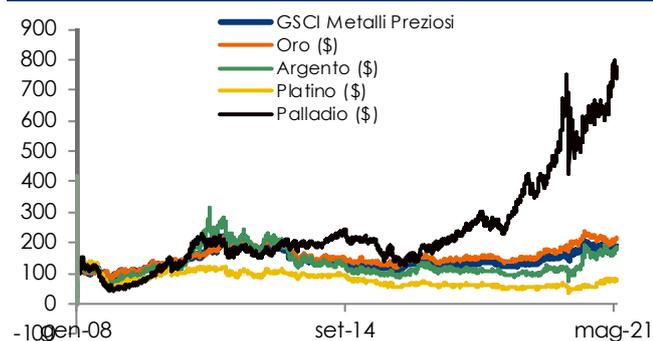


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: si attenua la divergenza di performance fra i due metalli ma resta la differenziazione sui fattori fondamentali. Si attenua la divergenza di performance che ha caratterizzato la prima parte di questo 2021, ma resta alta l'attenzione sul rapporto fra oro e argento. Rapportare il prezzo delle due materie prime permette di stimare il possibile andamento

dei prezzi singoli dei due metalli, specie in questa fase in cui anche l'oro ha recuperato parte del gap di performance con l'argento. L'appeal dell'argento come componente di molti processi industriali, che vanno dal settore dei circuiti elettrici a quello degli apparecchi fotovoltaici, non lo ha portato a sovraperformare eccessivamente rispetto al metallo giallo, come invece era accaduto in passato, favorendo così il riallineamento con l'oro che, in queste ultime settimane, ha recuperato parte dello svantaggio. Alla base di questa situazione c'è l'aumento dei rendimenti dei Treasury, che, accrescendo il costo-opportunità della detenzione di asset infruttiferi (l'oro e l'argento, al contrario di un qualsiasi titolo obbligazionario, non staccano cedole), penalizza entrambi nelle scelte allocative degli investitori. L'incremento delle aspettative di inflazione, legate soprattutto alla dinamica dei prezzi sul mercato americano, unito all'indebolimento del dollaro statunitense, ha consentito un ritorno degli acquisti sui derivati finanziari dei due metalli. Di fondo, però, continuiamo ad esprimere una preferenza per l'argento, che sembra avere maggiori possibilità di recupero proprio grazie alla sua natura non solo di bene rifugio ma, soprattutto, di componente industriale. Per concludere, nonostante il rialzo delle curve dei Treasury, il dollaro rimane debole grazie all'approccio della Fed che resta fermamente intenzionata a mantenere, anche nel 2021, una politica monetaria estremamente espansiva. Questo potrebbe essere di supporto all'oro come strumento di protezione contro l'inflazione, visti i segnali lanciati in questo senso dai mercati, che stanno anticipando, forse con eccessiva speranza, un'eventuale perdita di potere d'acquisto della moneta, causata dal ritorno dell'inflazione.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.05.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.193,5	5,4	5,2	9,0	-0,3
Oro (\$)	1.884,0	6,2	4,2	9,0	-0,6
Argento (\$)	27,8	0,9	18,9	62,2	5,6
Platino (\$)	1.179,4	-4,1	21,7	39,4	10,2
Palladio (\$)	2.739,6	13,2	16,8	37,3	11,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Platino e Palladio: driver stabili rispetto al mese scorso, col settore Auto alla base del rialzo. Lo scenario di fondo non cambia per platino e palladio. I due metalli sono protagonisti del processo di cambiamento che sta interessando, a livello mondiale, il settore dell'Auto. Le auto a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) usciranno vittoriose dal processo di cambiamento tecnologico e ambientale in corso, soppiantando i motori diesel (i cui catalizzatori contengono platino). Questo nonostante i segnali giunti in questi primi mesi di vendite auto "post-pandemia", che confermano la domanda di veicoli leggeri, dotati di motori diesel: ciò rappresenta un fattore di sostegno anche alla domanda di platino, limitandone la sottoperformance rispetto al palladio. Il tutto, però, senza intaccare lo scenario di fondo, che vede la richiesta di platino, derivante da queste motorizzazioni, destinata a ridursi strutturalmente. In conclusione, se la ripresa dell'economia mondiale dovesse rivelarsi più robusta di quanto viene ora ipotizzato e il dollaro mantenesse la debolezza in corso, si rafforzerebbe la nostra idea secondo cui il prezzo del palladio potrebbe salire anche oltre le nostre attuali previsioni, spinto dalle vendite di auto e, in particolare, dei veicoli ibridi e a benzina (dotati appunto di catalizzatori contenenti palladio).

Outlook Neutrale e riconferma dei soliti temi di fondo. Il marginale recupero delle quotazioni dei Preziosi è frutto del rialzo delle aspettative di inflazione e di qualche tensione sul mercato. La transitorietà di questi fattori non intacca il processo di diminuzione del rischio sui mercati,

rendendo difficile un cambio di scenario sul comparto. L'Outlook Neutrale resta, ancora una volta, giustificato dai differenti andamenti dei metalli e dai rispettivi pesi che essi hanno nel comparto. Abbiamo già detto che, se le nostre previsioni sull'oro sono di un consolidamento della debolezza, spunti diversi caratterizzano argento, palladio e platino. Una previsione che però resta gravata da un fattore strutturale, ovvero il peso dell'oro rispetto agli altri metalli all'interno del benchmark dei Preziosi. Va detto tuttavia che uno scenario non positivo per l'oro, all'interno dei Preziosi, verrà controbilanciato dalle prospettive meno negative di argento, palladio e (solo marginalmente) platino. Un insieme di considerazioni che ci permette di ribadire l'idea che, nel 2021, i metalli con utilizzi più industriali possano sovraperformare rispetto all'oro grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori industriali: Auto, Elettronica, Economia Green. Per concludere, nel breve confermiamo, ancora una volta, un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di tutti i componenti del comparto. Nel medio termine non escludiamo un maggior rallentamento dei prezzi ma senza forti ribassi delle quotazioni, viste le tensioni in atto sui tassi di interesse reali e il movimento sulle aspettative di inflazione. L'oro potrebbe uscirne penalizzato più delle altre componenti del comparto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.884,0	1.775,0	1.791,5	1.750,0	1.775,0	1.700,0
Argento (\$)	27,8	25,7	25,0	24,9	25,5	23,6
Platino (\$)	1.179,4	1.175,0	1.200,0	1.250,0	1.204,6	1.262,5
Palladio (\$)	2.739,6	2.550,0	2.550,0	2.650,0	2.532,2	2.550,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.884,0	1.775	1.750	1.720	1.680	1.600
Argento (\$)	27,8	26,5	27,8	28,5	29,5	30,8
Platino (\$)	1.179,4	1.240	1.280	1.320	1.350	1.375
Palladio (\$)	2.739,6	2.905	3.000	3.090	3.100	3.140

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: consolida la forza del comparto

Consolida il quadro di ottimismo sui Metalli dovuto alla forte domanda, a cui si contrappone il lento recupero dei livelli di offerta. Consolida il recupero dei Metalli, complice la forte domanda che deve fare i conti con un ritmo di adeguamento dei livelli di offerta, del settore minerario, inferiore alla richiesta. La campagna vaccinale alimenta le aspettative di ripresa dell'economia mondiale, che vertono sul varo di grandi opere con approccio "green" in molte economie del mondo, a partire dagli Stati Uniti. Gran parte di questa domanda in arrivo dall'Asia si sta scaricando soprattutto sui metalli più direttamente coinvolti nei processi industriali legati all'elettronica. I Metalli industriali continuano a beneficiare anche delle politiche fiscali improntate al cambiamento ecosostenibile, una svolta che necessita di grandi investimenti infrastrutturali ad alto assorbimento di metalli: grandi infrastrutture indispensabili per questa transizione, che attualmente sono sostanzialmente inesistenti e che andranno costruite quasi da zero. Gli investimenti legati a questa svolta ecologica dei sistemi economici stanno portando a un sensibile aumento della domanda di tutte le materie prime, premendo con forza sulle quotazioni di tutti i comparti, in particolare sui Metalli.

GSCI Metalli Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

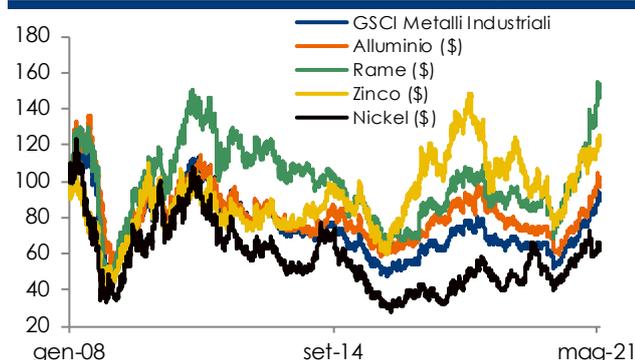
	Valore 24.05.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.467,0	24,8	-1,5	3,6
GSCI Industriali	1.674,2	19,6	40,5	74,9
Rame (\$)	9.947,0	28,1	67,0	113,7
Alluminio (\$)	2.387,0	20,6	32,6	54,6
Zinco (\$)	2.935,8	7,6	7,9	61,0
Nickel (\$)	17.118,0	3,0	38,6	105,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: prosegue la ripresa nel 2021, con prospettive di ulteriore crescita. La Cina riprende a crescere: nel 1° trimestre del 2021 l'economia cinese ha registrato un'espansione di 0,6% t/t, mentre la crescita del trimestre finale dello scorso anno è stata rivista verso l'alto a 3,2% t/t da 2,6% t/t precedente. In termini tendenziali, la variazione relativa ai primi tre mesi dell'anno è del +18,3% da +6,5% precedente, un dato che beneficia però di un effetto base particolarmente favorevole nel confronto con i primi tre mesi del 2020, che erano stati penalizzati dalla pandemia. Il dato congiunturale segnala un rallentamento del ritmo di crescita dei servizi ma la maggior debolezza del comparto è anche in parte imputabile alle festività per il Capodanno lunare, tipicamente un importante momento di picco per l'attività nel settore terziario, soggette anche quest'anno a restrizioni. La **produzione industriale** di aprile ha mostrato una crescita annua di 9,8%, perfettamente in linea alle attese, rispetto all'incremento del 14,1% del mese precedente. Sempre in aprile e sempre su base tendenziale, le **vendite al dettaglio** mettono a segno un rialzo del 17,7% da 34,2% di marzo, ampiamente inferiore al consensus di 24,9%. Nel mese di aprile, l'indice **PMI manifatturiero** stilato da Caixin-Markit è salito a 51,9 punti, meglio dei 50,9 punti di marzo. Il dato ha confermato la fase di espansione dell'attività economica, in rialzo dai precedenti 50,6 punti, segnando così il record del 2021. Dal sondaggio è emerso che le aziende manifatturiere cinesi hanno aumentato la forza lavoro per la prima volta in cinque mesi. L'outlook per il resto dell'anno è peggiorato ma rimane molto positivo. L'indice **PMI non manifatturiero** (servizi e costruzioni) è sceso più del previsto ad aprile, a 54,9 in aprile da 56,3 di marzo. La domanda USA spinge il **surplus commerciale** cinese a 42,85 miliardi, in leggero calo dai 45 miliardi dello stesso mese del 2020, ma ben oltre i circa 30 miliardi attesi. L'export è salito del 32,3% annuo, in accelerata sul 30,6% di marzo; per l'import la crescita è stata del 43,1%, oltre il 42,5% stimato

