

Mensile Materie Prime
Commodity: non mancano le insidie da qui a fine anno
Energia: Outlook Mod. Positivo ma approccio cauto nel breve termine

Rimaniamo cautamente positivi sui prezzi dell'Energia: la forza e la rapidità del movimento verso l'alto aprono spazi per fisiologiche prese di beneficio e limitano, oggettivamente, il potenziale rialzista, in particolare per il petrolio. Più nel lungo termine ribadiamo come il processo di transizione energetica "green" non vedrà un immediato calo della domanda petrolifera, che sarà invece l'elemento chiave per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo modello economico, che culminerà però con l'abbandono dei combustibili fossili nel 2030.

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

Il quadro attuale, caratterizzato dall'apprezzamento del dollaro USA e dalla imminente riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, è il motivo chiave che deprime le quotazioni dei Preziosi. Le aspettative di rialzo dell'inflazione, nell'ultimo mese, hanno consentito un marginale recupero di breve ma esse non appaiono in grado, in futuro, di sostenere un trend di ripresa dei prezzi dei Preziosi più duraturo. In aggiunta, ridimensioniamo l'apporto positivo della classica differenziazione fra metalli più o meno industriali, che aveva sostenuto i Preziosi negli scorsi mesi.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, la crisi energetica spinge i prezzi

Restano immutati lo scenario positivo di fondo e i fattori che lo compongono. Il comparto continuerà a beneficiare degli investimenti per il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici, in una fase in cui il rincaro dell'energia sta spingendo al rialzo i costi di produzione. Manteniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni sulle componenti del comparto.

Prodotti agricoli: Outlook Mod. Positivo, misurato ma costante rialzo dei prezzi

La catena produttiva prosegue il suo processo di adeguamento, provando a smussare le tensioni su domanda/offerta. Il sopraggiungere del rincaro dei costi dei combustibili fossili (che impatta direttamente su carburanti, fertilizzanti e pesticidi) ha però rialzato la tensione sui prezzi, proprio mentre i produttori cercavano di ampliare la propria offerta per rincorrere la domanda. Le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano quindi ancora moderatamente positive, seppur con maggior cautela nel breve periodo, visti gli ultimi rialzi.

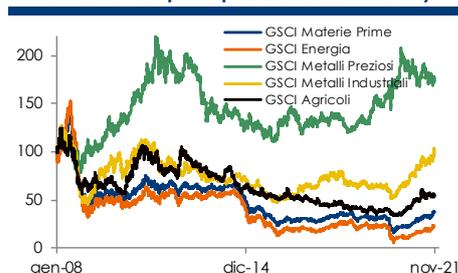
Soft Commodity:

- Cotone:** toccati nuovi massimi a 10 anni, Cina e USA i protagonisti della corsa dei prezzi.
- Zucchero:** condizioni climatiche e rincaro del petrolio i driver del rialzo dei prezzi.
- Caffè:** non si ferma la corsa dei prezzi del caffè.
- Cacao:** prezzi alti ma fermi da inizio anno, attesi ampi raccolti africani.

Performance degli indici commodity

	Valore 26.10.21	Var. % YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.940,4	48,7	18,9	26,4
GSCI Energia	482,3	80,6	3,5	18,3
GSCI Met. Preziosi	2.059,1	-6,4	16,1	32,3
GSCI Met. Industriali	1.816,3	29,8	48,1	72,2
GSCI Prod. Agricoli	478,0	19,5	43,3	3,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 26.10.2021

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

27 ottobre 2021 - 12:25 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche
**Ricerca per
investitori privati e PMI**
Mario Romani

Analista Finanziario

27 ottobre 2021 - 12:30 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Ott.	Set.
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	74,5	-23,0
Brent	66,8	-24,5
Gas Naturale	131,7	19,2
Gasolio	76,6	-32,7
Oro	-5,4	22,1
Argento	-8,8	45,5
Rame	26,0	26,7
Alluminio	42,9	8,5
Zinco	27,0	17,6
Nickel	20,9	20,8
Mais	12,3	25,2
Frumento	17,4	15,5
Soia	-5,9	41,3
Caffè	62,3	-
Cotone	39,2	-

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg al 26.10.2021

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.10.2021 (salvo diversa indicazione).

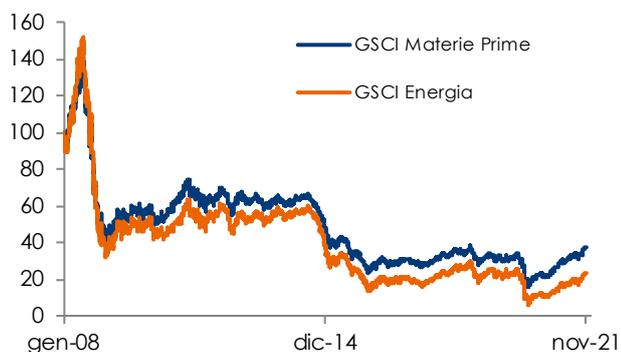
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: petrolio e gas rinnovano massimi e timori

Commodity: ultima parte dell'anno ricca di insidie ma non cambiano le dinamiche su domanda (alta) e offerta (bassa).

Nonostante la revisione al ribasso delle prospettive macroeconomiche generali per il 2022, le strozzature logistiche (noli, trasporti, dogane) che stanno caratterizzando le catene di approvvigionamento delle commodity continuano a premere sulle quotazioni delle materie prime, che sono le principali responsabili dell'aumento dell'inflazione. Restano immutate le preoccupazioni sui mercati finanziari circa il surriscaldamento eccessivo dei prezzi; a ciò si sommano l'inizio del *tapering* della Fed (previsto a fine anno) che porterà, inevitabilmente, a condizioni di liquidità in dollari meno favorevoli, e il conseguente apprezzamento del dollaro, in parte già verificatosi. Tutti aspetti che, tendenzialmente, non dovrebbero favorire il rialzo dei derivati finanziari sulle materie prime. Su questo scenario grava inoltre la scelta strategica del principale consumatore di commodity al mondo: la Cina. Le Autorità cinesi proseguono l'azione riformista volta a limitare la speculazione sul mercato del credito, cercando di contenere la "bolla immobiliare" già esistente, in un quadro di interventi che avrebbe come scopo finale la riduzione dell'inquinamento atmosferico. Questa azione ha finito per rallentare la crescita in Cina, come certificato in maniera evidente dall'ultimo dato sul PIL: la crescita cinese del 3° trimestre mostra infatti 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, appare evidente come anche il ciclo cinese rallenti a causa dei "buchi" nella fornitura di energia elettrica e delle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli), ma anche a motivo dei nuovi focolai di epidemia. In conclusione, il finale d'anno si prospetta ricco di insidie: la maggior parte dei prezzi delle materie prime resta su livelli alti a causa dell'offerta fisica limitata proveniente dai Paesi produttori. La scarsità resta il tema chiave in quasi tutte le filiere di approvvigionamento che vanno dal comparto dell'energia, alle materie prime agricole e ai metalli industriali. Pur mantenendo pressoché stabile 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. La forza e la rapidità dei rincari delle materie prime potrebbero indurre gli investitori a monetizzare i guadagni, magari in coincidenza delle chiusure tecniche mensili o, a tendere, annuali, provocando una frenata delle quotazioni.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.10.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.940,4	48,7	18,9	26,4
GSCI Energia	482,3	80,6	3,5	18,3
WTI (\$)	84,7	74,5	49,4	70,3
Brent (\$)	86,4	66,8	39,3	71,2
Gas Naturale (\$)	5,9	131,7	155,7	112,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: gli ulteriori rincari di petrolio e gas naturale alimentano i timori per l'inverno. Non cambia la dinamica che domina il comparto dell'energia, che vede al centro del quadro il rialzo di petrolio e metano, pur con aspetti di analisi differenti. La riconferma dei livelli produttivi da parte dei principali produttori di petrolio (OPEC+) rafforza la prospettiva di un mercato mondiale sostanzialmente bilanciato nel 2021 (leggero deficit) e in probabile surplus già l'anno prossimo. Un quadro che non ha minimamente smorzato le tensioni sul comparto energetico, che restano fortissime. In particolare, in Europa gli scarsi stoccaggi di metano alimentano i dubbi sulla stabilità del sistema in caso di inverno freddo e spingono gli organi competenti, molto spesso, a dichiarazioni allarmanti sulla strategia energetica per i prossimi mesi. La pressione sulla domanda

di gas naturale utilizzato non solo per il riscaldamento ma anche per la generazione di energia elettrica è senza precedenti. Le ragioni per cui si è giunti a questa situazione sono molteplici e contemporanee, motivo per cui la tensione è facilmente esplosa. **Le condizioni meteorologiche** avverse, durante l'inverno 2020/21, hanno ampliato la richiesta globale di gas naturale liquefatto (GNL) erodendo velocemente le scorte, proprio prima della consueta stagione di rifornimento. Parimenti, temperature insolitamente più fresche nella primavera del 2021, in Nord America ed Europa, hanno alimentato la domanda di riscaldamento in maniera anomala, incidendo ulteriormente sulle scorte globali di metano. Una situazione che si è trascinata poi in estate, quando il picco di richiesta di elettricità (aria condizionata), soprattutto in Europa e in Asia, ha finito per spingere ancora più in alto i prezzi del GNL. Una situazione di costante rincorsa che si è puntualmente aggravata con l'arrivo dell'attuale stagione invernale. In aggiunta, **scelte commerciali discutibili** hanno peggiorato ulteriormente il quadro in Europa. Durante l'estate, la generazione di elettricità da eolico e solare è stata insolitamente bassa nel Vecchio Continente, limitando il contributo delle rinnovabili; a ciò si è sommato il fermo manutenzione degli impianti in Norvegia e Russia. Questa situazione non ha modificato la strategia europea di acquisto di gas naturale, da qualche anno meno propensa alla stipula di contratti/forniture a lungo termine e preventive ma più orientata ad una politica di richiesta legata alle esigenze contingenti. 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 ovviamente acuito una situazione che già era tesa, portando ad un fortissimo rincaro dei prezzi di mercato.

L'allarme in Europa è esploso ormai da qualche settimana: gli stoccaggi di gas appaiono già ora probabilmente insufficienti, alimentando i dubbi sulla stabilità del sistema in caso di un inverno particolarmente freddo, che amplificherebbe la domanda per riscaldamento. La Russia, il principale erogatore di gas verso l'Europa, si è già detta disponibile ad un aumento delle forniture, previa la stipula di un accordo piattaforma che riposizioni al centro del sistema il Nord Stream 2. Un tema spinoso, che ha risvolti sia politici che ambientali. 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 al punto da portarlo vicino al collasso, con conseguenze difficilmente stimabili per la popolazione e per i settori produttivi. Quello che potrebbe inoltre accadere è che, 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 trascinerrebbe la situazione di crisi addirittura sulla stagione invernale 2022/23. Appare evidente che l'Europa dovrà decidere una strategia diversa da quella attuale, che garantisca forniture costanti e strutturali, abbandonando l'attuale impostazione volta a soddisfare solo le richieste di consumo, nel momento in cui esse si presentano.

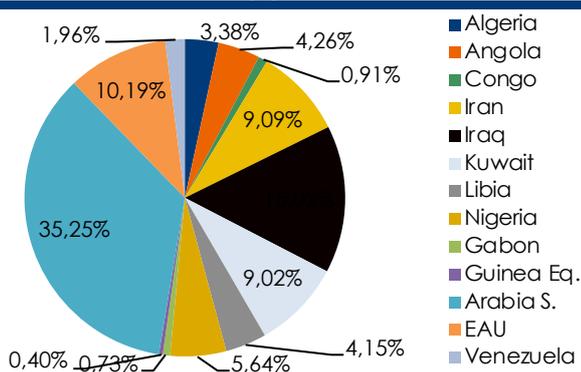
Europa: la transizione "green" rischia di frenare a causa dei costi dei combustibili fossili. La paradossale situazione che si sta creando in Europa, ovvero una crisi energetica provocata dalla mancanza di combustibili fossili che rischia di intralciare la transizione "green", sta solo alimentando uno scenario già di per sé ambiguo. In tutto il mondo i prezzi dell'energia sono stati spinti al rialzo dal recente rincaro dei combustibili e questo rischia di frenare la svolta ecologica mondiale. Da tempo avevamo già chiarito che, se anche il processo di transizione energetica "green" procedesse senza intoppi verso il traguardo del 2030, la domanda petrolifera da qui ad allora resterà comunque sostenuta. Questa rivoluzione culminerà con l'abbandono dei combustibili fossili ma, prima di allora, questi giocheranno un ruolo chiave nel fornire l'energia necessaria per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo sistema. La situazione attuale sta solo aggravando un quadro che si presentava già ricco di aspetti paradossali. I prezzi dell'energia elettrica in Europa sono da settimane ai nuovi massimi storici a causa delle quotazioni record del gas naturale, del carbone e di altri combustibili minori impiegati per la generazione di elettricità. Nell'Unione Europea le quote di emissione di anidride carbonica sono ormai costosissime, a causa dell'inasprimento delle norme antinquinamento: una decisione politica volta a stimolare la transizione "green" ma che, di fatto, aggrava la crisi energetica i cui

costi rischiano di dover essere scaricati a valle su tariffe e consumatori finali. Riconfermiamo come nel medio termine (12-15 mesi), i prezzi europei del gas e dell'elettricità dovrebbero diminuire, mentre rimarranno probabilmente elevati sia nell'ultimo trimestre del 2021 che all'inizio del 2022.

Come già detto, resta lo spinoso tema del gasdotto Nord Stream 2 (che trasporta il gas russo, attraverso Ucraina e Polonia, verso il centro Europa) che dovrebbe divenire operativo in primavera (le prove tecniche di queste settimane ne hanno confermato la tenuta). Questo dovrebbe migliorare l'affidabilità dei flussi russi, anche se tempistiche e dimensioni delle consegne pattuite appaiono ancora piuttosto incerte; la querelle politica a cui stiamo assistendo sui media non sembra fornire, nel concreto, una soluzione a questa vicenda. Tutto ciò avvalorava il nostro quadro di rischi al rialzo per i prezzi del gas e dell'elettricità durante il prossimo inverno, anche solo in caso di temperature leggermente più rigide del previsto.

L'OPEC+ continuerà ad immettere 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 ottobre di confermare gli aumenti di +400.000 barili giornalieri per il mese di novembre e si sono dati appuntamento al 4 novembre per deliberare i livelli per il successivo mese di dicembre. Di fatto, l'OPEC+ ha confermato semplicemente l'accordo in essere e ha seguito, come abitualmente accade, le indicazioni del JMMC (Joint Ministerial Monitoring Committee), l'organo tecnico che monitora il rispetto delle quote produttive dei partecipanti al consorzio e traccia lo scenario sul mercato petrolifero. Il JMMC aveva suggerito di mantenere l'offerta ai livelli già concordati, senza cedere alle richieste dei consumatori che spingevano per un ampliamento dell'offerta petrolifera che ne calmierasse il prezzo. L'offerta OPEC+ relativa all'anno 2021 risulterà comunque insufficiente, portando il saldo annuale in deficit e lasciando inalterata la pressione sui prezzi. Al contrario invece, col prosieguo dell'accordo in essere (+400.000 barili giornalieri) fino a fine 2022, è 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 il momento non muta le nostre previsioni di consolidamento del petrolio su livelli comunque sostenuti, legate al complessivo recupero dell'economia mondiale anche nel corso del prossimo anno.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 30.09.2021

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

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

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

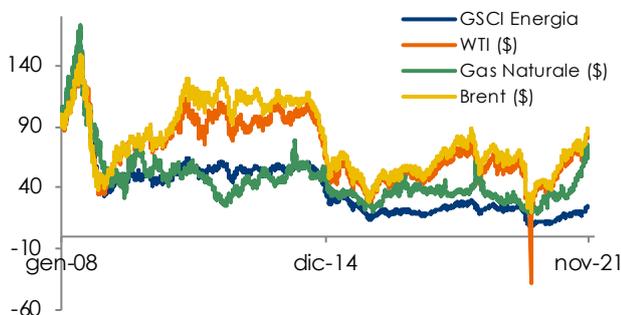
OPEC: domanda e offerta in espansione nel 2022. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di ottobre, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha pubblicato le nuove stime sui fondamentali di domanda e offerta per il 2022. Nel 2021 la domanda globale potrebbe raggiungere una media di 96,6 milioni di barili al giorno (+5,8 mb/g, a/a) e potrebbe espandersi a 100,8 mb/g nel 2022 (+4,2 mb/g a/a). L'offerta di petrolio non-OPEC dovrebbe salire da 63,8 mb/g nel 2021 a 66,7 mb/g nel 2022, mentre quella OPEC, secondo alcune fonti secondarie, è

aumentata di 0,5 mb/g a settembre. 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 27,8 mb/g per il 2021 (+5,0 mb/g a/a) e dovrebbe espandersi a 28,8 mb/g nel 2022 (+1,0 mb/g a/a).

EIA: deficit per il mercato del petrolio nel 2021. L'US Energy Information Administration (EIA), nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di ottobre, 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 +0,4 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 101,0 mb/g nel 2022 (+3,5 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 64,2 mb/g dai 63,5 mb/g precedenti, ed aumentare a 67,4 mb/g nel 2022, mentre l'offerta OPEC dovrebbe rimbalzare da una media di 25,6 mb/g del 2020 a 26,4 mb/g nell'anno corrente (+0,8 mb/g a/a) e a 28,4 mb/g nel 2022 (+2,0 mb/g a/a).

IEA: domanda di greggio ancora in aumento. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di ottobre, ha aggiornato le stime sui fondamentali del greggio. A causa dell'attuale crisi del settore energetico, la domanda di petrolio ha subito un incremento significativo, contribuendo ad una revisione al rialzo per le stime del 2021 e 2022. La domanda globale nel 2021 è attesa a una media di 96,3 mb/g (+5,5 mb/g a/a) e a 99,6 mb/g per il 2022 (+3,3 mb/g a/a), raggiungendo così i livelli pre-COVID. L'offerta non-OPEC dovrebbe salire a una media di 63,6 mb/g nel 2021 e a 66,6 mb/g nel 2022 (+3,0 mb/g a/a, dati rivisti al ribasso da quelli precedenti). Il livello di produzione di equilibrio tra paesi appartenenti al cartello e quelli non-OPEC è stimato a 27,4 mb/g nel 2021 e a 27,5 mb/g nel 2022 (+0,1 mb/g a/a, rivisto al rialzo dal dato passato).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	482,3	21,7	22,0	68,4	80,6
WTI (\$)	84,7	18,1	34,5	113,9	74,5
Brent (\$)	86,4	16,0	30,1	109,7	66,8
Gas Naturale (\$)	5,9	48,1	104,7	94,8	131,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma permane una certa cautela vista la violenza dei rialzi.

Come chiarito anche dalle statistiche di questo mese, il mercato globale del greggio resterà prossimo all'equilibrio, o al più in marginale deficit, in questo 4° trimestre 2021, nonostante la conferma della politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+, senza ulteriori immissioni. Nel 2022 permangono aspettative di un ritorno in surplus del mercato petrolifero. Per i principali produttori OPEC+, in primis l'Arabia Saudita, l'attuale livello dei prezzi di mercato supera i costi medi di produzione (*breakeven oil prices*); stessa situazione per la Russia che, in aggiunta, è oggetto di pressioni sulle forniture di gas verso l'Europa. Un quadro che rafforza i guadagni generati dalle royalties dei combustibili fossili; per i produttori non vi è quindi nessuna convenienza a frenare la corsa dei prezzi, almeno nel breve periodo. Rimaniamo cautamente positivi sui prezzi del greggio; la forza e la rapidità del movimento verso l'alto aprono spazi per fisiologiche prese di beneficio e limitano, oggettivamente, il potenziale rialzista per le quotazioni del petrolio. Più

nel lungo termine ribadiamo come il processo di transizione energetica "green" non vedrà un immediato calo della domanda petrolifera; anzi, il petrolio sarà probabilmente l'elemento chiave per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo sistema. Questa rivoluzione culminerà però con l'abbandono dei combustibili fossili nel 2030, con riflessi negativi per le quotazioni.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	84,7	73,0	72,0	69,0	69,5	63,0
Brent (\$)	86,4	75,0	74,0	71,0	71,0	67,0
Gas Naturale (\$ cent.)	5,9	4,8	4,2	3,8	4,0	3,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

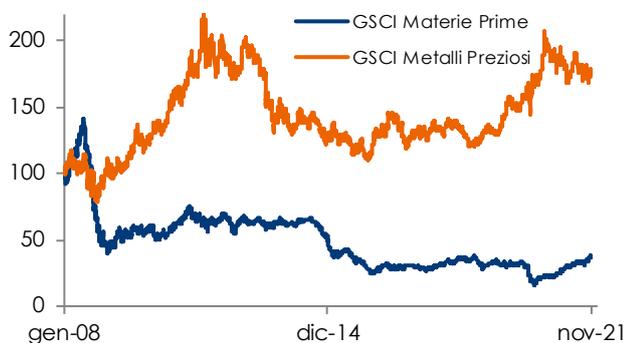
	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	84,7	71,0	72,0	73,0	73,0	74,0
Brent (\$)	86,4	73,0	74,0	75,0	75,0	76,0
Gas Naturale (\$ cent.)	5,9	4,5	4,0	3,9	3,9	3,8

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: penalizzati da dollaro forte e attesa del tapering

L'allarme per il surriscaldamento delle dinamiche inflattive globali non ha supportato i Preziosi, che restano depressi da dollaro forte e attesa per il tapering. Non cambiano i temi sul mercato dei Preziosi con gli operatori che, pur intimoriti dal rialzo dell'inflazione, hanno solo marginalmente scaricato queste paure sugli acquisti di oro e argento, rassicurati dalle Banche centrali delle principali economie che si dicono pronte a fronteggiarne gli effetti negativi. I Preziosi restano un comparto penalizzato all'interno del mondo delle commodity: il saldo da inizio 2021 è infatti negativo (unico comparto con quotazioni al ribasso). I prezzi dei metalli preziosi non registrano particolari performance, negli ultimi mesi, a causa dell'apprezzamento del dollaro USA e delle aspettative di un'imminente riduzione degli acquisti di obbligazioni da parte della Federal Reserve (*tapering*). Le pressioni inflazionistiche sono aumentate ma questo non ha spinto più di tanto la domanda di beni difensivi. Gli investitori hanno infatti confermato di preferire il dollaro (e marginalmente yen e franco svizzero), ignorando oro e argento nelle proprie scelte di allocazione difensiva. Si riallineano (in negativo) le performance all'interno del comparto: l'oro, e in misura minore e alternata l'argento, continuano a zavorrarlo (da inizio anno), mentre platino e palladio, che prima lo supportavano, hanno anch'essi svolto in negativo la loro performance annuale. In sintesi, l'oro continua ad essere preferito ad altri asset rifugio con remunerazione superiore; platino e palladio hanno invece accusato le turbolenze legate ai settori Auto ed Elettronica, riducendo marginalmente le proprie quotazioni. Quel che appare ora più chiaro, rispetto al mese scorso, è che la carenza globale di semiconduttori avrà un impatto negativo più profondo del previsto sulla produzione mondiale di veicoli. Di fondo, però, la domanda globale di metalli impiegati in chip e schede elettroniche dovrebbe aumentare il prossimo anno, tornando a sostenere i metalli preziosi dalla natura più industriale: platino e palladio, appunto.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



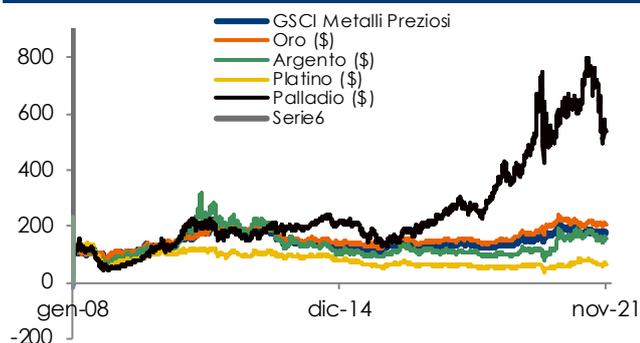
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.10.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.940,4	48,7	18,9	26,4
GSCI Met. Preziosi	2.059,1	-6,4	16,1	32,3
Oro (\$)	1.792,1	-5,4	19,1	41,2
Argento (\$)	24,1	-8,8	33,4	36,3
Platino (\$)	1.032,0	-3,6	11,5	7,0
Palladio (\$)	2.005,4	-18,1	13,6	226,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: marginalmente supportati dal rialzo dell'inflazione ma frenati da dollaro forte e attese sulla Fed. Scenario di fondo immutato su questi due metalli: il surriscaldamento dei prezzi globali avrebbe dovuto favorirli nella ricerca di investimenti che proteggano dall'erosione dei rendimenti causata dall'inflazione. In realtà questo non è accaduto e, ancora una volta, il dollaro forte e le attese di *tapering* della Fed ne hanno frenato i rialzi. Come più volte detto, i Treasury (e il dollaro) restano una asset class concorrente rispetto all'oro nelle scelte di investimento difensivo degli investitori, frenando il rialzo delle quotazioni del metallo giallo e, in generale, zavorrando l'intera performance del comparto dei Preziosi. Questo mese, l'argento è stato in grado (grazie alla sua natura più "industriale") di slegarsi leggermente dalla dinamica dell'oro e differenziare (in positivo) la propria performance, in un contesto che vede confermata la prospettiva di crescita della domanda nel settore delle tecnologie "green".

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.059,1	-0,8	-0,6	-6,7	-6,4
Oro (\$)	1.792,1	-0,5	0,8	-6,1	-5,4
Argento (\$)	24,1	-2,2	-8,7	-1,6	-8,8
Platino (\$)	1.032,0	-1,9	-17,3	16,2	-3,6
Palladio (\$)	2.005,4	-23,1	-32,1	-14,4	-18,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Platino e palladio: proseguono i ribassi causati dalla crisi dei semiconduttori e del settore Auto.

Le quotazioni di platino e palladio hanno stornato anche questo mese, dopo la debolezza del mese scorso. La scarsità di semiconduttori si è ulteriormente aggravata e ha costretto le case automobilistiche a ridimensionare i loro piani di produzione frenando la domanda verso questi metalli, componenti indispensabili per il settore automobilistico. Questo scenario di carenza di semiconduttori e ridimensionamento delle produzioni ci aveva già indotto a rivedere al ribasso il profilo di previsione su entrambi i metalli: una visione che appare confermata anche dall'attuale debolezza. Nei prossimi trimestri prevediamo ancora che il platino e il palladio possano recuperare parte delle loro perdite. La produzione di veicoli e la domanda globale di metalli impiegati nell'elettronica dovrebbero aumentare il prossimo anno, poiché la carenza di semiconduttori dovrebbe gradualmente attenuarsi. Ovviamente questo scenario limita il potenziale di rialzo delle quotazioni, che ora è decisamente inferiore.

Outlook Neutrale: scenario di fondo immutato sui Preziosi. Il quadro attuale, caratterizzato dall'apprezzamento del dollaro USA e dall'imminente riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, è il motivo chiave che deprime le quotazioni dei Preziosi. Le aspettative di surriscaldamento dei prezzi dell'ultimo mese hanno consentito un marginale rialzo, di breve, di oro e argento ma non appaiono in grado, in futuro, di sostenere un trend di recupero dei prezzi più duraturo. Come più volte sottolineato, gli investitori avversi al rischio hanno preferito il dollaro (e in misura minore yen e franco svizzero) e i Treasury, rispetto ad oro e argento, nelle proprie scelte difensive. Questo ci porta ancora una volta a ribadire un Outlook Neutrale come frutto della sintesi di tutti i fattori richiamati, ridimensionando anche l'apporto positivo della classica differenziazione fra metalli con sfumature più o meno industriali, e i relativi pesi che essi hanno all'interno del comparto. Di conseguenza, lo scenario di debolezza di oro argento in questo finale di 2021, nell'ambito dei Preziosi, difficilmente verrà controbilanciato dalle prospettive di palladio e platino, anche loro in decisa frenata nelle ultime settimane.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.792,1	1.750,0	1.750,0	1.725,0	1.718,8	1.650,0
Argento (\$)	24,1	24,0	24,1	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	1.032,0	1.100,0	1.150,0	1.250,0	1.152,5	1.097,5
Palladio (\$)	2.005,4	2.480,0	2.360,0	2.340,0	2.311,3	2.418,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

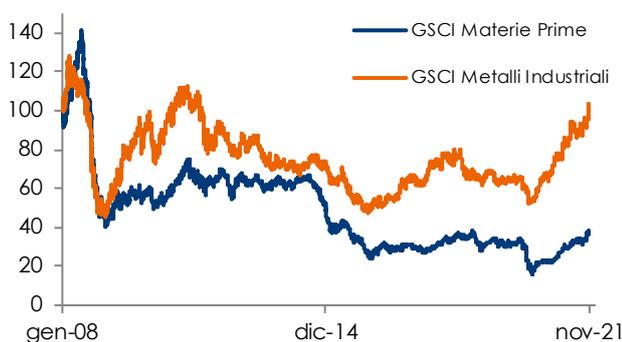
	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.792,1	1.740	1.720	1.700	1.700	1.650
Argento (\$)	24,1	24,0	24,0	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	1.032,0	975	1.000	1.000	1.000	1.020
Palladio (\$)	2.005,4	2.050	2.100	2.100	2.100	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: spinti al rialzo dalla crisi energetica

Il comparto sale e contribuisce al rincaro dei prezzi di tutte le commodity. Il comparto dei Metalli Industriali continua a registrare rialzi, contribuendo a consolidare la performance annuale di tutte le commodity. Questo nonostante le Autorità cinesi abbiano proseguito la loro azione riformatrice volta a raffreddare il mercato del credito e quello immobiliare (costruzioni) al fine di ridurre l'inquinamento. Anche la scelta di spostare sui turni notturni molte lavorazioni ad alto assorbimento energetico, come quelle del settore siderurgico, avrebbe una connotazione ecologica ma, allo stesso tempo, sta consentendo all'industria metallurgica cinese di abbassare i suoi costi produttivi. Anche in Cina le tariffe dell'energia elettrica sono più basse durante le ore notturne e questo permette, a parità di assorbimento, di ridurre la bolletta energetica. A livello sistemico, questo tipo di strategia consente inoltre di calmierare l'inflazione interna, agendo in maniera diretta proprio sul principale fattore che sta surriscaldando la dinamica dei prezzi a livello mondiale, non solo in Cina: i prezzi dei combustibili fossili. L'insieme di queste azioni ha consapevolmente ridotto di qualche decimo la crescita economica cinese con riflessi anche sulla domanda di metalli, di cui la Cina è il principale consumatore. Il consumo di metalli è stato influenzato negativamente dai persistenti colli di bottiglia che hanno interrotto le catene di approvvigionamento, con rincari nei costi di trasporto. Non solo pesa la carenza di semiconduttori che ha colpito il settore Automobilistico, ma anche la domanda di metalli più tradizionali come acciaio, alluminio, zinco (che intervengono nel processo produttivo del comparto Auto) risulta in marginale calo. Un quadro che appare dunque caratterizzato da qualche ombra: questo ha però solo rallentato, e non interrotto, 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 26.10.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.940,4	48,7	18,9	26,4
GSCI Industriali	1.816,3	29,8	48,1	72,2
Rame (\$)	9.788,5	26,0	65,2	104,4
Alluminio (\$)	2.829,0	42,9	63,7	66,5
Zinco (\$)	3.466,3	27,0	35,7	48,8
Nickel (\$)	20.091,0	20,9	19,8	93,9

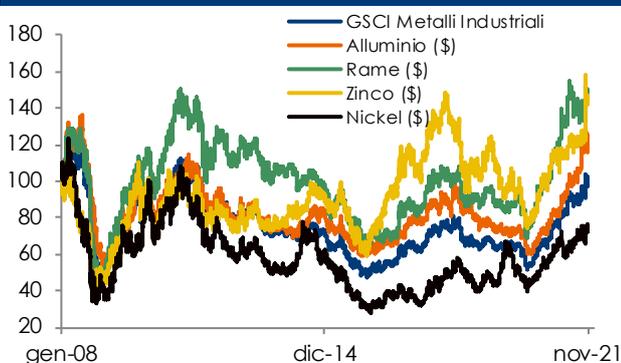
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: la strategia cinese volta a calmierare l'inflazione lascia sul campo qualche decimale di crescita. 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, appare evidente come anche il ciclo cinese mostri qualche rallentamento a causa tra l'altro delle scelte sulla gestione delle forniture di energia elettrica e delle difficoltà di approvvigionamento delle materie prime (trasporti e noli). Le vendite al dettaglio di settembre hanno evidenziato una crescita di 4,4% a/a dopo il 2,5% a/a del mese precedente. Cala a 4,9% da 5,1% di agosto il tasso di disoccupazione. Sempre a settembre, la produzione industriale ha segnato un incremento di 3,1% m/m (dopo il 5,3% di agosto): dati che confermano quindi una fase di consolidamento della prima manifattura del mondo e che potrebbero influenzare negativamente la domanda di materie prime. Nonostante anche in Cina il surriscaldamento dei prezzi sia un problema monitorato dalla Banca centrale, la strategia di calmierare i prezzi interni agendo direttamente sui costi dell'energia ha consentito alla People's Bank of China (PBoC) di lasciare invariati i tassi di finanziamento *loan prime rate* (LPR) a 1 anno e a 5 anni, rispettivamente al 3,85% e al 4,65%. Il surplus della bilancia commerciale cinese si è attestato in settembre a 66,76 miliardi di dollari, sopra i 58,3 miliardi di

dollari di agosto e i 50,5 miliardi di dollari previsti dagli economisti. Le esportazioni sono cresciute a un ritmo più veloce del previsto: +28,1% a livello annuale, accelerando rispetto all'incremento del 25,6% a/a di agosto. Le importazioni sono invece aumentate del 17,6% a settembre, in forte rallentamento rispetto all'incremento del 33,1% di agosto. Il **PMI manifatturiero** cinese si è attestato a 49,6 a settembre, in calo rispetto al 50,1 di agosto. Il rallentamento origina in particolare dal calo delle attività industriali nei settori ad alta intensità energetica, che hanno pesato sulla performance complessiva del comparto manifatturiero. Il **PMI dei servizi** è invece salito a 53,2 a settembre, rispetto al 47,5 di agosto.

Il quadro dei fondamentali resta ancora favorevole. La volatilità dei mercati finanziari delle ultime settimane ha inciso solo parzialmente sul settore dei metalli. Di fondo non cambia lo scenario per le componenti del comparto, che restano ancora sotto pressione dal lato della domanda, mentre un'offerta mineraria ancora insufficiente rende il mercato estremamente debole dal lato degli approvvigionamenti. Il **rame** è forse il metallo con la natura più speculativa, all'interno del comparto. Nonostante sia molto sensibile alle condizioni di minor propensione al rischio sui mercati finanziari, nelle ultime settimane ha comunque contribuito positivamente al rialzo dei metalli. Se la propensione al rischio resterà forte sul mercato, il rame ha ancora spazio per migliorare la propria performance annuale. A frenare le nostre previsioni resta l'ipotesi di ulteriore apprezzamento del dollaro USA, quando la Fed inizierà concretamente il *tapering*. Scenario di consolidamento per l'**alluminio**, che resta estremamente correlato alle scelte strategiche in Cina ed arriva da una performance mensile debole. Il Governo cinese lavora per limitare le pressioni inflazionistiche interne contenendo i consumi di elettricità; a ciò aggiunge il rilascio delle sue riserve strategiche domestiche, un fattore calmierante per il sistema cinese ma che sta erodendo il potenziale di rialzo dell'alluminio sui mercati internazionali. Quadro fortemente mutato per lo **zinco**: la scarsità energetica ha fatto aumentare i costi dell'elettricità e del gas naturale, riflettendosi sul prezzo delle materie prime ed in particolare dei metalli. Molte imprese cinesi specializzate nella lavorazione dello zinco avevano già ridotto la produzione proprio a causa del problema energetico. I prezzi della commodity sono destinati pertanto a restare alti, fin quando la crisi energetica continuerà ad impattare in maniera determinante sulla sua lavorazione. La domanda globale di **nickel** di alta qualità, un componente essenziale delle batterie per veicoli elettrici, rischia di superare l'offerta in maniera robusta ben prima del 2024: sebbene l'offerta globale sia vista in costante crescita, l'aumento della domanda stimolato dalla transizione energetica porterà ad una carenza di materiale in molto meno di due anni. La domanda globale di nichel salirà a 3,4 milioni di tonnellate (Mt) nel 2024 dalle 2,5 Mt di quest'anno. Nel 2024 l'offerta di metallo si attesterà intorno ai 3,2 Mt; il divario tra domanda e offerta globale si allargherà rapidamente, provocando un deficit di mercato di 0,56 Mt entro il 2026. Il nickel resta così ben impostato: un quadro positivo che conferma 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

	26.10.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.816,3	6,5	8,9	43,4	29,8
Rame (\$)	9.788,5	0,3	-0,7	44,0	26,0
Alluminio (\$)	2.829,0	13,6	18,1	55,3	42,9
Zinco (\$)	3.466,3	15,6	19,5	37,1	27,0
Nickel (\$)	20.091,0	3,8	18,4	26,3	20,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: non cambia il quadro positivo di fondo. Restano immutati lo scenario di fondo e i fattori che lo compongono. Il comparto continuerà a beneficiare delle attese dei fondi volti a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici, aspetto che inevitabilmente necessita di grandi investimenti infrastrutturali ad alto assorbimento di metalli. Opere strutturali, indispensabili alla transizione economica "green", che rappresenteranno un fortissimo stimolo per la domanda di metalli, in una fase in cui il rincaro dei prezzi energetici sta spingendo al rialzo i loro costi di produzione. Manteniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i Metalli Industriali e confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto, pur mantenendo un approccio prudente di breve termine.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.788,5	9.600	9.375	9.200	9.044	8.537
Alluminio (\$)	2.829,0	2.800	2.725	2.625	2.588	2.429
Zinco (\$)	3.466,3	2.950	3.000	2.990	2.863	2.600
Nickel (\$)	20.091,0	18.485	19.233	19.000	18.586	17.360

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

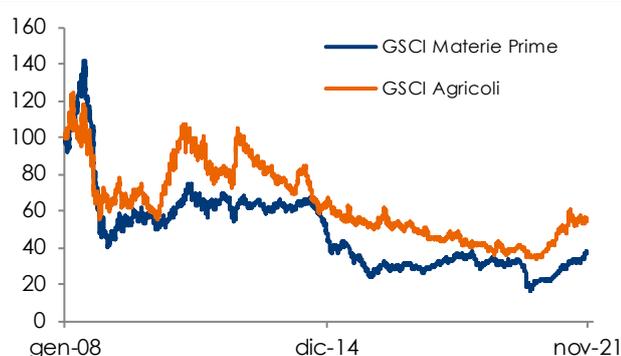
	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.788,5	9.500	9.700	10.200	10.150	10.300
Alluminio (\$)	2.829,0	2.800	2.750	2.800	2.800	2.850
Zinco (\$)	3.466,3	3.100	3.200	3.250	3.250	3.300
Nickel (\$)	20.091,0	19.400	19.500	19.600	19.650	20.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: misurato ma costante rialzo dei prezzi

Prosegue il contenuto ma costante rialzo dei prezzi degli Agricoli, con l'offerta che fatica ad adeguarsi alla forte domanda. Il costante rialzo dei prezzi in corso resta legato al recupero della domanda, dovuto all'aumento dei consumi mondiali unito al rincaro dei costi di produzione (carburanti e fertilizzanti) e, come sempre, a condizioni meteo che restano sfavorevoli nella maggior parte dei Paesi produttori. Il processo di adeguamento degli approvvigionamenti alla forte domanda resta il tema chiave ma la sensazione è che il divario apertosi dopo la fine dei vari lockdown sia difficile da colmare. I trasporti sembrerebbero essersi ricalibrati sulla forte richiesta in essere ma certamente il rincaro dei prezzi dei carburanti ha dato un altro scossone al sistema, frenando subito lo slancio di parziale normalizzazione delle forniture. Resta la minaccia legata all'imprevedibilità delle condizioni meteorologiche, frutto dei cambiamenti climatici e del riscaldamento globale, ma in questa fase sono i costi produzione il fattore che sta premendo al rialzo sui prezzi. Si è anche accentuato il fronte speculativo, visto che gli Agricoli restano una asset class di importante diversificazione per gli investitori che peraltro ha premiato nei rendimenti, considerando che da inizio anno la performance sfiora il 20%.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



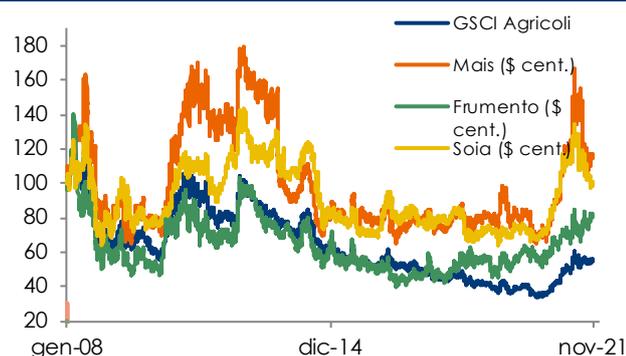
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.10.21	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.940,4	48,7	18,9	26,4
GSCI Agricoli	478,0	19,5	43,3	3,5
Mais (\$ cent.)	543,5	12,3	40,5	52,0
Frumento (\$ cent.)	752,3	17,4	45,3	81,5
Soia (\$ cent.)	1.238,0	-5,9	34,5	22,1
Cotone (\$ cent.)	108,7	39,2	67,5	55,8
Cacao	2.581,0	-0,8	6,0	-6,8
Zucchero	19,7	26,9	59,2	-13,3
Caffè (arabica)	208,1	62,3	109,3	27,1
Caffè (robusta)	2.325,0	69,2	90,6	7,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	478,0	2,4	2,4	2,4	19,5
Mais (\$ cent.)	543,5	-1,0	-21,9	30,6	12,3
Frumento (\$ cent.)	752,3	11,5	2,5	22,2	17,4
Soia (\$ cent.)	1.238,0	-12,7	-20,1	14,4	-5,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

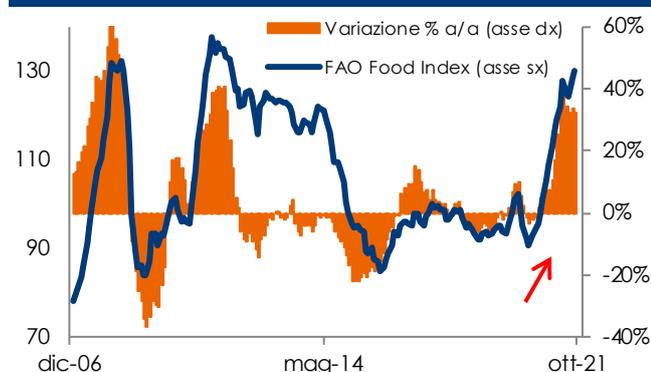
WASDE: produzione USA di mais in calo, crescono grano e soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le stime aggiornate sui fondamentali di domanda e offerta 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 in calo a 14 miliardi di bushel (bu), a causa della riduzione dell'area di coltivazione di 100.000 acri a 90,7 milioni di acri, e del rendimento della produzione, pari a 170 bu/acro rispetto al valore

precedente di 171,4 bu/acro. Il dato sulla domanda è stato ridotto a 12 miliardi di bushel, mentre l'export è visto in lieve aumento, ma ancora sotto i livelli medi delle scorse stagioni. La previsione sulle scorte finali 2020/21 è di un aumento da 1,187 mld a 1,2 mld di bushel. Le proiezioni per il 2021/22 sono di una produzione in aumento a 15 mld 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 1,5 mld di bu. Per quanto riguarda i fondamentali a livello globale del mais, l'USDA attende per il 2020/21 una produzione finale di 1.426,38 milioni di tonnellate, una domanda di 1.443,40 mln e scorte finali pari a 319,56 milioni di tonnellate. Per il 2021/2022 le stime sono in crescita a 1.496,89 milioni di tonnellate prodotte, con una domanda di 1.489,63 milioni e scorte finali in aumento a 323,89 milioni. Outlook in crescita per la produzione USA di **soia**, pari a 4,2 miliardi di bushel, grazie ad un aumento dell'area coltivata a 83,4 milioni di acri e del rendimento della coltivazione da 50,2 a 51 bu/acro. Anche la domanda è stata rivista al rialzo a 4,5 miliardi di bushel, con l'export in aumento di 5 milioni a 2,2 miliardi di bushel. Le scorte finali per il 2020/21 sono stimate a 256 milioni di bushel dai 175 milioni precedenti. Per la stagione 2021/22, le nuove stime di ottobre prevedono una produzione in crescita a 4,4 miliardi, con un incremento dell'area coltivata e del rendimento rispettivamente pari a 87,2 milioni di bushel e 51,5 bu/acro. La domanda è attesa a 4,3 miliardi di bushel, ma con il dato su export in calo rispetto a quello dell'anno precedente. Le scorte finali sono previste in crescita a 320 milioni di bushel. Per quanto riguarda le stime sui fondamentali di soia a livello globale, la produzione per il 2020/2021 è stimata a 365,26 milioni di bushel, mentre la domanda è in aumento a 362,56 milioni. L'export è leggermente in calo rispetto alla stagione precedente, mentre sono in aumento le scorte finali a 99,16 milioni di bushel. Per il 2021/22 la produzione è stimata in crescita a 384,42 milioni di bushel, con la domanda pari a 378,37 milioni di bushel. L'export è atteso in aumento a 173,17 milioni di bushel e le scorte leggermente in calo a 98,89 milioni. 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 875 milioni di bushel e 580 milioni di bushel rispettivamente. A livello globale l'USDA ha aumentato le stime della produzione a 774,74 milioni di tonnellate e della domanda a 781,17 milioni, mentre ha abbassato le scorte finali a 288,36 milioni. Le previsioni per il 2021/22 sono di una produzione in aumento a 780,28 milioni, ed un livello di domanda e scorte finali sostanzialmente invariato rispetto alla stagione precedente.

FAO: ancora in aumento i prezzi delle materie prime alimentari. L'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO) segnala che i prezzi mondiali delle derrate alimentari sono aumentati in tutto il mondo a settembre a causa delle condizioni di offerta più restrittive e di una vivace domanda di prodotti di base, come il grano e l'olio di palma. L'indice FAO segna 130,0 punti contro i 127,4 precedenti, un rialzo dell'1,2% rispetto ad agosto e del 32,8% rispetto a settembre 2020. L'indice dei prezzi dei cereali ha subito un aumento pari al 2%, trainato principalmente dal grano (+4%), mentre mais e riso hanno registrato un incremento più moderato. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è aumentato dell'1,7% a settembre, un incremento dovuto all'aumento significativo di domanda di importazione a livello globale ed al protrarsi dei timori di una contrazione della produzione in Malaysia. Più modesto è stato invece l'aumento dell'indice FAO dei prezzi dello zucchero, che ha registrato una crescita dello 0,5% rispetto ad agosto a causa dei danni causati ai raccolti dalle gelate in Brasile, maggior paese esportatore mondiale della commodity. Risulta in rialzo anche l'indice FAO dei prezzi dei prodotti caseari, salito dell'1,5% ad agosto grazie ad una solida domanda globale, mentre è rimasto invariato l'indice FAO dei prezzi delle carni.

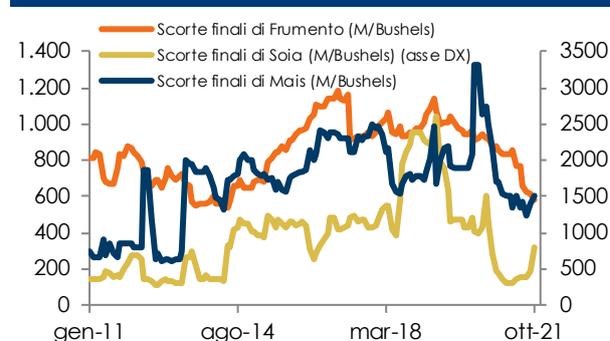
FAO: l'offerta di cereali non incontra la domanda, nonostante le cifre record. Nell'ultimo bollettino FAO sull'offerta e domanda dei cereali si prevede un aumento della produzione cerealicola mondiale alla cifra record di 2.800 milioni di tonnellate nel 2021, ma ancora inferiore alle proiezioni sul consumo 2021/2022. La produzione mondiale di grano è attesa in aumento a 776,7 milioni di tonnellate dai 769,5 precedenti, grazie al maggior output dell'Europa e dell'Australia. In aumento la produzione di cereali secondari nel 2021, per un totale di 1.504 milioni di tonnellate dai 1.499 precedenti, mentre si prevede un livello record per la produzione mondiale di riso, che dovrebbe attestarsi a livello di 50 milioni di tonnellate grazie all'eccezionale produttività registrata in India. Per quanto concerne il consumo mondiale di cereali, questo è atteso aumentare, secondo la FAO, dell'1,8% nel 2021/22 a 2.811 milioni di tonnellate, sostenuto soprattutto dal consumo di mangimi. La previsione sul rapporto tra scorte e consumo di cereali è attesa in calo a 28,4% rispetto al 29,2% dell'anno precedente. È invece atteso in contrazione dello 0,3% il commercio mondiale dei cereali (principalmente orzo e mais) nel 2021/2022, previsto a 473,2 milioni di tonnellate.

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: l'offerta inadeguata, gravata dai costi energetici, rafforza la dinamica al rialzo dei prezzi degli Agricoli. I fondamentali del comparto restano molto robusti, rafforzando la dinamica di rialzo (anche se contenuto) delle quotazioni degli Agricoli. Il fattore chiave restano le preoccupazioni di fondo relative alla puntualità delle forniture di quasi tutte le derrate alimentari. La catena produttiva prosegue il suo processo di adeguamento, provando a smussare le tensioni su domanda/offerta. Il sopraggiungere del rincaro dei costi dei combustibili fossili (che impatta direttamente su carburanti, fertilizzanti e pesticidi) ha però rialzato la tensione sui prezzi, proprio mentre i produttori cercavano di ampliare la propria offerta per rincorrere la domanda. Restano immutate le condizioni climatiche avverse anche se il loro peso, in negativo, sulla resa dei raccolti rimane un fattore secondario in questa fase: una situazione che comunque alimenta una blanda, ma costante, erosione delle scorte. Le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano quindi ancora moderatamente positive, seppur con maggior cautela nel breve periodo, visti gli ultimi rialzi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	543,5	535,0	525,0	520,0	505,0	470,0
Frumento (\$ cent.)	752,3	680,0	670,0	660,0	645,0	556,5
Soia (\$ cent.)	1.238,0	1.300,0	1.272,5	1.270,0	1.190,0	1.150,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	543,5	520	520	520	515	500
Frumento (\$ cent.)	752,3	680	665	650	645	610
Soia (\$ cent.)	1.238,0	1.250	1.245	1.240	1.230	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soff commodity

Cotone: toccati nuovi massimi a 10 anni, Cina e Stati Uniti i protagonisti della corsa dei prezzi.

Prosegue la stagione del raccolto di cotone con le quotazioni che hanno raggiunto i massimi a 10 anni, un aumento di circa il 25% da inizio anno e di quasi il 50% dai minimi di settembre 2020. Stati Uniti da un lato, Cina dall'altro sono i soggetti economici che stanno animando lo scenario sul cotone. Secondo le indicazioni del WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates), il report elaborato dal Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA), il raccolto statunitense di cotone nella stagione 2020-21 è sceso del 26,6%, mentre il dato globale ha segnato -7,4% annuo. 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. La contrazione dell'offerta è arrivata in concomitanza con il forte incremento della domanda, spinta soprattutto da richieste record in arrivo da Messico e Cina. Secondo l'USDA le esportazioni statunitensi verso la Cina, da inizio anno, sono salite al livello maggiore degli ultimi 8 anni. La combinazione di offerta in contrazione e richieste in aumento ha prodotto una decisa erosione delle riserve mondiali di cotone, scese del 7% quest'anno. Al contempo, l'USDA ha recentemente alzato, da 46,25 a 46,75 milioni di balle, la stima sulla domanda di cotone per la prossima stagione. Alla luce di questi fattori, e delle stime 2022 che indicano che il deficit di offerta sembrerebbe destinato a proseguire, le nostre previsioni sul prezzo del cotone nei prossimi mesi restano improntate ad un cauto ottimismo.

Cacao: prezzi fermi da inizio anno, le stime di ampi raccolti africani stridono rispetto ad una domanda forse insufficiente.

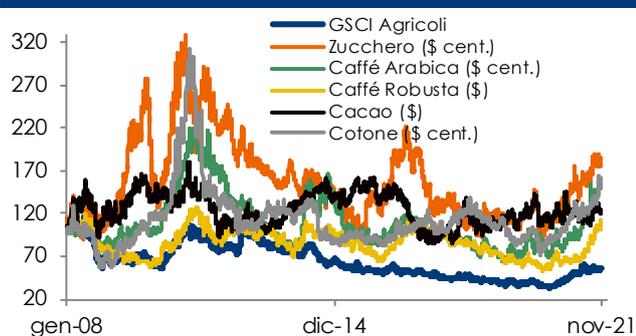
La International Cocoa Organization prevede un surplus globale di circa 23.000 tonnellate per la stagione appena conclusa, anche se il mercato potrebbe essere più teso nel prossimo anno. A inizio ottobre è iniziata la raccolta in Costa d'Avorio e in Ghana (in entrambi i casi si tratta del raccolto principale, detto anche "*main crop*") e, nonostante le previsioni indichino un calo della produzione complessiva di cacao, gli operatori di settore pensano che la resa dei raccolti africani avrà un volume notevole. I due grandi produttori si interrogano sul fatto che la ripresa della domanda, post-COVID, possa assorbire l'eccesso di prodotto accumulatosi nell'ultimo anno, una delle ragioni che hanno frenato la corsa dei prezzi. L'eccessiva offerta ha pesato sui prezzi dall'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. Le autorità della Costa d'Avorio ipotizzano che la produzione per la stagione 2021-22 potrebbe diminuire di 20-25.000 tonnellate, da un potenziale record di circa 2,2 milioni di tonnellate dello scorso anno. Il Ghana prevede di produrre 950.000 tonnellate, in calo rispetto al massimo storico stimato in 1,06 milioni di tonnellate. Un quadro che conferma il nostro scenario di prudenza circa i possibili ulteriori rialzi del cacao.

Zucchero: condizioni climatiche e rincaro del petrolio i driver del rialzo dei prezzi.

Prosegue il rialzo dello zucchero, che registra una performance da inizio anno di circa il 27%. Il rincaro dei prezzi resta legato a due fattori chiave: meteo e prezzo del petrolio. Il clima sfavorevole ha condizionato tutti i raccolti mondiali: le frequenti gelate in America Latina hanno inciso profondamente su queste coltivazioni. Allo stesso tempo, la crescita del prezzo del petrolio ha portato i produttori a indirizzare i raccolti di canna e barbabietola da zucchero verso la produzione di etanolo, piuttosto che verso quella di dolcificante raffinato. Le stime dell'International Sugar Organization (ISO) di settembre confermano che nel 2021/22 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un deficit di 3,8 milioni di tonnellate: una contrazione del deficit che potrebbe smussare le preoccupazioni relative alla dimensione degli attuali approvvigionamenti di dolcificante. Le aspettative di aumento della produzione in Thailandia e nell'Unione Europea potrebbero infatti controbilanciare la prevista contrazione della produzione di zucchero in Brasile e in India. Un quadro che, come appare evidente, lascia del tutto inalterate le previsioni rialziste sui prezzi nel breve termine.

Caffè: non si ferma la corsa dei prezzi del caffè. Prosegue la corsa dei prezzi del caffè ed in particolare della qualità Arabica, che sale di oltre il 50% da inizio anno. Il principale produttore di qualità Arabica è il Brasile. Quest'anno, i suoi raccolti rischiano di accusare le conseguenze della siccità di agosto/settembre e delle recenti gelate. Allo stesso modo, il Vietnam è il principale produttore di Robusta e, negli ultimi mesi, sta subendo una forte ondata di contagi da variante Delta che sta ostacolando la lavorazione del caffè, limitandone così l'esportazione. Questo chiaramente ha provocato forti pressioni rialziste sui prezzi di entrambe le varietà. L'Organizzazione internazionale del caffè (ICO) aveva già avvertito a settembre che la scarsità di forniture globali per la stagione 2021/22 rischia di generare un forte deficit di mercato, visto il recupero della domanda grazie al ritorno dei consumi fuori casa. Il quadro dei fondamentali risulta sostanzialmente immutato, così come immutate sono le pressioni rialziste sui prezzi di entrambe le qualità di caffè. In conclusione, pur ribadendo la prudenza visti gli alti livelli raggiunti dalle quotazioni, confermiamo un cauto ottimismo per il caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.10.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	478,0	2,4	2,4	2,4	19,5
Cotone	108,7	19,8	20,7	50,9	39,2
Cacao	2.581,0	7,9	5,5	3,4	-0,8
Zucchero	19,7	6,7	14,5	33,1	26,9
Caffè (arabica)	208,1	0,1	46,8	95,1	62,3
Caffè (robusta)	2.325,0	21,2	66,2	82,2	69,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	108,7	89,0	84,8	83,0	83,0	79,0
Cacao	2.581,0	2.475	2.506	2.513	2.525	2.537
Zucchero	19,7	18,4	17,0	16,5	16,3	14,8
Caffè (arabica)	208,1	177,5	169,6	162,4	153,5	140,0
Caffè (robusta)	2.325,0	1.800	1.719	1.650	1.630	1.490

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 26.10.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	108,7	85	84	82	82	80
Cacao	2.581,0	2.500	2.513	2.525	2.500	2.450
Zucchero	19,7	17,5	16,9	16,3	16,3	15,5
Caffè (arabica)	208,1	170	163	156	157	153
Caffè (robusta)	2.325,0	1.800	1.725	1.650	1.645	1.550

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report è stato distribuito in data 28.09.2021.

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

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

Certificazione Analisti

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

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

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

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

Note metodologiche

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Paolo Leoni
Serena Marchesi
Fulvia Riso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi