

Mensile Materie Prime

Commodity: permane il cauto ottimismo sul 2021

Energia: Outlook Moderatamente Positivo ma lo spazio di rialzo si riduce

Il petrolio non nega il proprio scenario di fondo ancora improntato al costante rafforzamento, malgrado i ribassi degli ultimi giorni. Gli investitori si confermano cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi, soprattutto proveniente da Cina e Stati Uniti, mentre inizia a pesare l'assenza della domanda in arrivo dall'Eurozona.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, scarso l'appeal per gli investitori

Il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi proseguirà restando coerente con la diminuzione del rischio sui mercati. L'Outlook neutrale è giustificato dai differenti andamenti delle componenti e dal diverso peso che le medesime hanno nel comparto. Il peso di uno scenario non positivo per l'oro, all'interno dei Preziosi, verrà così controbilanciato da prospettive più rosee su argento, palladio e marginalmente sul platino.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, non cambiano le attese di crescita

Il comparto si conferma come il maggior beneficiario delle aspettative di crescita economica, in questa fase che i mercati sembrano valutare come post-pandemica. Nel lungo periodo, i Metalli Industriali saranno probabilmente il comparto delle materie prime che maggiormente verrà coinvolto nei processi di mutamento infrastrutturale che riguarderanno tutti i grandi paesi moderni intenzionati a proseguire nella transizione verso un modello più ecosostenibile.

Agricoli: Outlook Mod. Positivo ma cambiano i temi alla base del rialzo

Il clima di ottimismo sui mercati si rafforza grazie all'effetto positivo generato dalla distribuzione dei vaccini. Questo supporta, di conseguenza, anche lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli su livelli alti; i prezzi, pur avendo già corso molto, dovrebbero comunque restare sostenuti per il resto del 2021, a fronte però di un cambiamento nei temi di fondo. I timori relativi alla mancanza di forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi; di fondo però gli Agricoli restano un'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.

■ Soft Commodity:

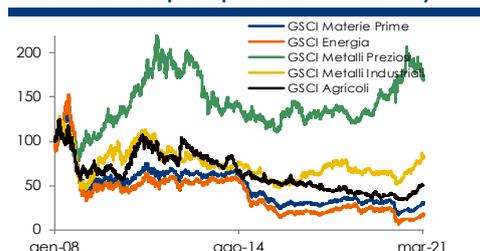
- Cotone:** consumi in crescita più dell'offerta, resta la pressione sui prezzi, almeno nel breve.
- Zucchero:** attese di riduzione del surplus, bilanciate da un possibile calo dei consumi.
- Caffè:** il surplus si contrarrà grazie ai consumi e a stime di raccolti inferiori in Brasile.
- Cacao:** il raccolto "mid corp" dalla Costa d'Avorio potrebbe essere superiore alle attese.

Performance degli indici commodity

	Valore 23.03.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.215,9	12,1	-12,5	3,3
GSCI Energia	316,7	18,6	-33,2	-10,2
GSCI Met. Preziosi	2.007,9	-8,7	29,3	34,7
GSCI Met. Industriali	1.545,1	10,4	21,9	58,5
GSCI Prod. Agricoli	425,1	6,3	24,3	-5,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 23.03.2021

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

24 marzo 2021 – 13:13 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

24 marzo 2021 – 13:20 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

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

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

Performance commodity

(%)	2021	2020
WTI	19,0	-23,0
Brent	17,4	-24,5
Gas Naturale	-1,2	19,2
Gasolio	18,2	-32,7
Oro	-9,0	22,1
Argento	-4,6	45,5
Rame	15,6	26,7
Alluminio	12,1	8,5
Zinco	3,5	17,6
Nickel	-2,8	20,8
Mais	13,9	25,2
Frumento	-0,9	15,5
Soia	8,2	41,3
Cacao	-6,0	3,3
Caffè Arabica	-0,5	1,5
Cotone	6,9	12,9

Fonte: Bloomberg. Dati al 23.03.2021

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 23.03.2021 (salvo diversa indicazione).

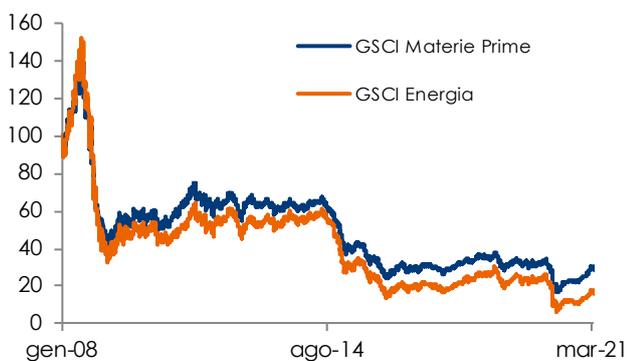
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: pausa nel rialzo ma senza negare il cauto ottimismo

**Commodity: il 2021 resta improntato al rialzo delle quotazioni, in scia al recupero economico.**

Dopo un 2020 negativo visto il crollo delle quotazioni di tutte le commodity in coincidenza con l'epidemia di COVID-19, anche se meno di quanto ci si potesse aspettare, tutti i comparti delle materie prime hanno confermato segnali di forza in questi primi mesi del 2021, grazie all'espansione della domanda mondiale. Il nostro cauto ottimismo sulle Commodity si fonda su tre aspetti che resteranno al centro dello scenario per tutto il 2021. Il primo è il recupero economico e il contesto favorevole che si va consolidando in alcune aree ad alta intensità di assorbimento di risorse, come Stati Uniti e Cina. Il secondo riguarda la conferma di politiche economiche espansive da parte delle Banche centrali, a cui si sommano forti politiche fiscali orientate a investimenti ecosostenibili varate dalla gran parte dei Governi mondiali. Il terzo è la necessità di reflazionare molti dei sistemi economici mondiali: le commodity, in questo meccanismo, giocano un ruolo determinante: basti pensare al peso del costo della componente energetica. Il fulcro della nuova ripresa economica restano gli ambiziosi obiettivi ambientali fissati per i prossimi decenni. Una visione che richiede investimenti significativi in nuove tecnologie e la realizzazione di infrastrutture specifiche e, ad oggi, quasi inesistenti, che implicheranno un'espansione della domanda di Energia e Metalli (Industriali e non) che potrebbe non avere precedenti nella storia. Per concludere, in linea con questo scenario prospetticamente favorevole, da inizio anno i prezzi della maggior parte delle risorse di base hanno registrato un aumento; il petrolio ha segnato la performance migliore (anche considerando lo storno delle ultime sedute), seguito dai Metalli Industriali e dal settore Agricolo. Viceversa, il comparto dei Metalli Preziosi è il peggiore da inizio anno, a causa del ribasso dell'oro legato all'abbandono degli asset difensivi da parte degli investitori, a favore di investimenti maggiormente pro-ciclici. Un aspetto a cui si è sommato l'aumento dei rendimenti dei Treasury, che in modo concorrenziale hanno minato l'attrattività degli asset infruttiferi (come appunto l'oro, che non stacca cedole o eroga interessi) aumentandone il costo-opportunità.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 23.03.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.215,9	12,1	-12,5	3,3
GSCI Energia	316,7	18,6	-33,2	-10,2
WTI (\$)	57,8	19,0	-2,2	46,4
Brent (\$)	60,8	17,4	-9,3	50,3
Gas Naturale (\$)	2,5	-1,2	-8,9	38,9

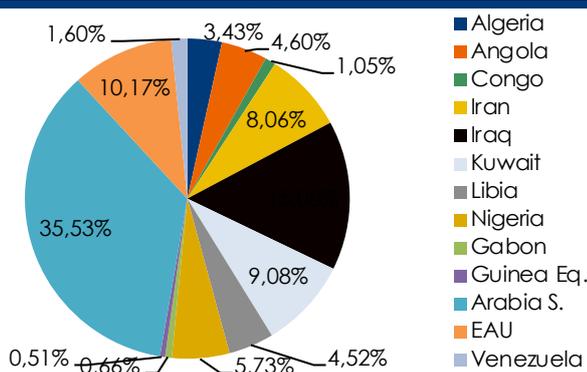
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: le scelte dell'OPEC+ e i dubbi sullo shale-oil USA rendono volatile il petrolio.** Il forte movimento di rialzo del petrolio, ora attenuatosi decisamente, ha avuto origine dalla decisione OPEC+, dello scorso 4 marzo, di prolungare i tagli produttivi anche ad aprile. La scelta è apparsa addirittura superiore alle attese, fornendo un forte supporto a tutto il comparto dell'Energia. L'Arabia Saudita, che spingeva per un congelamento degli aumenti, ha deciso di estendere anche ad aprile il taglio volontario (e modulabile) di 1 milione di barili. I russi, nonostante sostenessero che ci fosse spazio per un incremento della produzione, hanno accettato di buon grado la mancata espansione dell'offerta, nel suo complesso. Lo scenario di ottimismo sul petrolio pertanto si rafforza, anche se pensiamo che il rialzo dei prezzi è probabile che possa essere fisiologicamente più contenuto rispetto al movimento del 2020. Nel dettaglio, l'OPEC+ taglierà la propria produzione cumulata di circa 7 milioni di barili al giorno per tutto aprile (il

mercato, meno ottimista, si attendeva: +1,5 milioni di barili al giorno). Vengono concessi marginali aumenti a Russia e Kazakistan, pari a 130.000 e 20.000 barili al giorno. I ministri dell'OPEC+ si riuniranno nuovamente il 1° aprile per fissare i livelli di produzione del mese di maggio. Alla decisione OPEC+ si è poi sommato il ritorno, molto lento, della produzione negli Stati Uniti, dopo lo stop causato dal grande freddo che aveva colpito il Texas, rallentando estrazione e trasporto del petrolio. L'insolito evento climatico in Texas, il primo produttore USA di greggio, aveva ridotto l'output americano di circa 4 milioni di barili al giorno e di 21 miliardi di metri cubi di gas naturale, mettendo sotto pressione le quotazioni di entrambi i prodotti.

L'effetto positivo della combinazione di questi due elementi sembra essersi affievolito. Il rialzo dei prezzi, che sono arrivati a guadagnare il 35% quest'anno, deriva sostanzialmente dalla minore offerta disponibile, grazie al taglio delle estrazioni deciso dall'OPEC+. L'Arabia Saudita ha esteso al mese di aprile il taglio spontaneo di 1 milione di barili al giorno, ma non è detto che questa scelta venga mantenuta anche oltre. Nelle prime due settimane di marzo, la produzione USA è salita a 10,9 milioni di barili al giorno, recuperando le perdite registrate nella seconda metà di febbraio, a causa del maltempo in Texas. Gli Stati Uniti restano a -2 milioni di barili al giorno rispetto ai massimi produttivi registrati prima della pandemia. I Sauditi intendono salvaguardare le proprie quote di mercato impedendo allo *shale-oil* americano, i cui costi estrattivi necessitano per forza di quotazioni petrolifere sostenute, di accaparrarsi parte della clientela in Asia: l'area del mondo che più di tutte, in questa fase, sembra esprimere alti consumi di petrolio e dove l'Arabia Saudita esercita una forte egemonia commerciale. La domanda è pertanto l'anello debole del mercato, in questa fase, provenendo sostanzialmente solo da Asia e America. Se gli Stati Uniti stanno tornando lentamente alla normalità e ci si attende per il 2021 una crescita economica persino superiore ai livelli pre-COVID, il PIL nell'Eurozona si contrarrà invece anche in questo 1° trimestre, ed anche le prospettive di crescita a medio termine appaiono meno promettenti. L'assenza della componente di domanda petrolifera esercitata dall'Eurozona, se fino a qualche mese fa era un fattore presente ma che non erodeva la fiducia sul recupero delle quotazioni petrolifere, inizia ora a diventare meno marginale, anche perché i prezzi del petrolio hanno corso molto e lo spazio di rialzo, pur se ancora presente, si è fisiologicamente ridotto, stante il differente ritmo di recupero delle economie.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 29.02.2021

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

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

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

**OPEC: stime in rialzo sia per il 2020 sia per il 2021, dubbi sulla domanda dei Paesi OCSE.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di marzo, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha modificato verso l'alto le stime sui fondamentali di domanda e offerta di greggio sia per lo scorso anno sia per quello corrente, nonostante i dubbi sui consumi da parte delle economie avanzate. La domanda globale nel 2020 dovrebbe fermarsi a 90,4 milioni di barili al giorno (mb/g), +0,1 mb/g dal dato di febbraio. Della diminuzione totale di 9,6 mb/g rispetto al 2019, 5,6 mb/g sono imputabili al minor consumo nei Paesi OCSE. Quest'anno invece la richiesta

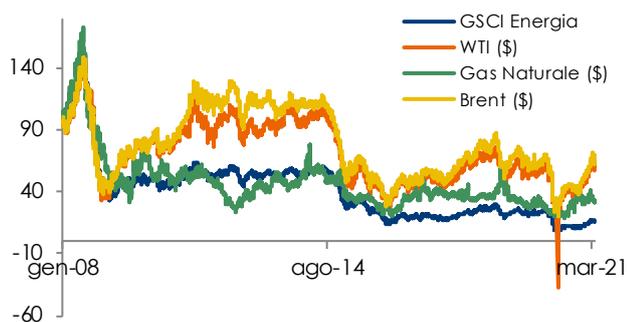
è attesa a 96,3 mb/g, 0,2 mb/g in più rispetto alla stima precedente, e la maggior parte è attribuibile ai Paesi non-OCSE. Le stime per il 1° semestre sono state riviste al ribasso per via delle misure restrittive poste per contrastare la diffusione del coronavirus in numerose parti d'Europa. Al contrario, per il 2° semestre sono state fatte revisioni al rialzo, sulle aspettative di una forte ripresa economica grazie alle campagne vaccinali in corso. L'offerta di petrolio da parte dei Paesi non appartenenti all'OPEC riferita al 2020 è stimata a 62,9 mb/g, in contrazione di 2,6 mb/g rispetto al 2019 ma in leggero aumento di 0,2 mb/g sull'ultimo dato. Al contrario, la produzione di quest'anno è rivista in crescita di 0,5 mb/g a 63,8 mb/g, sostenuta da maggiori estrazioni in Canada, Stati Uniti e Norvegia. Pertanto, l'offerta richiesta al Cartello per riequilibrare il mercato è stata limata verso il basso di 0,1 mb/g per il 2020 a 22,4 mb/g (-6,9 mb/g sul 2019) e di 0,2 mb/g per il 2021 a 27,3 mb/g. Secondo fonti secondarie, l'output dei Paesi OPEC a febbraio è diminuito di 0,7 mb/g rispetto al mese precedente, a 24,9 mb/g; analogamente a gennaio le scorte dei Paesi OCSE sono calate di 11 milioni di barili (mb) a 3.052 mb.

**EIA: previsioni della domanda 2021 in leggero calo, a fronte di un forte aumento dei prezzi.** L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di marzo ha aggiornato le sue previsioni di domanda e offerta di petrolio stimando per il 2021 un leggero calo della domanda ma un incremento della produzione. Lo scorso anno il mercato globale dovrebbe essersi chiuso con un surplus di 2,0 milioni di barili al giorno (mb/g), +0,1 mb/g rispetto al dato di febbraio, mentre quest'anno dovrebbe confermarsi in deficit di 0,4 mb/g. La domanda mondiale è stata rivista in modesto ribasso: -0,1 mb/g a 92,2 mb/g per il 2020 e -0,2 mb/g a 97,5 mb/g per il 2021 (3,7 mb/g in meno rispetto al 2019). Tuttavia, sul lato dei consumi rimane molta incertezza perché le tempistiche per un ritorno ai livelli pre-COVID dipendono dalla velocità nella distribuzione dei vaccini; probabilmente, la ripartenza avverrà a partire dalla seconda metà del 2021. L'offerta dei Paesi non-OPEC del 2020 è rimasta invariata a 63,6 mb/g, mentre quella di quest'anno è stata aumentata di 0,2 mb/g a 65,2 mb/g, contro i 66,0 mb/g del 2019. La produzione da parte dei Paesi appartenenti al Cartello (the "call on OPEC supply") è attesa stabile a 25,6 mb/g nel 2020, per poi raggiungere quest'anno i 26,8 mb/g (-0,4 mb/g sulla stima precedente). I prezzi del petrolio hanno fatto registrare un forte incremento, sostenuti sia dalla fiducia nel recupero della domanda (grazie alla diffusione dei vaccini e all'allentamento delle misure restrittive) sia dal prolungamento fino ad aprile del taglio volontario alla produzione di 1 mb/g da parte dell'Arabia Saudita. Allo stesso tempo, anche il rigido freddo invernale che a febbraio ha colpito gli Stati Uniti, e in particolare il Texas, ha messo pressione ai prezzi. Il costo del Brent nel 2021 è previsto in media a 60,7 dollari al barile (\$/b), in rialzo di 7,5 \$/b dallo scorso mese, a fronte dei 41,7 \$/b nel 2020. Lo spread tra Brent e WTI nel biennio 2020/21 dovrebbe allargarsi a 3,7 \$/b anziché 3,0 \$/b precedente.

**IEA: leggero miglioramento della domanda per il 2021, prosegue la discesa delle scorte.** L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di marzo, ha aggiornato le stime sui fondamentali di greggio prevedendo un leggero miglioramento della domanda per quest'anno. Il consumo globale nel 2020 è stato confermato a 91,0 milioni di barili al giorno (mb/g) mentre nel 2021 è stato rivisto in marginale rialzo di 0,1 mb/g a 96,5 mb/g. A inizio anno la domanda è stata più forte del previsto a causa di basse temperature nel nord dell'Asia, in Europa e negli Stati Uniti. I consumi, grazie alla ripresa economica e agli effetti della campagna vaccinale in corso, entro fine 2021 dovrebbero recuperare circa il 60% del volume perso a causa della pandemia, mentre dovrebbero tornare ai livelli pre-COVID solamente nel 2023. L'offerta mondiale è prevista in diminuzione di 2 mb/g a 91,6 mb/g in seguito alle minori estrazioni negli Stati Uniti, sempre per via del clima rigido a febbraio, e al taglio volontario di 1 mb/g dell'Arabia Saudita. La produzione dei Paesi non appartenenti all'OPEC è stata lasciata invariata a 63,1 mb/g per lo scorso anno, contro i 63,9 mb/g previsti per il 2021 (-0,1 mb/g rispetto al dato precedente). Al contrario, l'offerta da parte dei Paesi appartenenti al Cartello, necessaria per riequilibrare il mercato, è stimata in aumento, seppur modesto, sia per il 2020 sia per il 2021: a 22,8 mb/g (+0,1 mb/g) e a 27,3 mb/g (+0,2 mb/g), rispettivamente. Le scorte dei

Paesi OCSE proseguono il loro trend di riduzione e a gennaio sono scese a 3.023 mb, -40 mb rispetto al mese precedente ma ancora 110 mb sopra il livello di un anno fa, all'inizio della crisi pandemica. Analogamente, le scorte globali risultano ancora ampie rispetto ai valori storici nonostante lo stabile calo in atto, dovuto al freno della produzione posto dall'OPEC+, dopo il forte accumulo che si era verificato durante il 2° trimestre del 2020. La fase di decrescita si intensificherà nella seconda parte dell'anno, sulle attese di un rafforzamento della domanda.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.03.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	316,7	19,4	29,0	40,0	18,6
WTI (\$)	57,8	19,8	43,3	140,6	19,0
Brent (\$)	60,8	18,5	44,9	123,9	17,4
Gas Naturale (\$)	2,5	-0,4	11,6	51,7	-1,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: permane il cauto ottimismo sul petrolio ma lo spazio di rialzo si è fatto, fisiologicamente, meno ampio.** Il petrolio non nega il proprio scenario di fondo ancora improntato al costante rafforzamento. Malgrado i ribassi degli ultimi giorni, gli investitori si confermano comunque cautamente ottimisti circa la domanda di greggio nei prossimi mesi, soprattutto proveniente da Cina e Stati Uniti, mentre inizia a pesare l'assenza della domanda in arrivo dall'Eurozona. Tra gli altri rischi figurano un dollaro americano più forte del previsto e la volatilità sui mercati finanziari, che potrebbero minare la propensione al rischio degli investitori per gli asset più rischiosi (e redditizi), come appunto il petrolio. Nei prossimi mesi, i principali rischi per il nostro scenario sono legati all'offerta: un possibile ritorno delle esportazioni iraniane, nel caso in cui venisse raggiunto un nuovo accordo sul nucleare (visto l'approccio della nuova Amministrazione Biden) e un aumento superiore alle attese della produzione di *shale oil* negli Stati Uniti. Nonostante questo quadro, che appare più ricco di insidie rispetto a qualche settimana fa, 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 consolida il proprio ritmo di recupero, senza accelerare, e che continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio. Le stime Intesa Sanpaolo e le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nelle tabelle di seguito.

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

	Valore		2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	57,8	56,7	56,8	57,3	56,9	58,0	
Brent (\$)	60,8	60,0	60,0	60,0	60,2	61,0	
Gas Naturale (\$ cent.)	2,5	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore		2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2021	2022
WTI (\$)	57,8	68,0	70,0	71,0	66,8	73,0	
Brent (\$)	60,8	70,0	72,0	73,0	68,8	75,0	
Gas Naturale (\$ cent.)	2,5	2,4	2,4	2,7	2,6	2,7	

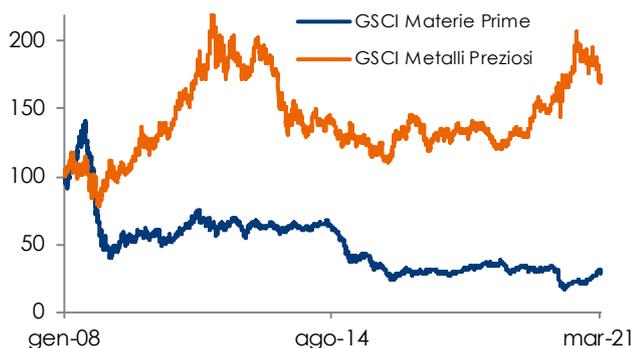
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: consolidamento della debolezza nel 2021

### La ripresa economica e l'irripidimento delle curve dei Treasury penalizzano le quotazioni dei Preziosi nel 2021.

Come abbiamo più volte detto, se il 2020 è stato caratterizzato dal rialzo delle quotazioni dei Preziosi, in scia alla richiesta di asset rifugio, la situazione è decisamente cambiata con l'inizio delle campagne vaccinali del 2021. Oro e Preziosi sono tornati ai minimi da giugno, mettendo a segno performance negative da inizio anno, a causa di uno scenario macroeconomico che, diventando più sereno, è risultato sfavorevole per le quotazioni degli asset difensivi. L'attesa di una solida ripresa della crescita economica globale e la riduzione dei rischi sanitari hanno decisamente minato la richiesta di oro che, in aggiunta, ha dovuto contrastare anche l'aumento dei rendimenti dei Treasury USA, divenuti quindi una asset class concorrente nelle scelte di investimento degli operatori. I bassi tassi di interesse reali che avevano calmierato i rendimenti di altri beni rifugio, rendendo l'oro più attraente in confronto ad altri investimenti, sono venuti meno negli Stati Uniti e questo ha decisamente peggiorato lo scenario sulle quotazioni dei Preziosi. Inoltre, nonostante le aspettative di inflazione siano in risalita, scontando un recupero del ciclo forse eccessivo, il dollaro non è più così debole a causa dell'azione espansiva della Fed, due aspetti che stanno ulteriormente penalizzando i Preziosi e l'oro. In particolare, la valuta USA sconta finalmente il recupero del ciclo americano ed è tornata ad apprezzarsi in modo evidente, esprimendo con maggior coerenza il buon stato di salute dell'economia statunitense.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 23.03.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.215,9	12,1	-12,5	3,3
GSCI Met. Preziosi	2.007,9	-8,7	29,3	34,7
Oro (\$)	1.728,0	-9,0	31,5	41,4
Argento (\$)	25,1	-4,6	63,0	65,5
Platino (\$)	1.174,1	9,7	38,6	23,4
Palladio (\$)	2.616,9	6,8	68,5	350,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Prosegue la divergenza tra oro e argento, suggerendo il monitoraggio del rapporto oro/argento.

La divergenza in atto nella dinamica fra i due metalli prosegue suggerendo quindi il monitoraggio del rapporto fra oro e argento. Rapportare il prezzo delle due materie prime permette di stimare il possibile andamento dei prezzi singoli dei due metalli. Il rapporto oro/argento staziona attualmente al di sotto della propria media di lungo periodo. Sappiamo che statisticamente ogni andamento di valore che si distanzi eccessivamente dalla propria media tende inevitabilmente a tornarci. La divergenza di andamento in atto fra i due metalli non ci dice però quale dei due metalli, che compongono il rapporto di confronto, trascinerà il rapporto di nuovo verso la media. Intuire chi muoverà questo rapporto non appare di semplice formulazione: se da un lato il rapporto oro/argento ci invita a indicare un possibile recupero del metallo giallo rispetto all'argento, anche questo mese l'appeal del secondo come componente di molti processi industriali (ivi compreso il settore dei circuiti elettrici e fotovoltaici) lo ha portato di nuovo a sovraperformare rispetto al metallo giallo. Questo fenomeno inizia a diventare un'anomalia di cui tener conto e che ci porta a pensare a una strutturale divergenza che veda l'argento ancora nettamente favorito rispetto all'oro per via della sua natura "industriale". Il rapporto oro/argento potrebbe infatti registrare una diminuzione strutturale nel corso dei prossimi anni, toccando un minimo di 60 nel 4° trimestre 2021; si tratterebbe del livello più basso dal 2011, dovuto a un atteso

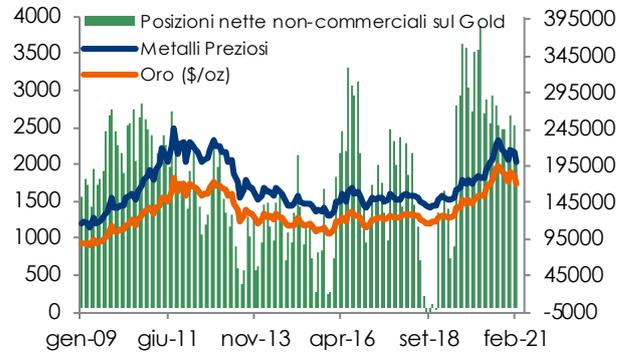
significativo aumento della domanda di argento nel settore industriale, per via soprattutto degli investimenti nel comparto delle energie rinnovabili.

#### Rapporto oro/argento da gennaio 2008



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

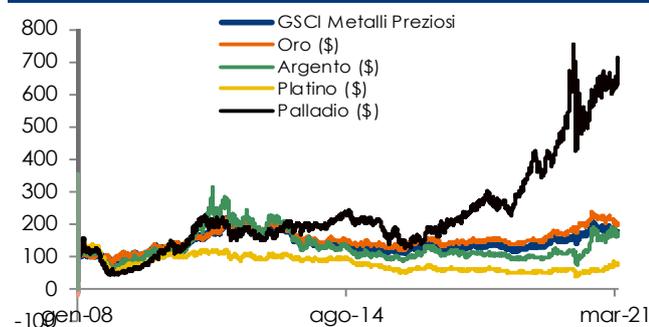
**Oro e argento: si accentuano le divergenze, con l'oro più penalizzato dall'argento dal miglioramento dello scenario globale.** Si accentua il disinteresse degli investitori per l'oro a causa dell'aumento dei rendimenti dei Treasury, che, accrescendo il costo-opportunità della detenzione di asset infruttiferi (ricordiamo che l'oro al contrario delle obbligazioni non stacca cedole), penalizza l'oro nelle scelte allocative dei soggetti che vogliono investire. In aggiunta, il rafforzamento del dollaro americano rende meno conveniente l'acquisto dei derivati finanziari sul metallo giallo, mentre l'argento sembra tenere maggiormente proprio grazie alla sua natura non solo di bene rifugio ma soprattutto di componente industriale.

**Oro.** Da inizio anno si stanno registrando ingenti deflussi di liquidità (sempre abbondante ed a basso costo, sul mercato) proprio dagli ETF sull'oro, a favore di altri strumenti di investimento. Le ultime statistiche a cura del World Gold Council (WGC) evidenziano un progressivo indebolimento della domanda di oro negli ultimi trimestri. Nel 4° trimestre 2020, la domanda di lingotti e monete era l'unica componente positiva della domanda di oro. I forti deflussi dagli ETF, partiti proprio alla fine dello scorso anno, furono generati da uno scenario già sfavorevole per gli impieghi dell'oro nei settori non finanziari, a causa dell'inizio delle campagne vaccinali e al miglioramento del sentiment economico. Un quadro che aveva spinto la domanda totale nel trimestre a 783 tonnellate, il livello più basso degli ultimi 11 anni (il trimestre peggiore dal 2° trimestre 2008, corrispondente a una diminuzione del 28% a/a). I dati del WGC per l'intero 2020 mostrano un calo della domanda mondiale a 3.760 tonnellate, pari al 14% a/a, il livello annuo più basso dal 2009. Nonostante il rialzo delle curve dei Treasury e il rafforzamento del dollaro, la Fed appare intenzionata a mantenere, anche nel 2021, una politica monetaria molto espansiva, e questo potrebbe essere di supporto all'oro come strumento di difesa contro l'inflazione, visti i segnali lanciati in questo senso dai mercati, che stanno anticipando, forse con troppa foga, una eventuale perdita di potere d'acquisto del denaro, causata dal ritorno dell'inflazione. Proprio questo aspetto dovrebbe impedire alle quotazioni di scendere sotto 1.700 dollari l'oncia facendole stazionare invece, nel 2021, sopra tale soglia.

**Argento.** L'argento è anche un metallo industriale largamente impiegato nell'elettronica, nei veicoli elettrici e in generale in tutta quell'area denominata "Economia Sostenibile", che appare al centro di tutte le azioni di stimolo alla crescita. Proprio questa sua natura che lo differenzia dall'oro, inteso come asset difensivo, è il motivo della sua costante sovraperformance rispetto al metallo giallo. L'argento dovrebbe continuare a seguire il rialzo dei metalli industriali e trarre beneficio dai maggiori investimenti previsti nel settore fotovoltaico, mentre l'oro dovrebbe risentire delle diverse scelte degli investitori, più propensi all'acquisto di asset ciclici rispetto a quelli difensivi. Non escludiamo che il rialzo dell'argento, per l'insieme dei fattori sopra elencati,

risulti alla fine maggiore di quanto stiamo attualmente stimando, proprio per la difficoltà nello stabilire quanta accelerazione avranno i settori cosiddetti "green" che vedono il largo impiego dell'argento come componente industriale.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.03.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.007,9	-8,0	-7,0	5,8	-8,7
Oro (\$)	1.728,0	-8,1	-7,6	6,1	-9,0
Argento (\$)	25,1	-2,5	9,6	78,4	-4,6
Platino (\$)	1.174,1	14,2	38,9	67,4	9,7
Palladio (\$)	2.616,9	11,6	17,6	37,2	6,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Platino e Palladio: la metamorfosi del settore Auto resta il principale fattore di stimolo.** Ribadiamo il quadro di fondo per platino e palladio. Entrambi sono protagonisti del processo di rivoluzione che sta interessando, a livello mondiale, il settore dell'Auto. I veicoli a benzina (i cui catalizzatori contengono palladio) restano destinati ad uscire vincitori nel processo di cambiamento tecnologico e ambientale in corso, soppiantando i motori diesel (catalizzatori contenenti platino). In realtà, i segnali giunti da questi primi mesi di vendite auto che possiamo definire "post pandemia", segnalano come una certa domanda di veicoli leggeri, dotati di motori diesel, stia rappresentando un fattore di sostegno anche alla domanda di platino che potrebbe limitare la sottoperformance rispetto al palladio. Questo però senza negare che, in prospettiva, la richiesta di platino derivante da questo settore è destinata a contrarsi. Per concludere, se la ripresa dell'economia mondiale dovesse rivelarsi ancora più robusta di quanto attualmente ci aspettiamo, o se il dollaro dovesse tornare ad indebolirsi, il prezzo del palladio potrebbe salire anche oltre le nostre attuali previsioni, spinto da vendite di auto superiori alle attese, grazie al determinante apporto dei veicoli ibridi e a benzina (dotati di catalizzatori al palladio).

**Outlook Neutrale, permane il consolidamento del comparto ma con andamenti diversi per le singole componenti.** Il consolidamento delle quotazioni dei Preziosi proseguirà restando coerente con la diminuzione del rischio sui mercati. L'Outlook neutrale è giustificato dai differenti andamenti delle componenti e dai diversi pesi che le medesime hanno nel comparto. Se le nostre previsioni sull'oro sono di un consolidamento della debolezza, diverse sono le considerazioni su argento, palladio e platino. Il peso di uno scenario non positivo per l'oro, all'interno dei Preziosi, verrà così controbilanciato da prospettive più rosee su argento, sul palladio e marginalmente sul platino. Confermiamo l'idea che nel 2021 l'argento possa sovraperformare rispetto all'oro grazie all'aumento della domanda proveniente da diversi settori industriali: Auto, Elettronica, Economia Green. Nel breve ribadiamo, ancora una volta, un quadro di consolidamento su buoni livelli delle quotazioni di tutti i componenti del comparto. Nel medio termine non escludiamo un maggior rallentamento dei prezzi ma senza eccessivi ribassi delle quotazioni viste le tensioni in atto sui tassi di interesse reali e il movimento sulle aspettative di inflazione che anticipano, forse in modo eccessivo, un surriscaldamento dei prezzi dovuto alla ripresa del ciclo economico.

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

	Valore 23.03.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.728,0	1.800,0	1.800,0	1.785,0	1.794,0	1.700,0
Argento (\$)	25,1	25,5	25,0	24,1	25,5	23,4
Platino (\$)	1.174,1	1.100,0	1.125,0	1.175,0	1.130,5	1.175,0
Palladio (\$)	2.616,9	2.400,0	2.425,0	2.450,0	2.416,0	2.425,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

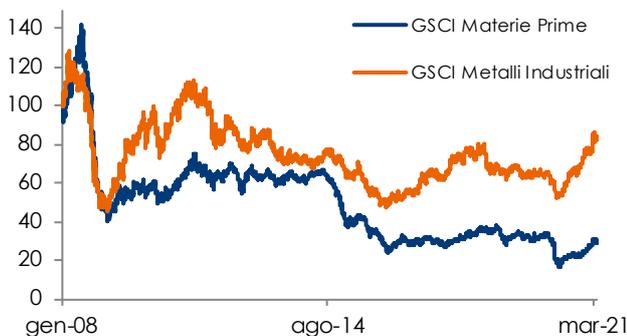
	Valore 23.03.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.728,0	1.720	1.700	1.700	1.730	1.620
Argento (\$)	25,1	27,5	27,8	28,0	27,5	29,5
Platino (\$)	1.174,1	1.200	1.240	1.270	1.215	1.300
Palladio (\$)	2.616,9	2.350	2.400	2.400	2.375	2.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli industriali: spinti dalla crescita ecosostenibile

**Riconfermiamo il quadro di rialzo della domanda di metalli generata dai piani infrastrutturali varati in moltissime economie.** La diffusione dei vaccini contro il coronavirus ha rafforzato le attese di ripresa dell'economia, che poggiano anche sul varo dei piani infrastrutturali in molte economie del mondo. Molta di questa domanda in arrivo dall'Asia si sta scaricando soprattutto sui metalli più direttamente coinvolti nei processi industriali legati all'elettronica, visto lo scenario futuro di rimodulazione del lavoro, che vedrà l'aumento dei consumi di prodotti provenienti da quel settore. I Metalli industriali dovrebbero inoltre trarre vantaggio da politiche fiscali mirate alla salvaguardia dell'ambiente, un approccio che necessita di grandi infrastrutture ad alto assorbimento di metalli. In generale, gli investimenti legati a questo cambiamento infrastrutturale dei sistemi economici di quasi tutti i grandi Paesi determineranno un sensibile aumento della domanda di tutte le materie prime, nei prossimi anni. Nel breve termine, dopo il deciso rialzo delle quotazioni, partito già nella seconda metà del 2020 e continuato in questi primi mesi dell'anno 2021, riteniamo che un consolidamento dei prezzi possa considerarsi fisiologico prima di ripartire col rialzo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

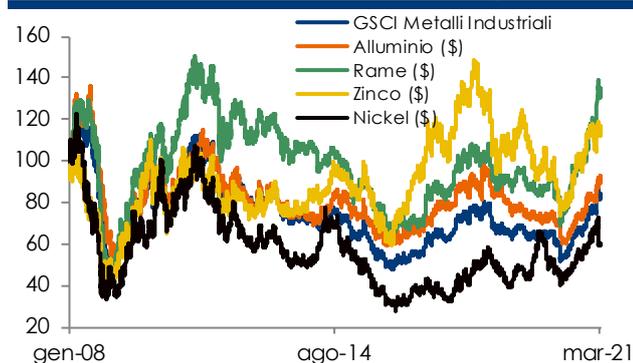
	Valore 23.03.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.215,9	12,1	-12,5	3,3
GSCI Industriali	1.545,1	10,4	21,9	58,5
Rame (\$)	8.980,0	15,6	42,3	81,6
Alluminio (\$)	2.219,5	12,1	16,6	50,4
Zinco (\$)	2.825,3	3,5	-0,7	54,3
Nickel (\$)	16.149,0	-2,8	24,3	86,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: volatilità nei dati a inizio anno ma l'attività industriale è robusta.** I dati sull'attività economica relativa ai mesi di gennaio e febbraio, oltre alla tipica volatilità stagionale che di norma si registra nel periodo in esame per la coincidenza con le festività per il capodanno lunare e che unisce in una sola lettura le informazioni relative ai due mesi, risultano di complessa interpretazione a causa di un effetto statistico di comparazione particolarmente favorevole rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, quando il severo lockdown introdotto in seguito alla diffusione dei contagi da COVID-19 ha bloccato l'economia cinese. Le rilevazioni congiunte dei due mesi di gennaio e febbraio (relative a commercio internazionale, vendite al dettaglio, produzione industriale, investimenti fissi ed immobiliari) hanno infatti registrato forti aumenti, superiori al 30% a/a, limitando la possibilità di estrarre maggiori informazioni circa il ritmo di ripresa dell'economia cinese e l'impatto dei confinamenti introdotti nelle province settentrionali del Paese per far fronte alla recrudescenza dei contagi. Le **indagini PMI** di febbraio mostrano segnali di decelerazione del ritmo di ripresa a inizio anno diffusi a manifattura e servizi. Il rallentamento dovrebbe comunque risultare transitorio, in quanto le imprese continuano a mostrare un solido ottimismo prospettico per la riaccelerazione della ripresa globale. Guardando allo spaccato dei dati, alla luce degli spunti emersi dai sondaggi condotti tra le imprese emerge una certa divergenza nella forza sottostante della ripresa. La **produzione industriale** sembrerebbe infatti aver mantenuto una solida velocità di crociera: l'attività manifatturiera ha ormai raggiunto e superato i livelli pre-COVID ed è inistradata su di un solido sentiero di espansione che nel primo bimestre del 2021 ha accelerato, sostenuta da una sostenuta domanda di esportazioni. L'accelerazione potrebbe essere imputabile anche a minori spostamenti durante le festività per il capodanno lunare, con molti cittadini cinesi che sono rimasti nei posti di lavoro. A fronte di una

solida ripresa industriale emergono invece segnali di indebolimento per i consumi interni: le **vendite al dettaglio** infatti, al netto di un effetto base particolarmente favorevole, hanno risentito della riduzione degli spostamenti durante le celebrazioni. Anche al netto della volatilità di inizio anno, il quadro che emerge sembrerebbe confermare le indicazioni caratteristiche della ripresa del 2020: un robusto recupero dell'attività industriale trainata dalla domanda estera a fronte di utilizzi interni, sia in termini di consumi privati che di investimenti, in recupero ma ancora fragili. Le dinamiche di crescita per il 2021 potrebbero continuare a riflettere questi andamenti, con l'ampio stimolo fiscale statunitense che dovrebbe sostenere la domanda di beni importati dalla Cina; analogamente, il graduale ritorno alla normalità sul fronte sanitario anche nel resto del mondo dovrebbe favorire le produzioni di Pechino.

**Il quadro dei fondamentali resta ancora favorevole.** Non cambiano i temi di fondo: tutte le componenti del comparto stanno beneficiando di una forte crescita della domanda, in particolare asiatica, che stride con un'offerta mineraria in recupero ma non ancora sufficiente a equilibrare la richiesta, generando così una certa pressione rialzista sui prezzi. Il **rame** consolida intorno a 9.000 dollari per tonnellata, livello raggiunto per la prima volta dal 2011, pur senza segnare un nuovo record storico (area 10.000 dollari) ma lambendo area 9.600 dollari grazie alla domanda cinese e agli acquisti finanziari. La forte crescita della domanda mondiale si è infatti scontrata con un deficit di offerta, dopo anni di investimenti insufficienti e di rendimenti decrescenti dei siti minerari attivi che, per giunta, non hanno colmato i gap produttivi dovuti al lockdown degli scorsi mesi. Il quadro positivo sul rame potrebbe essere guastato solo se il dollaro americano dovesse rafforzarsi più del previsto o se la ripresa economica dovesse rivelarsi più debole di quanto ci si aspetta. Va detto che, in questa ipotesi, tutti i Metalli industriali potrebbero accusare un calo delle quotazioni. Scenario meno positivo per l'**alluminio**, poiché il mercato globale sembra essere ben fornito di materiale, grazie ad un probabile aumento dell'offerta proveniente da diversi produttori concorrenti del principale player sull'alluminio: la Cina. Se anche la Cina dovesse ridurre il proprio eccesso di capacità produttiva, il mercato mondiale dell'alluminio difficilmente andrebbe in deficit proprio per l'apporto di altri soggetti in grado di garantire un'offerta di materiale comunque di buona qualità. Nessuna novità di rilievo dal fronte dello **zinco**, il cui rialzo verte su aspettative di maggiori investimenti nel settore dell'edilizia e delle infrastrutture, a cui si somma il tema delle nuove tecnologie di costruzione delle batterie per l'auto elettrica (che però ha ancora i contorni della vera e propria scommessa tecnologica). I prezzi del **nickel** sono saliti ai massimi da sei anni sulla scia delle crescenti aspettative derivanti dalla domanda proveniente dal settore dei veicoli elettrici. Dopo il recente storno delle quotazioni, dovuto alla minaccia di una maggiore offerta di nickel cinese per il mercato delle batterie, i prezzi sembrano resistere senza grossi sforzi sopra la soglia di 16.000 dollari e dovrebbero riprendere il loro andamento al rialzo nelle prossime settimane, consolidando il nostro scenario di ottimismo. Dopo l'Indonesia, che ha siglato una serie di accordi con Tesla ed è anche il principale produttore di ghisa nichelata (NPI), una componente basilare utilizzata nella produzione di acciaio inossidabile, Tesla ha stipulato un ulteriore accordo con Tsinshang Holding Group Co., il principale produttore di semi-lavorati non ferrosi cinese, per garantirsi le future forniture di componenti per le batterie. Questo dopo che la stessa Tsinshang aveva dichiarato l'intenzione di accrescere il proprio impegno nell'estrazione e nella lavorazione del nickel, dando il via ad un ribasso dei prezzi del metallo sui timori di un eccesso di offerta.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

	23.03.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.545,1	8,9	27,8	56,6	10,4
Rame (\$)	8.980,0	15,3	37,7	86,5	15,6
Alluminio (\$)	2.219,5	9,3	27,6	43,4	12,1
Zinco (\$)	2.825,3	1,1	18,5	56,0	3,5
Nickel (\$)	16.149,0	-5,0	13,2	43,4	-2,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, non cambiano le attese di crescita delle quotazioni.** Il comparto si conferma come il maggior beneficiario delle aspettative di crescita economica, in questa fase che i mercati sembrano valutare come post-pandemica. Nel lungo periodo, i Metalli Industriali saranno probabilmente il comparto delle materie prime che maggiormente verrà coinvolto nei processi di mutamento infrastrutturale che riguarderanno tutti i grandi paesi moderni intenzionati a proseguire nella transizione verso un modello economico più ecosostenibile. La forte salita dei prezzi, registrata nei primi due mesi di quest'anno, potrebbe lasciar spazio a qualche presa di beneficio nel breve termine, prima che riprenda il rialzo delle quotazioni. Alla luce di questo quadro, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo per il futuro, pur mantenendo un approccio prudente nelle nostre previsioni di breve termine, visto il rialzo già messo a segno. Permane infatti il rischio che le quotazioni abbiano anticipato troppo in fretta questo scenario di mutamento strutturale e di forte crescita della domanda di metalli, lasciando spazio a qualche storno delle quotazioni che potrebbe comunque verificarsi nel corso del 2021.

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	8.980,0	8.375	8.075	8.100	8.050	8.060
Alluminio (\$)	2.219,5	2.100	2.075	2.067	2.063	2.021
Zinco (\$)	2.825,3	2.850	2.858	2.825	2.783	2.673
Nickel (\$)	16.149,0	17.375	17.500	17.709	17.144	18.003

Fonte: consenso Bloomberg

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

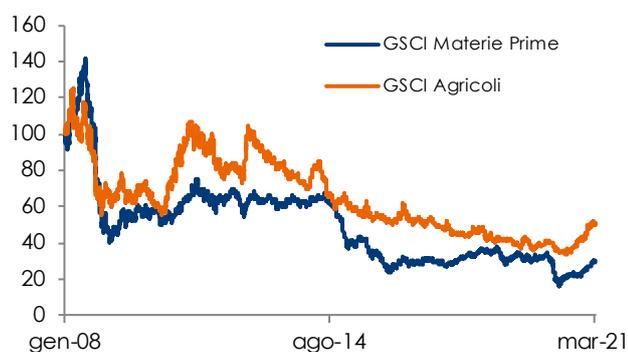
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2022
Rame (\$)	8.980,0	9.500	9.800	10.000	9.425	10.500
Alluminio (\$)	2.219,5	2.160	2.220	2.280	2.190	2.275
Zinco (\$)	2.825,3	2.850	2.950	3.000	2.900	3.080
Nickel (\$)	16.149,0	16.800	17.800	18.500	17.750	19.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: resta forte l'appeal da parte degli investitori

**Nonostante qualche incertezza prosegue il trend rialzista degli Agricoli.** Le commodity agricole, che avevano chiuso il 2020 all'insegna di quotazioni in rialzo, da inizio anno hanno proseguito questo trend rialzista, in scia alle aspettative di una crescita globale più solida, di un aumento dei consumi di tutte le commodity e intimorite da eventuali mancanze nelle forniture dalle varie regioni di produzione. Soia, mais e caffè hanno incrementato i loro prezzi a causa dei timori di una prolungata siccità in Sud America. Le quotazioni del frumento sono salite a causa di condizioni meteorologiche avverse nell'Europa dell'Est e di minori forniture provenienti dalla Russia. I prezzi di olio di palma, zucchero e riso hanno subito pressioni rialziste sfruttando le stime di scarsi raccolti provenienti dal sud-est asiatico e sui ritardi nelle spedizioni in partenza dall'India. Infine, il prezzo del cacao ha registrato un aumento dovuto ai maggiori costi legati alle forniture provenienti dai due principali produttori, Ghana e Costa d'Avorio, dopo l'introduzione del sussidio obbligatorio di 400 dollari a tonnellata esportata, a carico delle multinazionali del settore dolciario. I fondamentali restano in marginale miglioramento; la domanda, specie dai Paesi Emergenti, resta molto robusta e questo ci consente di esprimere un cauto ottimismo sul futuro del comparto.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

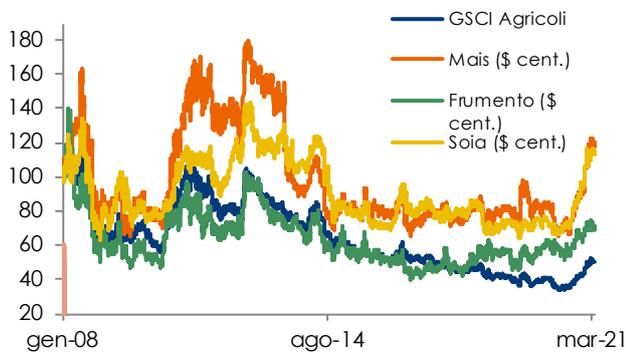
	Valore 23.03.2021	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.215,9	12,1	-12,5	3,3
GSCI Agricoli	425,1	6,3	24,3	-5,8
Mais (\$ cent)	551,3	13,9	45,7	49,0
Frumento (\$ cent.)	634,8	-0,9	36,2	37,1
Soia (\$ cent)	1.423,3	8,2	57,5	56,3
Cotone (\$ cent)	83,5	6,9	9,1	44,7
Cacao	2.447,0	-6,0	13,3	-17,4
Zucchero	15,4	-0,4	22,8	-2,8
Caffè (arabica)	127,60	-0,5	35,9	-2,7
Caffè (robusta)	1.362,0	-0,9	-8,0	-8,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**WASDE: aumenta la richiesta di frumento, a causa di rincari sul prezzo del mais.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di marzo, 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 mercato del **frumento** dovrebbe mostrare un'ampia offerta e una maggior domanda, a fronte di scorte ridotte. La produzione dovrebbe raggiungere il massimo storico di 776,8 milioni di tonnellate (mt) da 773,4 mt precedenti, sostenuta dai raccolti record in Australia. Il consumo globale è atteso in crescita di 6,6 mt a 775,9 mt, in seguito al largo uso per fini alimentari e mangimi in Cina. A gennaio e febbraio le scorte di grano cinese sono diminuite ampiamente: il rincaro del mais ha spostato la domanda dei consumatori cinesi sul frumento. In seguito a questa dinamica, le scorte finali mondiali sono diminuite di 3,0 mt a 301,2 mt, livello comunque superiore a quello del 2019/20. Il commercio del **mais** dovrebbe continuare a beneficiare di volumi di gran lunga più ampi di quelli registrati nella scorsa stagione, confermandosi però in deficit di offerta. La produzione dovrebbe salire a 1.136,3 mt (+2,2 mt rispetto a febbraio), grazie all'aumento del rendimento delle colture in India, Sud Africa e Bangladesh, che ha parzialmente compensato il calo in Messico. La domanda è stata rivista in marginale rialzo di 1,3 mt a 1.151,8 mt, così come gli stock finali: a 287,7 mt (+1,2 mt), in calo però dalle 303,1 di inizio periodo. Per quanto riguarda la **soia**, che si conferma un cereale dal mercato in forte ascesa, sono attesi modesti incrementi per tutti i fondamentali. La produzione dovrebbe subire un aumento di 0,7 mt a 361,8 mt, spinta da maggiori raccolti in Brasile e Argentina, che hanno sopperito alle avverse condizioni

climatiche in Argentina, mentre la domanda dovrebbe salire a 371,3 mt (+1,5 mt). Le scorte invece arrestano il loro trend di riduzione registrando un modesto +0,3 mt e si portano a 83,7 mt.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.03.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	425,1	10,7	10,7	10,7	6,3
Mais (\$ cent.)	551,3	22,2	51,7	58,7	13,9
Frumento (\$ cent.)	634,8	1,2	15,5	13,0	-0,9
Soia (\$ cent.)	1.423,3	12,6	42,3	60,5	8,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

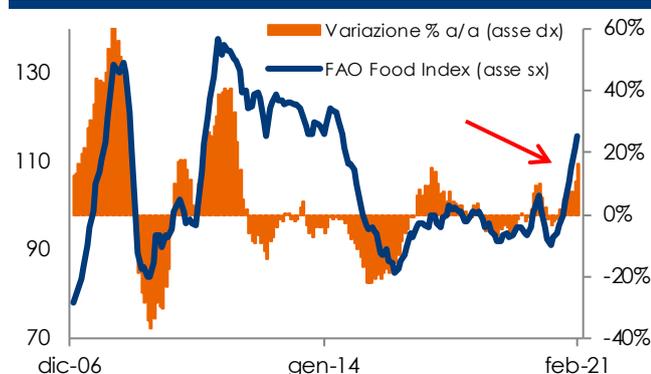
#### FAO: l'indice dei prezzi delle materie prime alimentari è in crescita per il nono mese consecutivo.

A febbraio l'indice FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari ha proseguito il trend di crescita facendo registrare un +2,4% m/m e raggiungendo il valore più alto da luglio 2014. L'incremento è diffuso a tutti i comparti ma è stato sostenuto in particolar modo dai forti guadagni di zucchero e oli vegetali. I listini dei cereali hanno fatto registrare un modesto aumento mensile (+1,5%) ma un ampio incremento annuale: +26,5%. La persistente solida domanda da parte della Cina ha spinto in forte rialzo sia i prezzi del sorgo sia quelli del mais; al contrario, quelli di riso e frumento sono rimasti piuttosto stabili. Con una crescita del 6,2% m/m, le quotazioni degli oli vegetali sono ai massimi da aprile 2012. Le preoccupazioni per minori scorte nei paesi esportatori hanno fatto crescere il costo dell'olio di palma per il nono mese consecutivo, mentre la rigidità nell'offerta di olio di soia ne ha sostenuto il prezzo. Anche le quotazioni dei prodotti lattiero-caseari hanno registrato il nono incremento mensile di seguito (+1,7%), supportate da una limitata offerta di burro in Europa e una maggior domanda di latte intero in polvere a causa di una possibile riduzione dell'export neozelandese dovuta al clima secco. L'indice delle carni, con una modesta crescita dello 0,6% m/m, segna il quinto rialzo consecutivo ma rimane inferiore del 4,0% al livello registrato nello stesso periodo dell'anno scorso. Aumenta la quantità di carne di maiale invenduta in Germania per via del divieto di esportazione sul mercato asiatico, a fronte di riduzioni nella disponibilità di pollame e bovini. Il costo dello zucchero è salito del 6,4% m/m, raggiungendo il suo livello più alto da aprile 2017, sostenuto dalle persistenti preoccupazioni riguardo una modesta offerta globale nella stagione 2020/21, in seguito a un calo della produzione da parte dei principali produttori, India e Brasile, e a una forte domanda da parte dell'Asia.

**FAO: previsioni al rialzo per la produzione mondiale di cereali nella stagione 2020/21.** Nel rapporto di marzo sulla domanda e offerta di cereali, la FAO ha stimato ampi incrementi diffusi a tutti i fondamentali. L'output globale riferito al 2020 è previsto a 2.761 milioni di tonnellate (mt), in crescita di 17 mt da febbraio e dell'1,9% a/a. Il miglioramento riflette principalmente le maggiori stime di raccolto di grano in Australia, Unione Europea e Kazakistan, ma anche quelle di mais in Africa Occidentale e Romania, e quelle di riso in India. Per il 2021 le attuali indicazioni suggeriscono un modesto aumento della produzione di frumento in Europa e di mais in Argentina, Brasile e Sud Africa. Il consumo globale di cereali per la stagione 2020/21 dovrebbe raggiungere le 2.766 mt, quota superiore di 4,3 mt rispetto al dato del mese precedente e di 54 mt (2,0%) rispetto al livello di un anno fa. A fronte di un modesto calo nella richiesta di grano dovuto al suo rincaro, si attende un incremento sia della domanda di riso, soprattutto per fini alimentari, sia di mais, specialmente in Africa. Le stime delle scorte di cereali sono state riviste in rialzo di 9,0 mt a 811 mt, ma nonostante questo dovrebbero risultare inferiori dello 0,9% (7,6 mt)

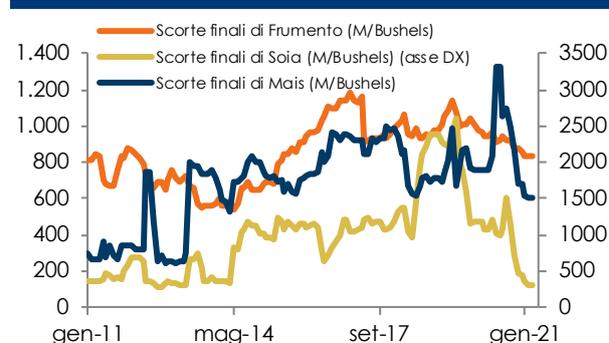
rispetto al loro valore iniziale. Il rapporto scorte/consumi per il 2020/21 dovrebbe così ridursi al 28,6% dal 29,6% della scorsa stagione, toccando il minimo di sette anni.

#### FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: FAO, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Scorte finali di cereali, stime WASDE



Fonte: WASDE, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo, minori timori sulle forniture ma resta forte l'appeal come asset

**di investimento.** Il clima di ottimismo sui mercati si rafforza grazie all'effetto positivo generato dalla distribuzione dei vaccini. Questo supporta, di conseguenza, anche lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli su livelli alti; i prezzi, pur avendo già corso molto, dovrebbero comunque restare sostenuti per il resto del 2021, a fronte però di un cambiamento nei temi di fondo. I timori relativi alla mancanza di forniture dovrebbero allentarsi nei prossimi mesi, grazie al ritorno alla normalità (dopo i lockdown) in molti paesi produttori, con la conseguenza di ridurre la pressione rialzista sui prezzi futuri della maggior parte delle merci agricole dopo i recenti massimi. Di fondo però gli Agricoli restano un'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, supportando così le nostre previsioni sulle materie prime agricole, che restano positive.

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	551,3	535,0	515,0	495,0	517,5	462,5
Frumento (\$ cent.)	634,8	630,0	610,0	590,0	620,0	535,0
Soia (\$ cent.)	1.423,3	1.375,0	1.360,0	1.340,0	1.370,0	1.200,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	23.03.21	2021	2021	2021	2021	2022
Mais (\$ cent.)	551,3	540	520	500	525	485
Frumento (\$ cent.)	634,8	630	610	590	620	580
Soia (\$ cent.)	1.423,3	1.400	1.420	1.450	1.415	1.410

Fonte: Intesa Sanpaolo

#### Soft commodity

##### Cotone: consumi in crescita più dell'offerta; permane la pressione sui prezzi, almeno nel breve.

La gran parte dei coltivatori di cotone ha approfittato degli alti livelli raggiunti dal prezzo globale della fibra naturale, in questa stagione (ottobre 2020-settembre 2021), col risultato che almeno l'80% della produzione mondiale è stata sostanzialmente venduta. Il motivo principale per cui quest'anno i prezzi del cotone sono saliti, dai minimi registrati durante la pandemia della scorsa primavera, è dovuto all'incremento dei consumi che saranno superiori alla produzione globale. In relazione alla campagna di commercializzazione in corso (agosto 2020-luglio 2021), il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha fissato la produzione globale al minimo da quattro anni, mentre il consumo sarà superiore all'offerta per il secondo anno consecutivo. Un quadro che pur con cautela ci consente di confermare un certo ottimismo sul rialzo dei prezzi, nel breve termine, mentre nel medio-lungo lo scenario appare più difficile da decifrare.

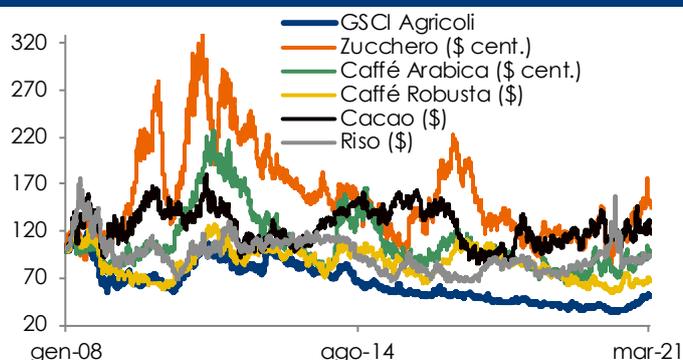
**Cacao: il raccolto "mid corp" dalla Costa d'Avorio potrebbe essere superiore alle attese.** Gli agricoltori ivoriani hanno recentemente dichiarato che i baccelli di medie e grandi dimensioni del cacao stanno maturando in modo regolare, senza aver subito alcun danno dalla siccità di febbraio, aggiungendo che la raccolta è prossima. La pioggia di inizio marzo, verificatasi al termine della stagione secca, potrebbe garantire un raccolto "mid corp" (il raccolto intermedio che viene effettuato da aprile a settembre) ampio e di alta qualità. Una notizia che certamente non è di supporto ai prezzi del cacao. Ghana e Costa d'Avorio, i due massimi produttori di cacao al mondo, hanno implementato il LID, una sorta di sovrapprezzo sul prodotto, nel tentativo mal riuscito di costringere le multinazionali dolciarie a garantire un prezzo minimo ai piccoli produttori locali. In realtà, entrambi i paesi hanno dovuto piazzare il loro cacao a forte sconto sul mercato, fronteggiando la concorrenza di Nigeria, Camerun ed Ecuador, paesi che, pur producendo un cacao di qualità inferiore, non impongono alcuna sovratariffazione, potendo così fornire un cacao decisamente più a buon mercato e in quantità maggiori e immediatamente disponibili. L'ICCO, la International Cocoa Organisation, prevede che il mercato globale del cacao possa restare in surplus di oltre 200.000 tonnellate di prodotto in questa stagione. La produzione di Costa d'Avorio e Ghana è prevista infatti in crescita a fronte di una domanda ancora debole a causa degli strascichi dell'emergenza sanitaria, che limita il consumo di cacao al di fuori del contesto domestico.

**Zucchero: attese di riduzione del surplus, bilanciate da un possibile calo dei consumi.** Il mercato dello zucchero, dopo tre anni caratterizzati da un forte surplus di offerta, nella stagione 2020/2021 (iniziata ad ottobre 2020) potrebbe essere contraddistinto da un lieve deficit di fornitura. La ragione sarebbe da ricercare nel possibile calo della produzione del Brasile. Le condizioni climatiche avverse hanno compromesso il potenziale del raccolto di canna da zucchero brasiliana e le stime di consenso sulla produzione di zucchero del Brasile sono ora comprese tra 36 e 36,5 milioni di tonnellate, in marginale ribasso rispetto alla stagione 2019/2020. Di contro, il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha recentemente ridotto le sue proiezioni per il consumo di zucchero e le importazioni per la stagione 2020/21, dopo che le rilevazioni hanno mostrato un ritmo di utilizzo del prodotto particolarmente basso in questi primi mesi del 2021. Il fatto che uno dei maggiori consumatori di zucchero veda le proprie importazioni stimate a 3,12 milioni di tonnellate, contro i 3,4 milioni di tonnellate previsti dal precedente report WASDE, pone dei dubbi sul futuro rialzo, nel breve, delle quotazioni dello zucchero.

**Caffè: il surplus si contrarrà grazie all'aumento dei consumi e a stime di raccolti inferiori in Brasile.** L'International Coffee Organization (ICO) stima nel suo Coffee Market Report di febbraio che il mercato globale dovrebbe registrare un surplus di 5,3 milioni di sacchi per la stagione 2020/21 (avviata ad ottobre 2020), un dato superiore al surplus di 4,1 milioni di sacchi registrato nella stagione precedente e il livello maggiore degli ultimi 3 anni. Nel 2020/21 la produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 171,9 milioni di sacchi (+1,9% a/a), con l'Arabica in aumento del 5,2% a/a a 101,9 milioni di sacchi e la Robusta a -2,6% a/a a 70,0 milioni di sacchi. La domanda globale dovrebbe attestarsi a 166,6 milioni di sacchi (+1,3% a/a) sempre per la stagione 2020/21, coi consumi in aumento in tutte le principali aree, nonostante gli strascichi delle misure di distanziamento sociale e le chiusure dei punti di ristoro che penalizzano il consumo di caffè fuori casa. Nei primi mesi della stagione 2020/21 le esportazioni totali sono aumentate del 3,7% a/a a 41,9 milioni di sacchi: Arabica +7,6% a/a, grazie all'aumento dei prezzi nei principali Paesi esportatori, Robusta -2,6% a/a, a causa dei ritardi del raccolto in Vietnam e delle spedizioni dall'India. L'ICO segnala però che le forniture globali sono generalmente in diminuzione e nella prossima stagione 2021/22 il mercato potrebbe passare da un surplus a un deficit di produzione, a causa delle condizioni meteorologiche avverse in Brasile. In virtù del ciclo di produzione biennale della pianta del caffè, la prossima stagione sarà caratterizzata da raccolti scarsi ("off-year") per le piante di Arabica in Brasile e questo potrebbe generare una minor resa del raccolto domestico rispetto alla stagione precedente.

Un quadro che avvalorava, ancora una volta, il nostro scenario di mantenimento su alti livelli delle quotazioni del caffè, specie se saranno confermate le attese di scarso raccolto per la nuova stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	23.03.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	425,1	10,7	10,7	10,7	6,3
Cotone	83,5	-4,3	-5,2	8,4	-6,0
Cacao	2.447,0	3,6	20,2	36,9	-0,4
Zucchero	15,4	2,4	15,5	5,2	-0,5
Caffè (arabica)	127,60	0,2	-3,4	10,5	-0,9
Caffè (robusta)	1.362,0	5,9	-3,3	16,7	5,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

	Valore 23.03.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	83,5	85,5	86,0	85,0	87,0	83,0
Cacao	2.447,0	2.600	2.575	2.575	2.528	2.638
Zucchero	15,4	16,8	15,5	14,8	14,7	14,1
Caffè (arabica)	127,60	131,5	134,0	135,0	127,5	130,0
Caffè (robusta)	1.362,0	1.390	1.410	1.450	1.400	1.450

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 23.03.21	2° trim. 2021	3° trim. 2021	4° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Cotone (\$ cent)	83,5	93	96	100	94	95
Cacao	2.447,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	15,4	17,0	15,8	15,6	16,4	15,6
Caffè (arabica)	127,60	135	138	140	136	142
Caffè (robusta)	1.362,0	1.390	1.410	1.450	1.405	1.450

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 25.02.2021.

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

### Certificazione Analisti

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

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

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

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

### Note metodologiche

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

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

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

### Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

#### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

#### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

#### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi  
Fulvia Risso  
Andrea Volpi

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

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