alla vigilia e il 38,1% di marzo 2020, sulla scia del rafforzamento della domanda e dell'aumento dei prezzi delle materie prime. L'inflazione (**CPI**) ad aprile ha registrato una flessione dello 0,3% congiunturale e un rialzo dello 0,9% tendenziale, dati leggermente sotto le attese ma migliori del -0,5% e +0,4% segnati il mese prima. I prezzi alla produzione (**PPI**) nello stesso mese sono cresciuti al ritmo più rapido da oltre tre anni, segnando +6,8% su anno - sopra il consensus - da +4,4% di marzo. Le prospettive d'inflazione non dovrebbero comunque spingere la **Banca Centrale Cinese** (PBoC) a muovere il costo del denaro nei prossimi mesi, con i tassi di riferimento, a 1 e a 5 anni, che dovrebbero restare invariati nel 2021. In questo contesto, la PBoC ha dichiarato di voler proseguire nella sua azione di mantenimento del cambio dollaro/yuan stabile e ad un livello ragionevole ed equilibrato. La Banca Popolare Cinese ha messo a punto un sistema di tasso di cambio fluttuante basato sulla domanda e sull'offerta di mercato e adeguato nei confronti del paniere delle principali valute mondiali. La PBoC si concentrerà sulla guida delle aspettative, svolgendo il ruolo di stabilizzatore automatico del tasso di cambio, facendo coesistere sviluppo economico e bilancia dei pagamenti internazionali (cioè gli ingenti flussi di valuta straniera), mantenendo la divisa cinese il più stabile possibile.

Il quadro dei fondamentali resta ancora favorevole. Stabili i temi di fondo: tutte le componenti del comparto stanno beneficiando di un rialzo della domanda, soprattutto di provenienza asiatica, che va a scontrarsi con un'offerta mineraria il cui recupero appare distante dal ritmo della richiesta, col risultato di accrescere la pressione rialzista sui prezzi. Il monitoraggio delle tariffe di trasporto e dei tempi di carico globali suggerisce che i colli di bottiglia potrebbero già essersi allentati: i livelli di questi indicatori sono infatti ben al di sotto dei massimi visti a febbraio ma, in questo contesto, anche una modesta interruzione potrebbe avere un impatto amplificato sui prezzi. Il **rame** si è spinto a 10.800 dollari per tonnellata nelle scorse settimane, livello raggiunto per la prima volta dal 2011, segnando così il nuovo massimo a 10 anni. Da quell'area è iniziato però un marginale movimento di storno che lo ha riportato sotto quota 10.000. La forte crescita della domanda mondiale ha dovuto confrontarsi con un deficit di offerta, dopo anni di investimenti insufficienti e di resa decrescente dei siti minerari attivi che, per giunta, non hanno recuperato le perdite produttive dovute al lockdown degli scorsi mesi. Il quadro positivo sul rame resta però sostanzialmente immutato; i rischi sono legati solo ad un eccessivo apprezzamento del dollaro americano (aspetto che almeno per il momento appare escluso, vista la reiterata azione espansiva della Fed) o alla possibilità che la ripresa economica si riveli più debole dell'atteso. In aggiunta, il Piano di Biden sulle infrastrutture (del valore di oltre duemila miliardi di dollari, in otto anni) basandosi sull'epocale cambiamento strutturale dell'economia USA in senso più ecocompatibile, genererà un'ampia richiesta di rame, che eserciterà pressione sulle quotazioni. Scenario ancora meno positivo per l'**alluminio**, a causa delle ampie forniture di materiale presenti sul mercato. Questo fattore non ha impedito al metallo di raggiungere i massimi a tre anni e poi stornare, nonostante l'aumento dell'offerta proveniente da diversi produttori concorrenti del principale operatore mondiale sull'alluminio: la Cina. Quadro immutato anche sullo **zinco**, il cui consolidamento si basa su aspettative di investimenti nel settore dell'edilizia e delle infrastrutture, a cui si aggiunge il tema delle nuove tecnologie di costruzione delle batterie per l'auto elettrica, aspetto però dai contorni ancora ipotetici, a livello tecnologico. I prezzi del **nickel** hanno ribadito nelle scorse settimane i massimi da oltre sei anni (area 18.000 dollari la tonnellata) sulla scia delle crescenti aspettative derivanti dalla domanda proveniente dal settore dei veicoli elettrici, ma hanno poi stornato. Continua infatti a pesare la minaccia di una maggiore offerta di nickel cinese per il mercato delle batterie, unita all'ipotesi che altre tecnologie si affaccino sul mercato rendendo meno indispensabile l'utilizzo del nickel. Confermiamo comunque la previsione di ulteriore ripresa dei rialzi, consolidando il nostro scenario di ottimismo.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.05.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.674,2	3,5	23,1	63,1	19,6
Rame (\$)	9.947,0	5,7	36,3	88,1	28,1
Alluminio (\$)	2.387,0	6,8	21,2	58,4	20,6
Zinco (\$)	2.935,8	3,6	7,0	47,5	7,6
Nickel (\$)	17.118,0	-10,9	6,6	39,7	3,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, nonostante lo storno non mutano le attese di crescita delle quotazioni.

Il comparto resta il maggior beneficiario delle aspettative di crescita economica, nonostante lo storno dei prezzi in atto, dopo il fortissimo rialzo delle quotazioni registrato da inizio anno. Nel lungo periodo, i Metalli Industriali restano il comparto delle commodity che in maggior misura sarà protagonista dei processi di modifica infrastrutturale che investiranno tutte le grandi economie. La transizione verso un modello economico più ecosostenibile appare ineludibile e il rincaro dei costi delle materie prime rischia di farsi sempre più pressante per le imprese, che devono confrontarsi con nuovi rialzi di prezzo dei Metalli. Il rally di marzo e aprile ha preso una pausa fisiologica, portando gli investitori a prendere beneficio di una parte dei rialzi di inizio anno. Questo senza intaccare il loro ottimismo per la ripresa economica: la grave crisi sanitaria in India per il momento non sembra sollevare dubbi sulle prospettive di crescita globali. Sia la domanda di energia che quella di metalli non appaiono intaccate dalle ipotetiche restrizioni alle attività che l'India potrebbe attuare. In virtù di questo quadro, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, pur mantenendo un approccio prudente nelle nostre previsioni di breve termine, visto il rialzo già messo a segno e lo storno in atto. Sullo sfondo, permane sempre il rischio che le quotazioni abbiano anticipato troppo in fretta lo scenario di mutamento strutturale dei sistemi produttivi mondiali e la conseguente forte richiesta di metalli, creando i presupposti per eccessi speculativi, eventi probabili anche nella seconda parte del 2021.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.947,0	8.809	8.588	8.550	8.499	8.267
Alluminio (\$)	2.387,0	2.200	2.200	2.100	2.078	2.013
Zinco (\$)	2.935,8	2.803	2.778	2.861	2.706	2.670
Nickel (\$)	17.118,0	17.062	17.500	17.652	16.825	16.537

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.947,0	9.720	10.700	11.500	11.800	12.100
Alluminio (\$)	2.387,0	2.445	2.650	2.700	2.740	2.760
Zinco (\$)	2.935,8	2.910	3.100	3.180	3.200	3.250
Nickel (\$)	17.118,0	17.110	18.500	19.200	19.500	20.200

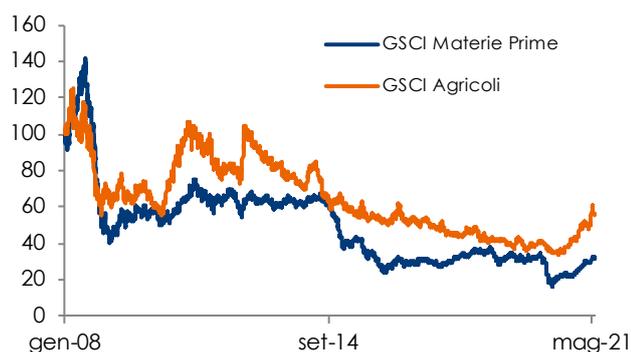
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: consolidano i prezzi ma resta l'interesse

Si consolidano i prezzi degli Agricoli, resta alto l'interesse degli investitori grazie alla forte domanda e a condizioni climatiche avverse. Le commodity agricole frenano nelle ultime giornate e consolidano il rialzo da inizio anno, dopo aver già chiuso il 2020 con una performance positiva.

La dinamica resta alimentata dalle aspettative di crescita globale solida, di aumento dei consumi di tutte le materie prime e dai timori sugli approvvigionamenti di derrate alimentari, non sufficienti a soddisfare le richieste. I prezzi di grano, mais e soia, pur avendo marginalmente stornato, restano prossimi ai massimi dal 2013, alimentando i timori che il costo dei beni alimentari di base sia, insieme all'energia, il principale responsabile delle maggiori aspettative di rialzo dell'inflazione, diffuse un po' in tutti i paesi. Nonostante la frenata in atto, la performance positiva, da inizio anno, è legata sia alla forte domanda dalla Cina che alle stime di raccolti deludenti in America e in Europa. Gli operatori osservano, con preoccupazione, anche la siccità che ha interessato il Brasile e che ha limitato i raccolti di mais e soia, due granaglie fortemente richieste dal mercato cinese. Sullo storno in atto ha invece un peso decisivo la componente speculativa: gli Agricoli restano una asset class interessante per gli investitori, a causa della necessità di introdurre una forte diversificazione nei portafogli, aspetto che in questa fase può essere garantito proprio dai derivati finanziari su queste commodity. Avendo corso molto, già dalla parte finale del 2020, appare fisiologica qualche presa di beneficio, anche consistente, indipendente dall'eventuale mutamento dei fondamentali di comparto.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



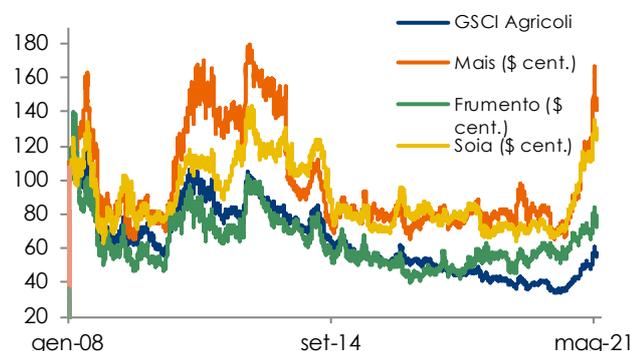
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.05.21	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.467,0	24,8	-1,5	3,6
GSCI Agricoli	472,0	18,0	39,7	-1,6
Mais (\$ cent.)	657,3	35,8	62,6	62,4
Frumento (\$ cent.)	662,3	3,4	35,3	42,1
Soia (\$ cent.)	1.522,8	15,8	83,5	40,3
Cotone (\$ cent.)	82,8	6,0	21,1	31,7
Cacao	2.389,0	-8,2	-3,2	-19,1
Zucchero	16,8	8,7	44,3	1,3
Caffè (arabica)	149,0	16,2	59,7	22,3
Caffè (robusta)	1.451,0	5,6	7,3	-10,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.05.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	472,0	7,5	7,5	7,5	18,0
Mais (\$ cent.)	657,3	18,5	56,5	106,7	35,8
Frumento (\$ cent.)	662,3	-1,4	12,6	30,2	3,4
Soia (\$ cent.)	1.522,8	8,3	28,6	82,7	15,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

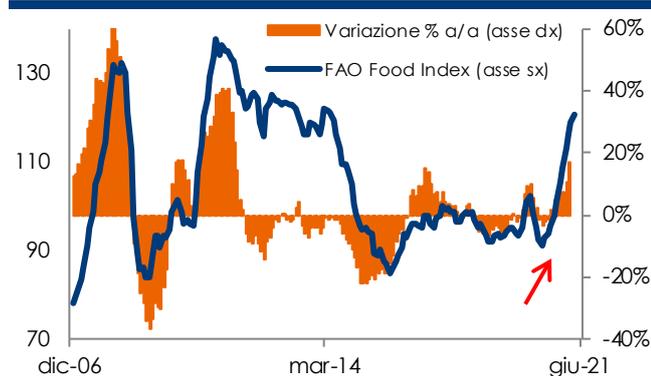
FAO: l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari sale per l'undicesimo mese consecutivo.

Ad aprile l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari è salito dell'1,7% m/m (l'incremento è l'undicesimo mensile consecutivo) e del 30,8% rispetto al livello registrato nello

stesso mese lo scorso anno, raggiungendo il valore più elevato da maggio 2014. L'indice FAO dei prezzi dello zucchero sale del 3,9%, incrementando il rialzo di quasi il 60% rispetto ad aprile 2020, in un contesto di preoccupazione per la contrazione dell'offerta a livello internazionale scaturita dai timori per un rallentamento dei raccolti in Brasile e dai danni meteo in Francia. L'indice dei prezzi degli oli vegetali ha guadagnato 1,8 punti in seguito al rialzo delle quotazioni internazionali dell'olio di palma, dovuto al timore che nei principali paesi esportatori la produzione possa essere inferiore alle attese. L'aumento è scattato anche per l'olio di soia e di colza, mentre i prezzi dell'olio di semi di girasole hanno subito una modesta contrazione. L'indice dei prezzi della carne è salito dell'1,7% rispetto al valore di marzo, con le quotazioni di carne bovina, ovina e suina sostenute da una robusta domanda di importazione. Nessuna variazione è stata registrata, invece, per i prezzi del pollame. Dopo la pausa nel mese di marzo, torna in aprile il segno più per l'indice dei prezzi dei cereali (+1,2%), +26% rispetto al livello registrato ad aprile 2020. In crescita anche i prezzi del mais (+5,7%), che si portano a +66,7% rispetto a un anno fa, trainati da previsioni di semina inferiore alle attese negli Stati Uniti, oltre che dai timori relativi alle condizioni delle colture in Argentina, Brasile e ancora USA. I prezzi internazionali del grano sono rimasti pressoché stabili, mentre sono apparse in leggera flessione le quotazioni di riso, orzo e sorgo. Infine, l'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è cresciuto dell'1,2% da marzo, in seguito all'aumento delle quotazioni di burro, formaggio e latte scremato in polvere, sostenuto da una solida domanda di importazione dai paesi asiatici.

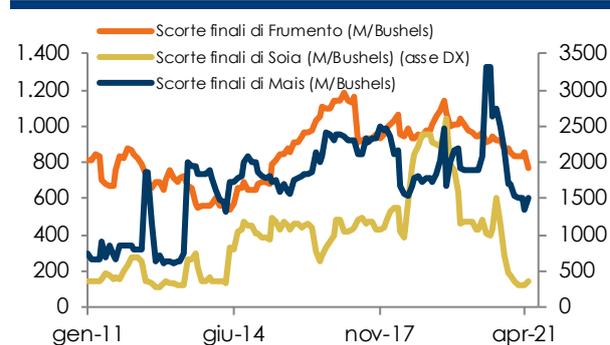
FAO: sale ancora il consumo di cereali e questo riduce ulteriormente le scorte mondiali. Nel rapporto di maggio sui fondamentali dei cereali, la FAO ha stimato un consumo di 2.767 milioni di tonnellate, in crescita del 2,1% rispetto allo scorso anno. La FAO ha ridotto le previsioni relative alle scorte cerealicole mondiali per la stagione 2021: le stime indicano ora 805 milioni di tonnellate a causa della diminuzione delle scorte di mais in Cina e negli USA, un calo del 2,3% rispetto ai livelli di inizio stagione. Il rapporto mondiale tra riserve e utilizzo di cereali è destinato a scendere al 28,3%, il valore più basso registrato negli ultimi sette anni. Circa l'utilizzo di cereali in tutto il mondo, nel periodo 2020/2021 si prevede il consumo di 2.783 milioni di tonnellate, +2,7% rispetto alla scorsa stagione, un dato frutto di un maggior utilizzo di cereali secondari, legato all'incremento dei mangimi animali in Cina e negli USA. Si prevede che nel 2020/2021 il commercio mondiale di cereali genererà volumi per 467 milioni di tonnellate, un dato in crescita del 5,9% a/a; l'incremento maggiore sarà per i cereali secondari, seguiti dal riso e, infine, dal grano. La FAO ha altresì formulato una prima previsione relativa alla domanda e offerta di grano nella stagione 2021/22, indicando una produzione pari a 778,8 milioni di tonnellate, in salita dello 0,5% rispetto alle stime precedenti, grazie alla prospettiva di un incremento del 6% della produzione in arrivo dall'Unione Europea. L'utilizzo del grano aumenterà dello 0,9% fino a raggiungere un volume di 770 milioni di tonnellate nella stagione in corso (2021/22), mentre le stime preliminari parlano di un accumulo di riserve del 3,0%, fino al livello record di 293 milioni di tonnellate, entro la fine della stagione, nel 2022. La crescita deriverebbe dal maggior accumulo di scorte in Cina, in controtendenza rispetto al livello delle scorte nel resto dell'Asia e dell'Africa, che è destinato a scendere al valore più basso dalla stagione 2012/2013. Infine, le stime sulla produzione mondiale di cereali secondari nel 2021 fanno pensare a un probabile terzo anno consecutivo di incremento, grazie all'aumento delle superfici seminate in Brasile, Cina, Ucraina e USA, oltre che ad un recupero delle rese dei campi in Europa.

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, permangono le tensioni fra domanda e offerta e il forte appeal come asset di investimento.

Nonostante lo storno dei prezzi di molte granaglie, si rafforza il clima di ottimismo sui mercati grazie all'accelerazione delle campagne vaccinali, rafforzando così lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli. I prezzi, avendo già corso molto, hanno subito qualche fisiologica presa di beneficio accentuata nelle ultime giornate; questo non impedisce al comparto di candidarsi, insieme ai Metalli Industriali, ad essere la componente col maggior apporto positivo nell'indice generale delle Commodity, continuando ad esprimere una dinamica forte anche nel resto del 2021. I timori relativi alla costanza nelle forniture sembrano non diminuire, a dispetto di quanto ci attendevamo, complice un peggioramento delle condizioni climatiche che sta incidendo sulla resa dei raccolti primaverili, generando un'anomala erosione delle scorte che tiene alta la tensione sui prezzi sulla maggior parte delle merci agricole. Le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano pertanto positive ma sono state leggermente riviste al ribasso per tener conto del rallentamento in atto.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	657,3	630,0	600,0	557,5	563,8	505,0
Frumento (\$ cent.)	662,3	700,0	680,0	670,0	680,0	660,0
Soia (\$ cent.)	1.522,8	1.490,0	1.465,0	1.365,0	1.427,5	1.237,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	657,3	660	640	660	665	650
Frumento (\$ cent.)	662,3	702	680	710	715	700
Soia (\$ cent.)	1.522,8	1.550	1.650	1.680	1.700	1.680

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Cotone: le tensioni geopolitiche alla base delle turbolenze sul cotone. Pakistan, India e Cina sono al centro delle tensioni geopolitiche che stanno investendo negativamente il cotone. Il Pakistan, che è fra i maggiori produttori di cotone al mondo, nella ricerca dell'equilibrio fra consumo interno e salvaguardia dell'industria tessile domestica rischia di spingere al rialzo il costo delle importazioni di cotone dal resto del mondo. Il comparto tessile pakistano pesa per il 40% della forza lavoro nazionale e genera oltre la metà dei guadagni in valuta estera. Maltempo, coltivazioni infestate dai parassiti e margini di guadagno in contrazione rispetto ad altri settori hanno inciso sulla qualità e sulla quantità del raccolto di cotone pakistano. Il bilancio nazionale è al collasso e il Pakistan sta spendendo miliardi di dollari per importare quantità record di cotone da destinare alla locale industria tessile, col risultato che le importazioni di cotone sono aumentate moltissimo per compensare il deficit di produzione domestica. A livello globale questa situazione non ha fatto altro che amplificare il rialzo delle quotazioni sui mercati finanziari. I rapporti diplomatici sempre tesi con l'India rischiano di aggravare ulteriormente la carenza di cotone; la proposta dell'industria tessile era di importare filati dall'India ma il Governo pakistano ha respinto l'iniziativa a causa proprio delle tensioni politiche. Il Governo conta di offrire sussidi

per semi di cotone e pesticidi e potrebbe introdurre, per la prima volta, un prezzo minimo per sostenere gli agricoltori, ma queste ipotesi non sembrano lenire le preoccupazioni di questi ultimi. Situazione non dissimile sul fronte cinese: a marzo una campagna di pressione internazionale aveva sollevato il tema dello sfruttamento della popolazione Uiguri, coinvolgendo anche i grandi marchi. Ma Pechino ha minacciato forti ritorsioni (il 20% del cotone mondiale arriva dalla regione dello Xinjiang) e tutti i grandi player dell'industria tessile mondiale hanno preferito soprassedere sulla protesta per non perdere una fonte primaria di approvvigionamento come quella cinese. Alla luce di questo quadro, pur con cautela, riconfermiamo le tensioni rialziste sul cotone nel breve e nel medio termine, mentre nel lungo lo scenario appare più difficile da decifrare.

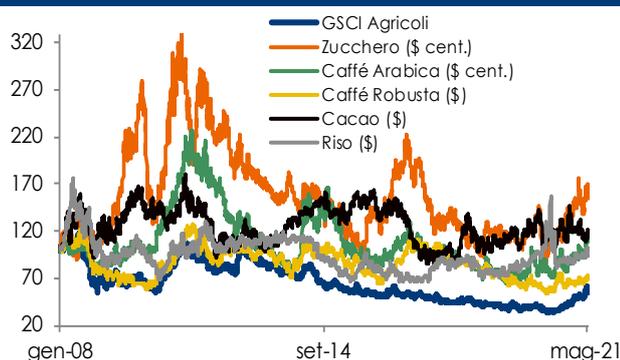
Cacao: le piogge in Costa d'Avorio allentano i timori sul raccolto "mid crop". I coltivatori di cacao della Costa d'Avorio riferiscono di condizioni meteorologiche ampiamente favorevoli per il "mid crop" (il secondo raccolto che va da aprile a settembre) nelle ultime settimane. Le precipitazioni sono state particolarmente intense in alcune regioni e in aumento in altre, garantendo così un'irrigazione media sufficiente in tutte le piantagioni di cacao. La Costa d'Avorio, il maggior produttore mondiale, si trova nella stagione delle piogge (da aprile a metà novembre) e le prime analisi sulla qualità del prodotto lasciano presagire un raccolto abbondante, che verrà messo a dimora verso giugno. Le piogge regolari delle ultime settimane hanno infatti migliorato la quantità e la qualità del "mid crop". Anche una fonte esterna come Reuters conferma le impressioni raccolte presso gli agricoltori, riportando pioggia nella media e abbondante in alcune aree. Questo quadro lascia inalterato il nostro scenario di scarsa tensione sui prezzi del cacao.

Zucchero: l'attenzione degli operatori su Brasile e Thailandia. Le ultime stime CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) segnalano che la produzione totale di zucchero brasiliano è scesa a 38,9 milioni di tonnellate nella stagione attuale contro 41,3 milioni di tonnellate nel 2020-21. La CONAB stima inoltre una riduzione del 2,2% nell'area di produzione della canna da zucchero, poiché gli agricoltori si stanno indirizzando verso colture più redditizie, come la soia e il mais. L'agenzia stima anche un calo dell'1,8% dei raccolti di canna a causa di condizioni meteorologiche avverse. La produzione di etanolo (canna e mais) è vista in contrazione del 6,8% a/a a 30,5 miliardi di litri. La CONAB ha tagliato leggermente le previsioni di produzione di zucchero anche per il 2020-21 a 41,3 milioni di tonnellate contro i 41,8 milioni del rapporto di dicembre e i 29,8 milioni prodotti nel 2019-20. Ricordiamo che il raccolto di canna da zucchero del Brasile va da aprile a marzo, per cui siamo solo al primo mese di raccolta e le statistiche potrebbero subire variazioni. Al contrario, la produzione thailandese di canna da zucchero potrebbe salire quest'anno a 9,6 milioni di tonnellate da 7,7 milioni di tonnellate dello scorso anno, in virtù di una maggior percentuale di terre messe a coltura. La produzione aumenterà anche grazie a condizioni meteorologiche migliori e prezzi più elevati, che hanno portato a un'espansione dell'area di piantagione di circa il 20%. La canna da zucchero grezza raccolta potrebbe salire a 85-90 milioni di tonnellate rispetto a 66 milioni dello scorso anno, quando i raccolti della Thailandia furono colpiti dalla siccità. La capacità di lavorazione dell'industria thailandese è di circa 130 milioni di tonnellate, per cui la produzione in crescita non avrebbe motivo di non essere trasformata. La Thailandia è il terzo esportatore mondiale; nel 2021-22, le spedizioni potrebbero scendere a circa 3,5 milioni di tonnellate dai 6,1 milioni dell'anno precedente e dal livello record di 10 milioni nel 2019. Il consumo domestico di zucchero, nel 2021-22, sarà superiore a 2,4 milioni di tonnellate, rispetto ai 2,3 milioni dello scorso anno e ai livelli pre-pandemici di 2,5 milioni di tonnellate (anno 2019). Un quadro che confermerebbe le stime di rincaro delle quotazioni dello zucchero.

Caffè: la siccità in Brasile mette a rischio la produzione per il secondo anno consecutivo. Si confermano i timori degli operatori: la stagione delle piogge del Brasile, il maggior esportatore mondiale di caffè e zucchero, ha registrato un livello di precipitazioni estremamente insufficiente, lasciando i terreni aridi e i livelli fluviali bassi, in particolar modo proprio nel Centro Sud del Brasile,

l'area più importante per il settore agricolo brasiliano. Gli agricoltori non solo temono per la resa del raccolto attuale di caffè ma appaiono preoccupati anche di esaurire le scorte di acqua destinate ai prossimi mesi, quando si entrerà nel periodo stagionale più secco. La prospettiva di un deterioramento delle piantagioni di caffè, in un momento in cui le colture agricole stanno raggiungendo la maturazione, ha accresciuto i rischi di un rincaro dei prezzi, a causa della scarsa resa del prodotto. Circa il 15% delle piantagioni di caffè Arabica è irrigato artificialmente e costantemente, e la situazione sta divenendo insostenibile perché i sistemi di irrigazione sono attivi ormai da gennaio, rischiando di prosciugare il grosso delle riserve idriche e rendendo critica la situazione per i mesi più caldi. Tale contesto confermerebbe un rialzo delle quotazioni del caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.05.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	472,0	7,5	7,5	7,5	18,0
Cotone	82,8	-6,1	17,0	43,8	6,0
Cacao	2.389,0	-9,8	-21,8	-0,2	-8,2
Zucchero	16,8	-7,3	11,9	54,0	8,7
Caffè (arabica)	149,0	9,8	31,7	43,8	16,2
Caffè (robusta)	1.451,0	0,3	6,1	25,4	5,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	82,8	88,0	88,5	89,0	87,0	83,0
Cacao	2.389,0	2.415	2.450	2.500	2.480	2.588
Zucchero	16,8	16,8	17,3	16,8	15,9	15,0
Caffè (arabica)	149,0	131,5	137,5	141,5	134,0	137,5
Caffè (robusta)	1.451,0	1.420	1.425	1.475	1.400	1.425

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 24.05.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	82,8	93	96	100	90	86
Cacao	2.389,0	2.430	2.450	2.500	2.485	2.525
Zucchero	16,8	17,2	17,8	18,2	17,4	17,5
Caffè (arabica)	149,0	140	150	155	155	152
Caffè (robusta)	1.451,0	1.463	1.500	1.520	1.500	1.490

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.04.2021.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

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

Certificazione Analisti

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

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

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi