

Mensile Materie Prime

Commodity: consolidano i rialzi ma restano alcuni timori

Energia: Outlook Mod. Positivo ma l'invito alla cautela resta valido

Fondamentali immutati per il comparto petrolifero, come chiarito anche dalle statistiche di questo mese. Il mercato globale del greggio resterà prossimo all'equilibrio nel 4° trimestre 2021, a patto che i rischi sanitari non incidano sulla domanda e nonostante la conferma della concordata politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, danneggiati da dollaro forte e tapering

Lo scenario attuale, caratterizzato dal deciso trend di apprezzamento del dollaro USA e dalla riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, sta deprimendo le quotazioni dei Preziosi. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai rinnovati allarmi sanitari, hanno consentito solo di limitare i ribassi ma non di invertire il movimento negativo. Nell'ambito del comparto, temiamo che lo scenario di debolezza di oro e argento in questo finale di 2021 non verrà controbilanciato dalle prospettive di palladio e platino (dalla natura più industriale).

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, permane il quadro positivo di fondo

Il rincaro dei costi energetici, un fattore fondamentale nelle lavorazioni siderurgiche, unito alle strozzature di mercato, sono gli elementi che più nell'immediato sostengono il comparto. Nel medio-lungo termine, invece, il settore continuerà a beneficiare delle attese dei fondi volti a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici. Teniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i Metalli Industriali conservando però un approccio cauto nel breve termine, vista la corsa dei prezzi.

Prodotti agricoli: Outlook Mod. Positivo, prosegue il moderato rialzo dei prezzi

Il rincaro dei costi produttivi e i mancati approvvigionamenti spingeranno ancora al rialzo le quotazioni degli Agricoli. Il quadro dei fondamentali resta molto robusto, i fattori chiave restano due: 1) le preoccupazioni relative alla puntualità delle forniture di quasi tutte le derrate alimentari; 2) il rincaro dei costi, in particolare di fertilizzanti, pesticidi e ovviamente carburanti.

Soft Commodity:

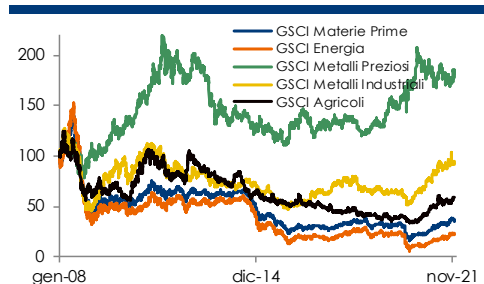
- Cotone:** prezzi ai massimi dal 2011; Cina, India e Stati Uniti al centro della scena.
- Zucchero:** +25% nel 2021, in scia a condizioni climatiche avverse e rincaro del petrolio.
- Caffè:** fondamentali immutati e ulteriore rincaro dei prezzi.
- Cacao:** prezzi in calo da inizio anno, le attese di surplus pesano sulle quotazioni.

Performance degli indici commodity

|                       | Valore<br>22.11.21 | Var. %<br>YTD | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|-----------------------|--------------------|---------------|------------------|------------------|
| GSCI                  | 2.820,3            | 42,7          | 13,7             | 24,2             |
| GSCI Energia          | 440,7              | 65,0          | -7,1             | 13,5             |
| GSCI Met. Preziosi    | 2.075,1            | -5,6          | 20,5             | 42,5             |
| GSCI Met. Industriali | 1.777,0            | 27,0          | 49,8             | 50,1             |
| GSCI Prod. Agricoli   | 509,6              | 27,4          | 54,7             | 14,2             |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 22.11.2021

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

23 novembre 2021 - 12:35 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per  
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

23 novembre 2021 - 12:42 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale\*

|               | Nov. | Ott. |
|---------------|------|------|
| 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

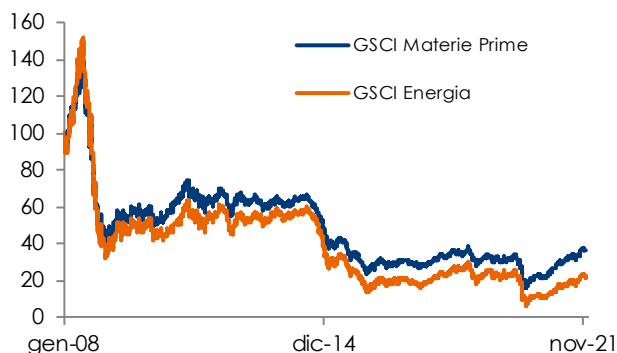
| (%)          | 2021 | 2020  |
|--------------|------|-------|
| WTI          | 58,2 | -23,0 |
| Brent        | 53,9 | -24,5 |
| Gas Naturale | 88,6 | 19,2  |
| Gasolio      | 60,2 | -32,7 |
| Oro          | -4,7 | 22,1  |
| Argento      | -8,0 | 45,5  |
| Rame         | 25,2 | 26,7  |
| Alluminio    | 35,9 | 8,5   |
| Zinco        | 24,6 | 17,6  |
| Nickel       | 22,4 | 20,8  |
| Mais         | 19,2 | 25,2  |
| Frumento     | 32,0 | 15,5  |
| Soia         | -3,1 | 41,3  |
| Caffè        | 80,4 | -     |
| Cotone       | 50,7 | -     |

Fonte: Bloomberg; Dati al 22.11.2021

## Energia: petrolio e gas frenano ma creano preoccupazione

**Commodity: consolidano i rialzi ma permangono le insidie che minacciano il finale d'anno.** Le strozzature logistiche (noli, trasporti, dogane) che stanno contraddistinguendo le catene di approvvigionamento delle commodity continuano a esercitare pressione sulle quotazioni delle materie prime. Il rincaro di queste ultime resta il principale responsabile dell'aumento dell'inflazione, in un momento in cui le stime per la crescita delle principali economie, relative al 2022, sono messe in dubbio dai nuovi rischi sanitari in corso. Le preoccupazioni sui mercati finanziari circa il surriscaldamento eccessivo dei prezzi sono immutate; a ciò si somma l'inizio del *tapering* della Fed che inevitabilmente ha modificato, in senso restrittivo, le condizioni di liquidità in dollari. L'effetto di questa situazione è già visibile ed è il fortissimo apprezzamento del dollaro, valuta in cui sono espressi tutti i derivati finanziari delle commodity. Sullo scenario descritto continua a gravare la scelta strategica della Cina, il principale consumatore di commodity, di limitare le sue lavorazioni ad alto assorbimento di energia (es. siderurgia), per motivi sia ecologici che di risparmio di costo. Questa azione ha finito per rallentare la crescita cinese, già scossa dai "buchi" nella fornitura di energia elettrica e dalle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli). In conclusione, il finale d'anno resta ancora carico di incognite: la maggior parte dei prezzi delle commodity consolida su livelli alti a causa dell'offerta fisica limitata proveniente dai Paesi produttori. La scarsità resta il fattore negativo che grava su quasi tutte le filiere di approvvigionamento, che vanno dal comparto dell'energia, alle materie prime agricole e ai metalli industriali. Nonostante manteniamo stabili la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine, in particolare per l'Energia e i Metalli Industriali, esprimiamo una maggior cautela nel breve termine, visti i livelli già raggiunti. A preoccupare sono sempre la violenza e l'eccessiva rapidità dei rincari delle materie prime, che potrebbero indurre gli investitori a monetizzare i guadagni in vista della naturale chiusura dell'anno fiscale il 31 dicembre.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|                   | Valore<br>22.11.21 | Performance (%)<br>YTD | Var. (%)<br>2 anni | Var. (%)<br>5 anni |
|-------------------|--------------------|------------------------|--------------------|--------------------|
| GSCI              | 2.820,3            | 42,7                   | 13,7               | 24,2               |
| GSCI Energia      | 440,7              | 65,0                   | -7,1               | 13,5               |
| WTI (\$)          | 76,8               | 58,2                   | 32,9               | 60,0               |
| Brent (\$)        | 79,7               | 53,9                   | 25,7               | 62,8               |
| Gas Naturale (\$) | 4,8                | 88,6                   | 79,7               | 58,3               |

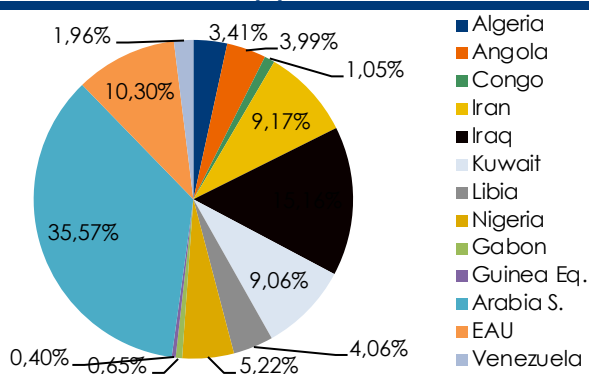
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: petrolio e gas naturale frenano la loro corsa ma restano i timori per l'inverno.** Nonostante la marginale frenata delle quotazioni di petrolio e metano, non cambia la dinamica rialzista che domina il comparto dell'energia. La riconferma dei livelli produttivi da parte dei principali produttori di petrolio (OPEC+) rafforza la prospettiva di un mercato mondiale sostanzialmente bilanciato nel 2021 (viste anche le blande revisioni sulla domanda per gli ultimi due mesi dell'anno) e in probabile surplus l'anno prossimo. Un quadro che ha solo marginalmente smorzato le tensioni sul comparto energetico, che restano elevatissime. In particolare, in Europa resta fortissimo il problema degli scarsi stoccaggi di metano, che alimenta i dubbi sulla stabilità del sistema in caso di inverno freddo. La pressione sulla domanda di gas naturale utilizzato non solo per il riscaldamento ma anche per la generazione di energia elettrica resta altissima. Le ragioni alla base di questa situazione sono molteplici e contemporanee. **Le condizioni meteorologiche** avverse, durante l'inverno 2020/21, hanno ampliato la richiesta globale di gas naturale liquefatto (GNL) intaccando velocemente le scorte, proprio prima della abituale

stagione di rifornimento. Allo stesso modo, temperature insolitamente più fresche nella primavera del 2021, in Nord America ed Europa, hanno alimentato la domanda di riscaldamento in maniera anomala. Questa situazione di crisi si è trascinata poi in estate, quando la richiesta di elettricità (aria condizionata), soprattutto in Europa e in Asia, ha premuto ancora più sui prezzi del GNL. Una situazione di emergenza che si è puntualmente aggravata con l'arrivo dell'attuale stagione invernale. In aggiunta, **scelte commerciali discutibili** hanno peggiorato ulteriormente il quadro in Europa, non ultima la decisione dell'agenzia tedesca per l'energia che ha sospeso la procedura per la certificazione del gasdotto sottomarino Nord Stream 2, una scelta inattesa che ha spinto ulteriormente al rialzo i prezzi del metano. Inoltre, pesa la strategia europea di acquisto di gas naturale: da qualche anno l'Europa evita di stipulare contratti di fornitura a lungo termine e preventivi ma è orientata ad una politica di richiesta legata alle esigenze contingenti. Infine, la scelta speculativa e politica di Gazprom di evitare di fornire sovracapacità di offerta, durante le aste mensili per i volumi di transito di gas attraverso l'Ucraina, ha acuito il problema della garanzia delle forniture in caso di picchi di domanda. Il rischio concreto, vista l'evidente impreparazione con cui si sta fronteggiando questa situazione, è che anche solo un inverno con temperature "nella norma" rischi di sollecitare il sistema fino ad un pericolosissimo collasso, con conseguenze difficilmente stimabili per la popolazione e per i settori produttivi. Se questo dovesse realmente verificarsi, il rischio che i prezzi elevati del gas possano protrarsi anche nella primavera/estate del 2022 sarebbe molto concreto: questo trascinerebbe la situazione di crisi addirittura sulla stagione invernale 2022/23.

**L'OPEC+ conferma 400.000 barili giornalieri fino alla fine del 2022.** L'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio (OPEC) e altri produttori, tra cui la Russia, hanno concordato lo scorso 4 novembre di confermare gli aumenti di +400.000 barili giornalieri per il mese di dicembre e si sono dati appuntamento al 2 dicembre per deliberare i livelli per i primi mesi del 2022. L'OPEC+ ha nuovamente ignorato gli appelli dei consumatori ad aumentare l'offerta per calmierare la corsa dei prezzi dell'Energia. La decisione dei principali produttori sembra trovare giustificazione nella revisione ribassista della domanda per l'anno in corso (solo 5,7 milioni di barili al giorno), a fronte dei forti guadagni accumulati in questi ultimi mesi. Un quadro che lascia pressoché immutata la pressione rialzista sul comparto; è tuttavia probabile che il mercato petrolifero vada in surplus già dal prossimo anno, complice una domanda in calo a causa del previsto rallentamento di tutte le grandi economie mondiali. Uno scenario che per ora non muta le nostre previsioni di consolidamento del petrolio su livelli alti, frutto del complessivo recupero dell'economia mondiale anche nel corso del prossimo anno.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.10.2021

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

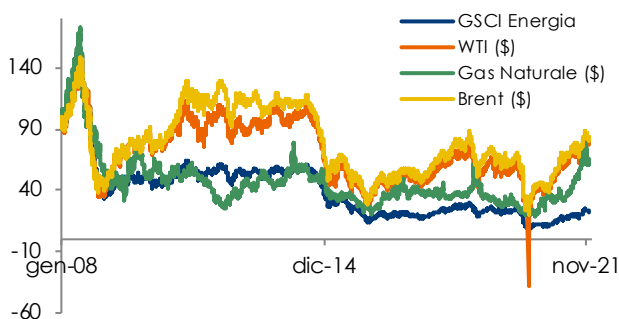
|                     | Media 2000-17 | 2018  | 2019  | 2020  | Stime 2021 | Stime 2022 |
|---------------------|---------------|-------|-------|-------|------------|------------|
| Algeria             | -             | 101,4 | 106,3 | 83,6  | 141,6      | 116,6      |
| Azerbaijan          | 52,1          | 56,5  | 42,5  | 65,1  | 76,4       | 66,1       |
| Bahrain             | 80,2          | 118,0 | 99,2  | 118,2 | 105,0      | 106,6      |
| Iran                | 82,1          | 75,9  | 197,8 | 245,9 | 361,8      | 389,1      |
| Iraq                | -             | 45,4  | 52,3  | 55,2  | 64,2       | 64,3       |
| Kazakhstan          | -             | 37,9  | 68,4  | 155,0 | 108,0      | 84,3       |
| Kuwait              | -             | 53,6  | 53,7  | 67,8  | 65,8       | 65,4       |
| Libya               | 74,6          | 48,3  | 36,1  | 141,7 | 55,2       | 48,9       |
| Oman                | -             | 80,3  | 67,9  | 87,6  | 70,9       | 60,5       |
| Qatar               | 44,5          | 49,3  | 50,6  | 48,8  | 46,5       | 44,1       |
| Arabia Saudita      | -             | 88,6  | 81,9  | 76,6  | 82,4       | 72,4       |
| Emirati Arabi Uniti | 48,7          | 64,2  | 61,7  | 62,5  | 69,0       | 66,8       |

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

**OPEC, EIA e IEA confermano lo scenario di surplus per il 2022 e le preoccupazioni per il finale di 2021. 1) OPEC: dubbi sulla domanda di energia per il 2022.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di novembre, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha pubblicato le

nuove stime sui fondamentali di domanda e offerta per il 2022. Nel 2021 la domanda globale potrebbe raggiungere una media di 96,4 milioni di barili al giorno (+5,7 milioni a/a), in leggero calo dalla stima precedente: 96,6 milioni. L'offerta di petrolio non-OPEC dovrebbe salire da 63,6 mb/g nel 2021 a 66,7 mb/g nel 2022. 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 27,6 mb/g per il 2021 (+4,9 mb/g a/a) e dovrebbe espandersi a 28,7 mb/g nel 2022 (dalla precedente stima di 28,8 mb/g). Per il 2022 la domanda globale è vista a 100,6 milioni di barili (+4,2 milioni a/a) anche in questo caso in leggero ribasso dai precedenti 100,8 milioni. **2) EIA: deficit per il mercato del petrolio nel 2021.** L'US Energy Information Administration (EIA), nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di novembre, stima che il mercato globale di petrolio, dopo il surplus del 2020, dovrebbe registrare un deficit di 1,6 mb/g nel 2021, per poi tornare ad un +0,5 mb/g nel 2022. La domanda globale è attesa crescere a 97,5 mb/g dai 92,4 mb/g precedenti (+5,1 mb/g a/a) e a 100,9 mb/g nel 2022 (+3,3 mb/g a/a), mentre il consumo globale è previsto ancora aumentare nei prossimi mesi (+1,5 mb/g nel 4T21). La produzione non OPEC dovrebbe espandersi a 64,3 mb/g nel 2021 dai 63,5 mb/g del 2020 (+0,8 mb/g a/a) ed aumentare a 67,5 mb/g nel 2022, mentre l'offerta OPEC dovrebbe rimbalzare da una media di 25,6 mb/g del 2020 a 26,3 mb/g nell'anno corrente (+0,7 mb/g a/a) e a 28,4 mb/g nel 2022 (+2,0 mb/g a/a). **3) IEA: domanda di greggio ancora in aumento.** L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di novembre, ha aggiornato le stime sui fondamentali del greggio allineandole a quelle di OPEC ed EIA. La domanda globale nel 2021 è rivista in leggero ribasso a causa del possibile rallentamento di questi ultimi due mesi. Anche l'IEA teme un mercato petrolifero in surplus per il 2022, in coincidenza col rallentamento della domanda da parte dei principali consumatori, vista la fisiologica frenata della crescita economica, dopo il rimbalzo post-COVID.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                   | 22.11.21 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Energia      | 440,7    | 19,2   | 16,1   | 54,4    | 65,0    |
| WTI (\$)          | 76,8     | 16,9   | 20,7   | 78,2    | 58,2    |
| Brent (\$)        | 79,7     | 15,9   | 20,0   | 73,0    | 53,9    |
| Gas Naturale (\$) | 4,8      | 21,4   | 64,8   | 76,7    | 88,6    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo ma l'invito alla prudenza resta valido.** Fondamentali immutati per il comparto petrolifero, come chiarito anche dalle statistiche di questo mese. Il mercato globale del greggio resterà prossimo all'equilibrio in questo 4° trimestre 2021, a patto che i rischi sanitari non incidano sulla domanda e nonostante la conferma della concordata politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+. Il petrolio, nel breve, sta vivendo un momento di incertezza che ruota attorno al rilascio coordinato delle scorte strategiche di petrolio ipotizzato da USA, Cina, India, Giappone e Sud Corea. L'intensificarsi delle comunicazioni fra i Governi ha alimentato le attese di mercato ma non ha portato, per ora, a nulla di concreto ed ufficiale. Nel 2022 restano intatte le aspettative di un ritorno in surplus del mercato petrolifero, complice l'oggettivo rallentamento dell'economia mondiale nel post-COVID, che non potrà che incidere sulla domanda di energia. Rimaniamo ancora cautamente positivi sui prezzi del greggio; la violenza e l'eccessiva rapidità del movimento verso l'alto hanno generato, come avevamo previsto, delle fisiologiche prese di beneficio limitando, oggettivamente, il potenziale

rialzista per le quotazioni del petrolio. Pensiamo che questa situazione non sia del tutto esaurita e possa interessare l'andamento delle quotazioni anche in questo finale di 2021. Più nel lungo termine non muta l'idea di fondo legata al processo di transizione energetica "green", che non vedrà un taglio repentino della domanda petrolifera. Il petrolio sarà probabilmente un fattore basilare per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo sistema. Resta innegabile che il processo di cambiamento avrà il suo culmine naturale nell'abbandono dei combustibili fossili nel 2030, con probabili effetti negativi per le quotazioni.

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

|                   | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|-------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| WTI (\$)          | 76,8               | 78,0             | 75,1             | 71,0             | 70,2         | 69,0         |
| Brent (\$)        | 79,7               | 80,0             | 77,9             | 74,0             | 72,3         | 73,0         |
| Gas Naturale (\$) | 4,8                | 5,4              | 4,7              | 3,9              | 4,1          | 3,7          |

Fonte: consenso Bloomberg

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

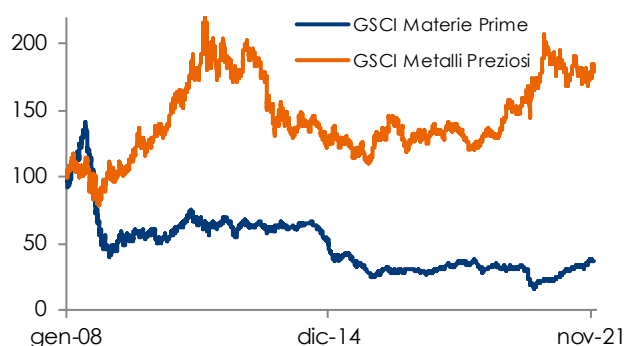
|                   | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|-------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| WTI (\$)          | 76,8               | 78,0             | 76,0             | 73,0             | 74,0         | 74,0         |
| Brent (\$)        | 79,7               | 80,0             | 78,0             | 75,0             | 76,0         | 76,0         |
| Gas Naturale (\$) | 4,8                | 5,6              | 5,0              | 4,2              | 4,2          | 3,8          |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli preziosi: danneggiati da dollaro forte e *tapering*

**Non cambiano i driver sui Preziosi, che restano penalizzati da dollaro forte e *tapering*.** Temi immutati sul mercato dei Preziosi che, nonostante i timori per il rialzo dell'inflazione, non hanno tratto alcun beneficio dalla ricerca di asset difensivi da parte degli operatori. Le rassicurazioni date dalle Banche centrali delle principali economie, ormai pronte a fronteggiare gli effetti negativi del surriscaldamento dei prezzi, hanno limitato gli investimenti verso oro e argento. I Preziosi continuano ad essere il comparto maggiormente penalizzato all'interno del mondo delle commodity: il saldo da inizio 2021 resta infatti negativo. I prezzi risentono dell'apprezzamento del dollaro USA e dell'inizio del *tapering*, ovvero la riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve. Le pressioni inflazionistiche destano allarme, così come i rischi sanitari in molti Paesi, ma questo non ha spinto più di tanto la domanda di beni difensivi: gli investitori hanno infatti ancora una volta dimostrato di preferire il dollaro (e al margine anche yen e franco svizzero), ignorando oro e argento nelle proprie scelte difensive. Prosegue anche il riallineamento in negativo delle performance all'interno del comparto: l'oro e l'argento continuano a zavorrarlo (da inizio anno) ma anche platino e palladio faticano a dare il proprio contributo positivo, come nei mesi scorsi, a causa della crisi del settore Auto. E' ormai chiaro, infatti, che la carenza globale di semiconduttori avrà un impatto negativo più profondo di quanto previsto sulla produzione mondiale di veicoli. Resta però valido lo scenario secondo cui la domanda globale di metalli impiegati in chip e schede elettroniche dovrebbe comunque aumentare il prossimo anno, tornando a sostenere i metalli preziosi dalla natura più industriale.

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



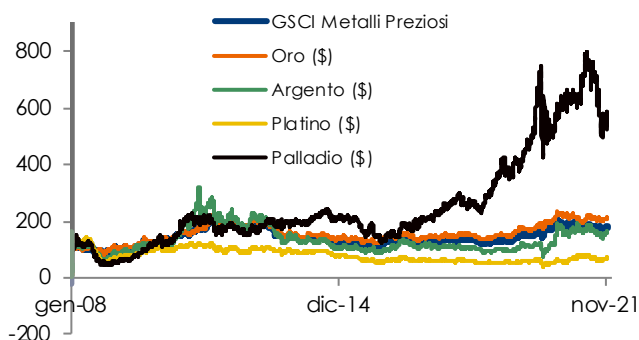
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|                    | Valore<br>22.11.21 | Performance (%) |        |        |
|--------------------|--------------------|-----------------|--------|--------|
|                    |                    | YTD             | 2 anni | 5 anni |
| GSCI               | 2.820,3            | 42,7            | 13,7   | 24,2   |
| GSCI Met. Preziosi | 2.075,1            | -5,6            | 20,5   | 42,5   |
| Oro (\$)           | 1.808,6            | -4,7            | 23,7   | 51,8   |
| Argento (\$)       | 24,3               | -8,0            | 42,8   | 48,0   |
| Platino (\$)       | 1.016,3            | -5,1            | 14,0   | 9,3    |
| Palladio (\$)      | 1.958,3            | -20,1           | 10,2   | 165,4  |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento: frenati da dollaro forte e *tapering*, ignorati come scelte difensive.** Quadro di fondo immutato su questi due metalli: nonostante l'allarme per il surriscaldamento dei prezzi globali, oro e argento non sono stati scelti come investimenti che proteggano dall'erosione dei rendimenti causata dall'inflazione. Anche i nuovi timori di emergenza sanitaria non hanno spinto gli investitori verso questi metalli, che invece continuano a subire il dollaro forte e l'avvio del *tapering* della Fed. Si riconferma, anche questo mese, il solito schema di scelte difensive da parte degli operatori, che privilegiano i Treasury e il dollaro, asset class concorrenti rispetto all'**oro**, frenando il rialzo delle quotazioni del metallo giallo e, in generale, limitando l'intera performance del comparto dei Preziosi. L'**argento** solo a fasi alterne riesce a slegarsi dalla dinamica dell'oro, tentando di differenziare la propria performance grazie alla sua natura più "industriale". Per l'argento resta confermato un possibile contesto che vede una prospettiva di crescita della domanda legata allo sviluppo delle tecnologie "green".

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

|                    | 22.11.21 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|--------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Met. Preziosi | 2.075,1  | 0,3    | -4,9   | -2,2    | -5,6    |
| Oro (\$)           | 1.808,6  | 0,3    | -3,9   | -1,7    | -4,7    |
| Argento (\$)       | 24,3     | 2,8    | -11,8  | 3,0     | -8,0    |
| Platino (\$)       | 1.016,3  | -0,3   | -13,8  | 9,5     | -5,1    |
| Palladio (\$)      | 1.958,3  | -18,2  | -28,5  | -16,9   | -20,1   |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Platino e palladio: ancora scossi dalla carenza di semiconduttori che affligge il settore Auto.** Le quotazioni di platino e palladio restano deboli a causa dell'aggravarsi della scarsità di semiconduttori che ha costretto le case automobilistiche a modificare i piani di produzione, con impatto negativo sulla domanda di questi metalli, componenti indispensabili per il settore automobilistico. Di fatto, questo scenario di carenza di semiconduttori e ridimensionamento delle produzioni resta immutato e rafforza la nostra revisione al ribasso del profilo di previsione di entrambi i metalli. Nei prossimi trimestri non escludiamo che il platino e il palladio possano recuperare parte delle perdite, sulla scia di un auspicato ritorno alla normalità delle forniture. La produzione di veicoli e la domanda globale di metalli impiegati nell'elettronica resta prevista in aumento il prossimo anno, di pari passo con la normalizzazione della produzione di semiconduttori. Questo scenario limita comunque il potenziale di rialzo delle quotazioni, rispetto alle nostre previsioni di qualche mese fa.

**Outlook Neutrale: fondamentali immutati per i Preziosi.** Lo scenario attuale, caratterizzato dal deciso trend di apprezzamento del dollaro USA e dalla riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, sta deprimendo le quotazioni dei Preziosi. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi, unite ai rinnovati allarmi sanitari, hanno consentito solo di limitare i ribassi ma non di invertire il movimento negativo. Gli investitori avversi al rischio hanno preferito il dollaro (e in misura marginale yen e franco svizzero) e i Treasury, rispetto ad oro e argento, nelle proprie scelte di allocazione difensiva. Alla luce di ciò, oro e argento non appaiono in grado, almeno nel breve-medio termine, di sostenere un trend di recupero dei prezzi più ampio, se i fattori che li penalizzano e le preferenze degli investitori non cambieranno. In conclusione, la conferma dell'Outlook Neutrale resta la naturale sintesi di tutte queste componenti, con l'aggiunta del ridimensionando anche dell'apporto positivo legato alla classica differenziazione fra metalli con caratteristiche più industriali. Temiamo che lo scenario di debolezza di oro argento in questo finale di 2021 non verrà controbilanciato dalle prospettive di palladio e platino, all'interno del comparto dei Preziosi.

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

|               | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|---------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Oro (\$)      | 1.808,6            | 1.768,0          | 1.775,0          | 1.750,0          | 1.705,0      | 1.650,0      |
| Argento (\$)  | 24,3               | 24,0             | 24,2             | 24,0             | 23,9         | 23,0         |
| Platino (\$)  | 1.016,3            | 1.045,0          | 1.080,0          | 1.160,0          | 1.145,0      | 1.100,6      |
| Palladio (\$) | 1.958,3            | 2.220,0          | 2.360,0          | 2.430,0          | 2.282,5      | 2.355,0      |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|               | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|---------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Oro (\$)      | 1.808,6            | 1.750            | 1.720            | 1.700            | 1.700        | 1.650        |
| Argento (\$)  | 24,3               | 24,0             | 24,0             | 24,0             | 24,0         | 23,0         |
| Platino (\$)  | 1.016,3            | 1.000            | 1.000            | 1.000            | 1.000        | 1.020        |
| Palladio (\$) | 1.958,3            | 2.000            | 2.100            | 2.100            | 2.100        | 2.150        |

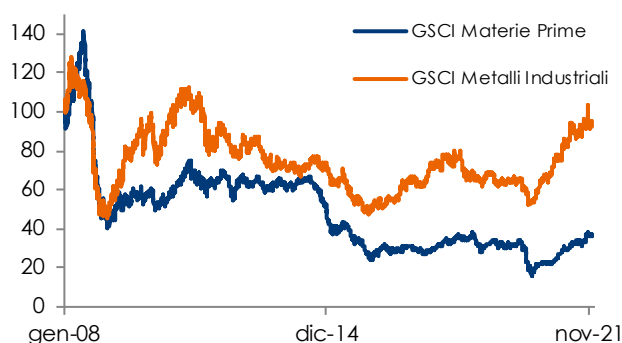
Fonte: Intesa Sanpaolo



## Metalli Industriali: fondamentali positivi e rialzi costanti

**Il comparto continua il suo rialzo da inizio anno.** Il comparto dei Metalli Industriali prosegue il suo trend rialzista e consolida la propria performance annuale. Le Autorità cinesi proseguono la loro azione volta a raffreddare il mercato del credito e quello immobiliare (costruzioni) al fine di ridurre l'inquinamento. Viene prorogata la scelta di spostare sui turni notturni molte lavorazioni ad alto assorbimento energetico, come quelle del settore siderurgico: una decisione dall'apparente connotazione ecologica ma che, allo stesso tempo, consente all'industria metallurgica cinese di abbassare i costi produttivi utilizzando energia elettrica nelle fasce di orario in cui le tariffe sono più basse. Questa strategia ha inoltre l'obiettivo di calmierare l'inflazione interna, agendo in maniera diretta proprio sul principale elemento di surriscaldamento della dinamica dei prezzi a livello mondiale: il costo dei combustibili fossili. Questo insieme di azioni, poste in campo dal Governo cinese, non è però privo di effetti negativi. La Cina ha infatti consapevolmente accettato di attuare questa strategia in cambio della riduzione di qualche decimo di punto percentuale della crescita economica, con riflessi anche sulla domanda di metalli, di cui è il principale consumatore. Il rialzo dei costi dell'energia, i persistenti colli di bottiglia che hanno interrotto le catene di approvvigionamento e i rincari nei costi di trasporto sono i principali fattori alla base del rincaro dei prezzi dei metalli. I fattori descritti invitano alla prudenza, ma per ora non hanno rallentato la dinamica rialzista di tutti i Metalli Industriali.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|                  | Valore<br>22.11.21 | Performance (%)<br>YTD | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|------------------|--------------------|------------------------|------------------|------------------|
| GSCI             | 2.820,3            | 42,7                   | 13,7             | 24,2             |
| GSCI Industriali | 1.777,0            | 27,0                   | 49,8             | 50,1             |
| Rame (\$)        | 9.726,5            | 25,2                   | 66,1             | 69,5             |
| Alluminio (\$)   | 2.689,5            | 35,9                   | 54,7             | 51,3             |
| Zinco (\$)       | 3.401,3            | 24,6                   | 45,8             | 31,5             |
| Nickel (\$)      | 20.336,0           | 22,4                   | 39,0             | 75,3             |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

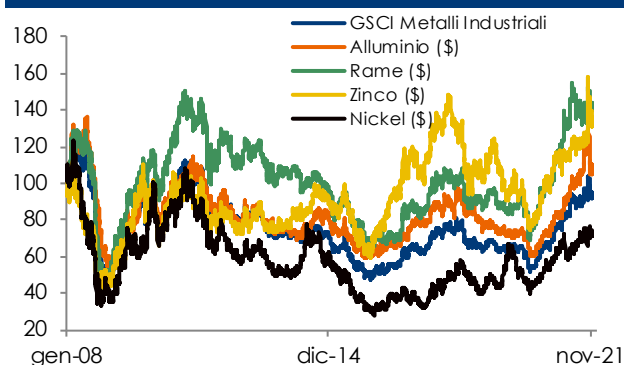
### Cina: prosegue la strategia cinese volta a raffreddare l'inflazione a scapito di qualche decimale di crescita.

La crisi degli immobili e i timori legati al surriscaldamento dei prezzi restano i temi alla base delle scelte cinesi. La strategia della Cina di provare a raffreddare le tensioni sia sui prezzi che sul mercato immobiliare (vedi la vicenda Evergrande) appare rischiosa in termini di impatto sulla crescita, visto che il mercato immobiliare cinese vale quasi il 25% del PIL e muove una fetta consistente della domanda di metalli. Il dato sul **PIL** cinese del 3° trimestre ha mostrato un'espansione di 0,2% t/t e 4,9% a/a, minimo dal 3° trimestre 2020. Dopo l'1,2% e il 7,9% del 1° e 2° trimestre, anche il ciclo cinese ha mostrato di accusare il rincaro delle forniture di energia elettrica e le difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli). Di contro, la **produzione industriale** e le **vendite al dettaglio** sono cresciute più rapidamente del previsto in ottobre: la produzione del 3,5% a/a, accelerando rispetto al +3,1% di settembre, mentre le vendite al dettaglio hanno registrato un incremento del 4,9% a/a dopo il +4,4% di settembre. I **prezzi delle case nuove** però, sempre a ottobre, sono scesi dello 0,2% m/m, la maggior flessione da febbraio 2015, mentre il **sentiment** del settore immobiliare del Paese risente del caso Evergrande e delle ricadute sul comparto. Il **tasso di disoccupazione** rilevato nelle aree urbane si è attestato al 4,9% nel mese di ottobre, 0,4 punti percentuali in meno rispetto allo stesso periodo del 2020. Segnali incoraggianti sono arrivati dalla **bilancia commerciale**, con l'accelerazione delle esportazioni in ottobre. Nel dettaglio, l'export ha registrato un +27,1% a/a, mentre le importazioni sono apparse in rialzo del 20,6% a/a. Il risultato è un surplus commerciale di 84,5



miliardi, in aumento rispetto ai 66,8 miliardi di dollari di attivo del mese di settembre. Il surplus nei confronti degli USA è sceso leggermente a 40,7 miliardi contro i 42 miliardi del mese scorso. Nei confronti dell'UE, l'avanzo si è attestato a 25,9 miliardi di dollari. Infine, è apparsa in modesta accelerazione l'attività manifatturiera in Cina. Secondo il sondaggio mensile di Caixin/Markit, il **PMI Manifatturiero** è salito a ottobre a 50,6 punti, dai 50 punti di settembre. Restano tuttavia le solite problematiche: la produzione è infatti diminuita per il terzo mese consecutivo a causa delle strozzature nelle catene di approvvigionamento dell'energia e delle materie prime. Il **PMI Servizi** Caixin di ottobre si è attestato a 53,8 punti, in aumento rispetto ai precedenti 53,4 punti.

**Metalli: il quadro dei fondamentali non cambia e resta ancora favorevole.** I timori provocati da surriscaldamento dei prezzi e nuovi allarmi sanitari hanno amplificato la volatilità dei mercati finanziari nelle ultime settimane ma questo ha inciso solo parzialmente sul settore dei Metalli. Lo scenario di fondo per le componenti del comparto non cambia: la gran parte dei metalli resta ancora sotto pressione dal lato della domanda così come dal lato dell'offerta. Il mercato appare ancora estremamente debole dal lato degli approvvigionamenti. Il **rame** resta il metallo con la natura più speculativa ed è quello che ha maggiormente subito le oscillazioni dovute all'aumento delle tensioni di mercato, rallentando il suo trend rialzista. Se i timori sanitari e inflattivi resteranno sotto controllo e la fiducia degli investitori non verrà minata, il rame ha ancora spazio per migliorare la propria performance annuale. L'unico ostacolo a questo scenario resta l'ipotesi di un ulteriore apprezzamento del dollaro USA, anche se il biglietto verde ha già molto scontato l'inizio concreto del *tapering* da parte della Fed. Poche le novità sull'**alluminio**, che resta estremamente correlato alle scelte strategiche della Cina e arriva da una performance mensile di blando recupero. Il Governo cinese prosegue nella sua strategia volta a limitare le pressioni inflazionistiche interne contingentando i consumi di elettricità; a ciò aggiunge il rilascio delle riserve strategiche interne di alluminio, un fattore calmierante per il sistema cinese ma che sta erodendo il potenziale di rialzo delle quotazioni sui mercati internazionali. Si conferma il quadro favorevole per lo **zinco**: la scarsità energetica ha fatto aumentare i costi dell'elettricità e del gas naturale, impattando sul prezzo delle materie prime ed in particolare dei metalli. Inoltre, tutto il comparto cinese specializzato nella lavorazione dello zinco ha confermato anche questo mese la riduzione dei volumi prodotti, allineandosi alla contrazione generalizzata di tutta la produzione siderurgica del gigante asiatico, proprio a causa dei costi dell'elettricità. I prezzi dei metalli, in generale, sono destinati dunque a restare alti, fin quando la crisi energetica continuerà ad incidere in maniera così forte su questa tipologia di lavorazioni. Anche sul **nickel** non cambia il quadro di fondo: la domanda di questo metallo, un componente essenziale delle batterie per veicoli elettrici, è attesa superare l'offerta in modo determinante ben prima del 2024. Sebbene l'offerta globale sia vista in costante crescita, l'aumento della domanda stimolato dalla transizione energetica finirà per originare un deficit di materiale in molto meno di due anni. Non cambiano le previsioni: la domanda globale di nickel salirà a 3,4 milioni di tonnellate (Mt) nel 2024 dalle 2,5 Mt di quest'anno. Di contro, nel 2024 l'offerta di metallo si attesterà intorno ai 3,2 Mt; il differenziale tra domanda e offerta globale è quindi destinato ad ampliarsi molto rapidamente, provocando un deficit di mercato di 0,56 Mt entro il 2026. Il nickel conferma la sua impostazione positiva, che consolida il nostro scenario di cauto ottimismo.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Performance di medio termine**

|                  | 22.11.21 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Industriali | 1.777,0  | 5,6    | 6,6    | 31,8    | 27,0    |
| Rame (\$)        | 9.726,5  | 4,9    | -1,6   | 35,5    | 25,2    |
| Alluminio (\$)   | 2.689,5  | 3,4    | 13,5   | 36,3    | 35,9    |
| Zinco (\$)       | 3.401,3  | 16,3   | 15,0   | 22,1    | 24,6    |
| Nickel (\$)      | 20.336,0 | 7,6    | 21,1   | 27,6    | 22,4    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo: permane il quadro positivo di fondo.** Non cambiano, rispetto al mese scorso, sia lo scenario di fondo che i fattori che lo compongono. Il rincaro dei costi energetici, un fattore fondamentale nelle lavorazioni siderurgiche, unito alle strozzature di mercato, sono gli elementi che più nell'immediato sostengono il comparto. Nel medio-lungo termine invece, il settore continuerà a beneficiare delle attese dei fondi volti a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici, un progetto che necessariamente genererà grandi investimenti strutturali ad alto assorbimento di metalli. Le infrastrutture indispensabili per la transizione economica "green" rappresenteranno il principale stimolo per la domanda di metalli, in una fase in cui il rincaro dei prezzi energetici sta espandendo i loro costi di produzione. Teniamo stabili la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i Metalli Industriali e ribadiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, pur conservando un approccio cauto nel breve termine, vista la corsa dei prezzi.

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

|                | Valore   | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno   | Anno   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
|                | 22.11.21 | 2021     | 2022     | 2022     | 2022   | 2023   |
| Rame (\$)      | 9.726,5  | 9.785    | 9.600    | 9.300    | 9.425  | 8.537  |
| Alluminio (\$) | 2.689,5  | 2.861    | 2.825    | 2.635    | 2.635  | 2.429  |
| Zinco (\$)     | 3.401,3  | 3.088    | 3.150    | 2.990    | 2.916  | 2.540  |
| Nickel (\$)    | 20.336,0 | 18.973   | 19.500   | 19.000   | 18.720 | 17.360 |

Fonte: consenso Bloomberg

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

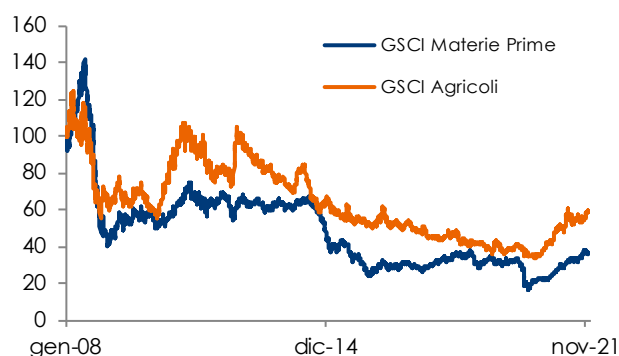
|                | Valore   | 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno   | Anno   |
|----------------|----------|----------|----------|----------|--------|--------|
|                | 22.11.21 | 2021     | 2022     | 2022     | 2022   | 2023   |
| Rame (\$)      | 9.726,5  | 9.900    | 10.100   | 10.200   | 10.200 | 10.300 |
| Alluminio (\$) | 2.689,5  | 2.900    | 2.900    | 2.900    | 2.900  | 2.930  |
| Zinco (\$)     | 3.401,3  | 3.400    | 3.350    | 3.300    | 3.300  | 3.300  |
| Nickel (\$)    | 20.336,0 | 19.500   | 20.000   | 20.000   | 20.000 | 20.200 |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: prosegue il moderato rialzo dei prezzi

**Prosegue il moderato rialzo dei prezzi degli Agricoli, guidato da una offerta che fatica a soddisfare la forte domanda.** Prosegue anche questo mese il moderato ma costante rialzo dei prezzi. I temi che guidano questo movimento restano i medesimi. Da un lato, il recupero della domanda legato all'aumento dei consumi mondiali, unito al rincaro dei costi di produzione (carburanti e fertilizzanti) e, come sempre, a condizioni meteo negative nella maggior parte dei Paesi produttori. Dall'altro, il processo di adeguamento degli approvvigionamenti che resta deficitario e non riesce a soddisfare la forte richiesta: la sensazione è che il divario generatosi dopo la fine dei vari lockdown sia difficile da colmare nel giro di pochi mesi e con l'inizio dell'inverno, stagione certamente sfavorevole all'agricoltura. I trasporti sembrerebbero essersi ricalibrati sui nuovi livelli della richiesta ma a rendere tutto più complicato si è sommato il rincaro dei prezzi dei carburanti, un aspetto che ha frenato il processo di parziale normalizzazione delle forniture. Sullo sfondo resta la minaccia dei cambiamenti climatici che rende ancora più imprevedibili le condizioni meteorologiche, frutto dei cambiamenti climatici e del riscaldamento globale, anche se in questa fase sono i costi di produzione il fattore che maggiormente sta premendo al rialzo sui prezzi delle derrate alimentari. Si è ulteriormente accentuato il fronte speculativo: gli Agricoli restano infatti una asset class di importante diversificazione per gli investitori che continua a risultare premiante nei portafogli, considerando che da inizio anno la performance supera il 25%.

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



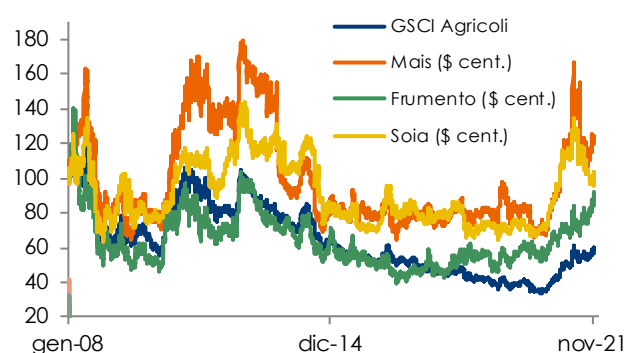
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|                     | Valore<br>22.11.21 | Performance (%)<br>da inizio 2021 | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|---------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|
| GSCI                | 2.820,3            | 42,7                              | 13,7             | 24,2             |
| GSCI Agricoli       | 509,6              | 27,4                              | 54,7             | 14,2             |
| Mais (\$ cent.)     | 576,8              | 19,2                              | 56,4             | 64,4             |
| Frumento (\$ cent.) | 845,8              | 32,0                              | 64,1             | 110,6            |
| Soia (\$ cent.)     | 1.274,3            | -3,1                              | 42,1             | 23,2             |
| Cotone (\$ cent.)   | 117,7              | 50,7                              | 85,6             | 61,1             |
| Cacao               | 2.498,0            | -4,0                              | -6,3             | 2,4              |
| Zucchero            | 19,8               | 27,6                              | 54,0             | 0,1              |
| Caffè (arabica)     | 231,4              | 80,4                              | 101,9            | 47,1             |
| Caffè (robusta)     | 2.277,0            | 65,7                              | 66,8             | 7,1              |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di medio termine

|                     | 22.11.21 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|---------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Agricoli       | 509,6    | 9,0    | 9,0    | 9,0     | 27,4    |
| Mais (\$ cent.)     | 576,8    | 7,2    | -12,5  | 35,2    | 19,2    |
| Frumento (\$ cent.) | 845,8    | 17,5   | 25,4   | 41,3    | 32,0    |
| Soia (\$ cent.)     | 1.274,3  | -1,5   | -16,5  | 6,9     | -3,1    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**WASDE: in calo il rendimento della produzione di soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali di

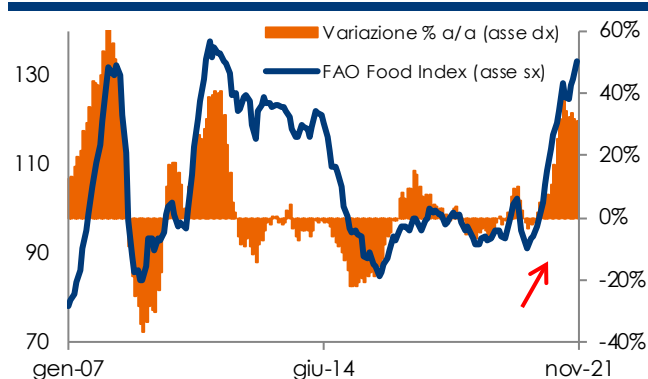
domanda e offerta agricola statunitense e globale per il 2020/21, e le nuove proiezioni relative alla stagione 2021/22. L'Istituto prevede per il 2020/21 una produzione di **mais** USA a 14 miliardi di bushel (bu), con un rendimento della produzione pari a 171,4 bu/acro. Il dato sulla domanda è stato rivisto al rialzo a 14 miliardi di bushel, con l'export a 2,7 miliardi. La previsione sulle scorte finali 2020/21 è di un aumento a 1,2 miliardi di bushel. Le proiezioni per il 2021/22 sono di una produzione in aumento a 15 miliardi di bu, grazie ad un incremento sia dell'area di coltivazione sia del rendimento. La domanda è attesa sullo stesso livello del periodo precedente, mentre l'export è previsto in leggero calo. Le scorte finali sono stimate in crescita a 1,49 miliardi di bu. Per quanto riguarda i fondamentali a livello globale del mais, l'USDA attende per il 2020/21 una produzione finale di 1.430,45 milioni di tonnellate, una domanda di 1.446,10 milioni e scorte finali pari a 321,30 milioni. Per il 2021/2022 le stime sono in crescita a 1.493,96 milioni di tonnellate prodotte, con una domanda di 1.486,01 milioni e scorte finali in aumento a 327,51 milioni. Le stime aggiornate per il 2020/2021 vedono una produzione USA di **soia** a 4,2 miliardi di bushel, con un rendimento pari a 51 bu/acro ed una domanda che si attesta a 4,5 miliardi di bushel. L'export è in aumento di 5 milioni a 2,2 miliardi di bushel, mentre le scorte finali sono stimate a 256 milioni di bushel dai 175 milioni precedenti. Per la stagione 2021/22, le stime di novembre sulla produzione sono state riviste al ribasso a 4,2 miliardi di bushel contro i 4,4 miliardi di ottobre, un calo dovuto alla riduzione del rendimento della coltivazione di 0,3 bu/acro a 51,2 bu/acro, causato dalle sfavorevoli condizioni meteorologiche nei Paesi produttori. La domanda è rimasta pressoché invariata a 4,3 miliardi di bushel, così come il dato sull'export (2,05 miliardi di bushel) e sulle scorte finali (340 milioni di bushel). Per quanto riguarda le stime sui fondamentali della soia a livello globale, la produzione per il 2020/2021 è stimata a 366,23 milioni di bushel, mentre la domanda è in aumento a 363,05 milioni. L'export è leggermente in calo rispetto alla stagione precedente, mentre sono in crescita le scorte finali a 100,11 milioni di bushel. Per il 2021/22 la produzione è stimata in aumento a 385,14 milioni di bushel, con la domanda pari a 377,27 milioni di bushel. L'export è atteso crescere a 173,08 milioni di bushel e le scorte aumentare a 104,57 milioni di bushel rispetto al dato precedente (98,89 milioni di bu). Grazie ad un aumento dell'area coltivata di 200.000 acri a 44,5 milioni ed a un incremento del rendimento a 49,7 bu/acro, la produzione di **grano** per il 2020/2021 si attesta a 1,8 miliardi di bushel. La domanda è in aumento di 1 milione a 1,1 miliardi di bushel, con l'export che si attesta a 992 milioni. Le scorte finali sono previste a 845 milioni, valore più basso rispetto alla stagione precedente. Le proiezioni per il 2021/22 sono di una produzione in calo a 1,6 miliardi ed una domanda che si attesta intorno ai livelli precedenti. Sia export che scorte sono invece previsti in riduzione a 860 milioni di bushel e 583 milioni di bushel rispettivamente. A livello globale l'USDA ha aumentato le stime della produzione a 774,66 milioni di tonnellate e della domanda a 782,21 milioni, mentre ha abbassato le scorte finali a 287,95 milioni. Le previsioni per il 2021/22 sono di una produzione in aumento a 775,87 milioni, rivista al ribasso rispetto al mese scorso, ed un livello di domanda e scorte finali sostanzialmente invariato rispetto alla stagione precedente.

**FAO: prezzi delle materie prime alimentari da record.** L'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO) segnala che i prezzi mondiali delle derrate alimentari hanno raggiunto livelli record ad ottobre. L'indice segna 133,2 punti contro i 133,0 precedenti ai valori massimi da 10 anni. L'indice FAO dei prezzi dei cereali ha subito un aumento pari al 3,2% rispetto a settembre, con i prezzi mondiali del grano in crescita del 5% a causa della riduzione dei raccolti nei principali Paesi esportatori, tra cui Canada, Federazione Russa e Stati Uniti d'America. L'indice FAO dei prezzi degli oli vegetali è aumentato ad ottobre del 9,6%, raggiungendo un massimo storico. L'incremento è dovuto all'aumento significativo di domanda di importazione a livello globale e al protrarsi dei timori di una contrazione della produzione in Malaysia, a causa della continua carenza di manodopera. In rialzo anche l'indice FAO dei prezzi dei prodotti caseari, salito del 2,6% rispetto a settembre, grazie ad una solida domanda globale. In calo invece l'indice FAO dei prezzi delle carni, che registra ad ottobre un -0,7% rispetto al mese precedente a causa di una minor domanda di carni suine e bovine da parte della Cina e per la riduzione delle quotazioni per le forniture dal Brasile, mentre i prezzi del pollame e della carne ovina sono

aumentati, spinti dall'elevata domanda globale e dalle scarse prospettive di espansione della produzione. Scende anche l'indice FAO dei prezzi dello zucchero, con un -1,8% rispetto a settembre, segnando il primo calo dopo 6 aumenti mensili consecutivi. Il dato è il risultato della limitata domanda globale di importazioni e delle ottime prospettive di grandi forniture esportabili provenienti da India e Thailandia.

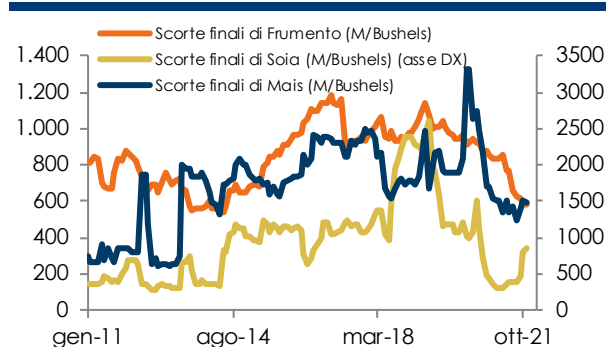
**FAO: la produzione mondiale di cereali vicina ai massimi storici.** Nell'ultimo bollettino FAO sull'offerta e domanda dei cereali si prevede un aumento della produzione cerealicola mondiale a 2.793 milioni di tonnellate nel 2021, in calo di 6,7 milioni di tonnellate rispetto al precedente rapporto di ottobre, in gran parte a causa dei tagli alle stime della produzione di grano in Iran, Turchia e Stati Uniti. La produzione mondiale di cereali secondari (orzo, farro, ecc...) è stata invece rivista al rialzo. Per quanto concerne il consumo mondiale di cereali, questo è atteso aumentare, secondo la FAO, dell'1,7% nel 2021 (rispetto alla stagione precedente) a 2.812 milioni di tonnellate, grazie ad un generale aumento del consumo di grano e a un maggior utilizzo del mais in campo alimentare e industriale: una stima che supera le previsioni sulla produzione per l'anno in corso e che preme al rialzo sui prezzi. La FAO prevede che, entro la fine del 2022, le scorte mondiali di cereali diminuiranno dello 0,8%, a 819 milioni di tonnellate, con il rapporto tra scorte e consumo di cereali che scenderà leggermente da 29,4% nel 2020/21 a 28,5% nel 2021/22. È invece atteso in espansione il commercio mondiale di cereali, che raggiungerà un nuovo record nel 2021/22 a 478 milioni di tonnellate, in crescita dello 0,3% rispetto al 2020/21.

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: il rincaro dei costi produttivi e i mancati approvvigionamenti spingono ancora al rialzo le quotazioni degli Agricoli.**

Il quadro dei fondamentali resta molto robusto rafforzando la dinamica rialzista in essere, la cui forza si basa proprio sulla costanza e moderazione dei rialzi, che non sono violenti e volatili ma contenuti e persistenti. I fattori chiave restano due: 1) le preoccupazioni relative alla puntualità delle forniture di quasi tutte le derrate alimentari; 2) il rincaro di tutti i costi di produzione, in particolare di fertilizzanti, pesticidi, e ovviamente carburanti. Le tensioni sui prezzi dei combustibili fossili impattano direttamente su tutta la filiera agricola: un aspetto che ha finito per innalzare ulteriormente la pressione sulle quotazioni degli agricoli, proprio mentre i produttori cercavano di ampliare la propria offerta per rincorrere la domanda. Non cambiano le previsioni sulle condizioni climatiche che restano avverse anche se, in questo momento, il loro peso in negativo sulla resa dei raccolti appare una tematica marginale: una situazione che comunque alimenta una costante erosione delle scorte, specie in vista dei consumi natalizi. Le nostre previsioni sulle commodity agricole sono confermate moderatamente positive, seppur con maggior cautela nel breve periodo, vista la costanza dei rialzi e l'avvicinarsi della fine dell'anno.

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

|                    | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|--------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Mais (\$ cent.)    | 576,8              | 545,0            | 525,0            | 520,0            | 505,0        | 470,0        |
| Fruento (\$ cent.) | 845,8              | 702,8            | 670,0            | 670,0            | 660,0        | 556,5        |
| Soia (\$ cent.)    | 1.274,3            | 1.300,0          | 1.270,0          | 1.270,0          | 1.162,5      | 1.100,0      |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|                    | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|--------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Mais (\$ cent.)    | 576,8              | 540              | 520              | 520              | 515          | 500          |
| Fruento (\$ cent.) | 845,8              | 780              | 720              | 670              | 660          | 610          |
| Soia (\$ cent.)    | 1.274,3            | 1.250            | 1.240            | 1.240            | 1.225        | 1.200        |

Fonte: Intesa Sanpaolo

**Soft commodity**

**Cotone: prezzi ai massimi dal 2011; Cina, India e Stati Uniti al centro della scena.** La ripresa del commercio, dopo la fine delle limitazioni e il ritorno dei clienti nei negozi, ha visto le vendite del settore abbigliamento riprendersi segnando la ripartenza anche dell'industria tessile. Il prezzo del cotone è così salito al livello più alto dal 2011 sulla scia della forte domanda e di molte difficoltà dal lato dell'offerta. Le previsioni relative alla produzione indiana, inferiore all'atteso, stanno accrescendo i timori ed ampliando il deficit di offerta, che risulta in costante peggioramento. La Cotton Association of India ha dichiarato che le esportazioni del Paese diminuiranno del 38% nella stagione 2021-22. Anche negli USA la resa delle piantagioni è a rischio: la raccolta nelle regioni intorno al Delta del Mississippi potrebbe subire interruzioni a causa di condizioni climatiche avverse e questo potrebbe generare ripercussioni sulla qualità della fibra prodotta. A complicare ulteriormente il quadro permangono le tensioni geopolitiche legate alla questione dello Xinjiang, la regione cinese dove è concentrata la produzione di cotone: gli Stati Uniti proseguono col blocco delle importazioni da quell'area, motivandolo con la violazione dei diritti umani. Una forte domanda e raccolti inferiori alle attese in Cina, il principale importatore, rischiano di ampliare il deficit mondiale nella stagione 2021-22. L'India, il principale produttore, vedrà l'uso domestico di cotone salire a livelli record, mentre la produzione di diverse regioni risulta compromessa dalla diffusione di alcuni parassiti delle piante. La domanda resta molto forte anche in altri importanti produttori tessili come Vietnam, Pakistan, Indonesia e Bangladesh: un quadro che tiene altissima la pressione sulle quotazioni del cotone. Alla luce di questi fattori, e delle stime 2022 che indicano come il deficit di offerta sia destinato a proseguire, le nostre previsioni sul prezzo del cotone nei prossimi mesi restano improntate ad un cauto ottimismo.

**Zucchero: +25% da inizio anno in scia a condizioni climatiche avverse e rincaro del petrolio.**

Resta robusto il rialzo dello zucchero, che registra una performance da inizio anno di circa il 25%. La corsa dei prezzi resta legata ai soliti due fattori: meteo avverso e prezzo del petrolio. Il clima sfavorevole ha condizionato la gran parte dei raccolti mondiali, incidendo su produzione e scorte. Allo stesso tempo, la forte salita del prezzo del petrolio ha portato i produttori a indirizzare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero più verso la produzione di etanolo e meno verso quella di dolcificante raffinato. Le recenti stime dell'International Sugar Organization (ISO) confermano che nel 2021/22 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un deficit di 3,8 milioni di tonnellate. Non cambiano le aspettative sulla produzione: in aumento in Thailandia e nell'Unione Europea ed in calo in Brasile e in India. Un quadro che, come il mese precedente, lascia del tutto inalterate le previsioni rialziste sui prezzi nel breve termine.

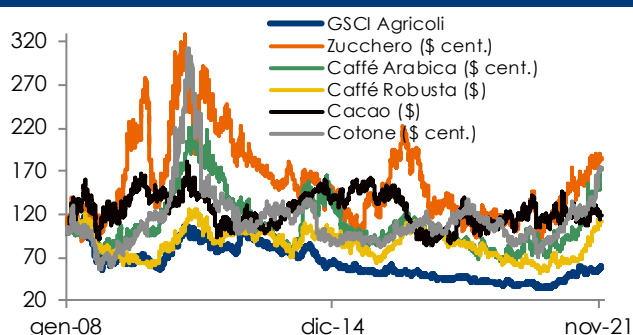
**Caffè: fondamentali immutati e ulteriore rincaro dei prezzi.**

Si consolida la corsa dei prezzi del caffè ed in particolare della qualità Arabica, che sale di oltre l'80% da inizio anno. Il principale produttore di qualità Arabica è il Brasile. Le stime sui raccolti di quest'anno rischiano di risentire delle conseguenze della siccità di agosto/settembre e delle recenti gelate. Il Vietnam, il principale produttore di Robusta, è alle prese con una serie di problemi sanitari legati alla forte ondata di contagi da variante Delta nel mese di settembre/ottobre. Una situazione che ha ritardato la lavorazione del caffè (solo parzialmente risolta), limitandone così l'esportazione ed accentuando la pressione sui prezzi. L'Organizzazione internazionale del caffè (ICO) avverte che la scarsità di forniture globali per la stagione 2021/22 prelude ad un possibile forte deficit di mercato, visto il recupero della domanda dovuto al ritorno dei consumi nei locali pubblici (al

netto di eventuali nuove restrizioni varate in alcuni Paesi). Il quadro dei fondamentali risulta quindi immutato, così come immutate sono le pressioni rialziste sui prezzi di entrambe le qualità di caffè: invitiamo però alla prudenza, nel breve, visti gli alti livelli già raggiunti dalle quotazioni.

**Cacao: prezzi in calo da inizio anno, le attese di surplus di prodotto pesano sulle quotazioni.** Per il cacao si sono verificati rialzi superiori al 20% nel periodo luglio-ottobre, dopo un anno di relativa stabilità dovuta alle abbondanti produzioni in Africa e ai mancati consumi legati alle precedenti limitazioni imposte alle persone. Una decisa correzione si è invece registrata a cavallo fra ottobre e novembre, con un calo di quasi il 10% in appena due settimane. La International Cocoa Organization, che prevedeva un surplus globale di circa 23.000 tonnellate per la stagione appena conclusa, sottolinea come le tensioni tra domanda ed offerta dovute a condizioni climatiche avverse possano ampliarsi. A inizio ottobre è iniziata la raccolta in Costa d'Avorio e in Ghana (in entrambi i casi si tratta del raccolto principale: "main crop") e, nonostante le previsioni siano pessimiste sulla produzione complessiva di cacao, gli operatori di settore continuano a pensare che la resa dei raccolti africani sarà superiore alle attese. Questa convinzione ha portato alla frenata dei prezzi delle ultime settimane. L'eccessiva offerta ha pesato sui prezzi all'inizio della pandemia, anche se i segnali di miglioramento della domanda di cioccolato, con la fine dei lockdown, hanno favorito il rimbalzo delle quotazioni nella seconda parte del 2021. I timori di un aumento ulteriore del surplus di prodotto rischiano di pesare sui prezzi del cacao proprio alla vigilia del periodo natalizio, che è particolarmente favorevole ai prezzi del cioccolato e che vede uno stagionale aumento dei consumi. Un quadro complesso che ci induce a ribadire il nostro scenario di prudenza circa il possibile recupero del cacao.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                 | 22.11.21 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-----------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Agricoli   | 509,6    | 9,0    | 9,0    | 9,0     | 27,4    |
| Cotone          | 117,7    | 24,5   | 42,1   | 63,1    | 50,7    |
| Cacao           | 2.498,0  | -3,2   | 1,7    | -15,7   | -4,0    |
| Zucchero        | 19,8     | 0,9    | 18,5   | 29,9    | 27,6    |
| Caffè (arabica) | 231,4    | 29,8   | 54,1   | 100,3   | 80,4    |
| Caffè (robusta) | 2.277,0  | 22,3   | 56,9   | 66,8    | 65,7    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

|                  | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Cotone (\$ cent) | 117,7              | 97,5             | 88,0             | 85,0             | 84,5         | 79,0         |
| Cacao            | 2.498,0            | 2.475            | 2.490            | 2.500            | 2.546        | 2.610        |
| Zucchero         | 19,8               | 19,0             | 18,3             | 17,0             | 16,4         | 14,8         |
| Caffè (arabica)  | 231,4              | 186,0            | 183,1            | 174,4            | 156,3        | 140,0        |
| Caffè (robusta)  | 2.277,0            | 1.938            | 1.719            | 1.656            | 1.630        | 1.515        |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|                  | Valore<br>22.11.21 | 4° trim.<br>2021 | 1° trim.<br>2022 | 2° trim.<br>2022 | Anno<br>2022 | Anno<br>2023 |
|------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Cotone (\$ cent) | 117,7              | 110              | 90               | 86               | 85           | 80           |
| Cacao            | 2.498,0            | 2.500            | 2.480            | 2.470            | 2.465        | 2.450        |
| Zucchero         | 19,8               | 19,0             | 18,5             | 17,0             | 16,8         | 15,5         |
| Caffè (arabica)  | 231,4              | 200              | 190              | 180              | 175          | 153          |
| Caffè (robusta)  | 2.277,0            | 2.100            | 2.000            | 1.900            | 1.850        | 1.600        |

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  |
| Fenabrave                                 | Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores  |
| GSCI                                      | Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo. |
| GFMS Ltd                                  | Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.   |
| Hedge funds                               | Fondi comuni speculativi  |
| Investitori istituzionali                 | Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari   |
| LBMA                                      | La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra   |
| Libbra                                    | Unità di peso, circa 453 grammi   |
| LME                                       | London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo   |
| NOPA                                      | National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.   |
| NYMEX                                     | New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame                                    |
| Oncia                                     | Unità di peso, circa 27 grammi  |
| Paesi emergenti                           | Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele  |
| Prodotto interno lordo (PIL)              | Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale  |
| Produzione industriale                    | Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.   |
| Saldo partite correnti                    | Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti  |
| Saldo in conto capitale                   | Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti   |
| USDA                                      | United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| Vulnerabilità esterna (indice di)         | (Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera  |
| WASDE                                     | World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| WTI                                       | Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX  |
| \$/bbl                                    | USD per Barrel (dollari al barile)  |
| \$/MMBtu                                  | Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi   |
| \$/MT                                     | USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica  |

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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 27.10.2021.

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 Risso

#### **Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

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