

Mensile Materie Prime

Commodity: atteso un finale d'anno carico di incertezze

Energia: Outlook Mod. Positivo, cauto ottimismo su tutti i combustibili

Il mercato globale del greggio resterà probabilmente vicino all'equilibrio o forse in leggero deficit, nel 4° trimestre 2021, nonostante la politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+. Nel 2022 però ci aspettiamo un ritorno in surplus del mercato petrolifero. Nei prossimi mesi l'Iran potrebbe firmare un nuovo accordo sul nucleare, un'ipotesi per ora ancora lontana e non prioritaria nell'agenda dell'Amministrazione Biden. Tuttavia, rimaniamo cautamente positivi sui prezzi del greggio, riducendo lo spazio rialzista futuro per le quotazioni del petrolio nei prossimi anni grazie a un quadro macroeconomico ancora favorevole, con la domanda di greggio che sarà sostenuta da una crescita globale che tornerà ai livelli pre-crisi.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale, depressi dal dollaro forte e dal tapering

Ancora una volta ribadiamo l'Outlook Neutrale, ridimensionando anche l'apporto positivo, almeno nell'immediato, della solita differenziazione fra i metalli, e i relativi pesi che essi hanno all'interno del comparto. Lo scenario non positivo per l'oro e per l'argento in questo finale di 2021 non verrà nemmeno parzialmente controbilanciato dalle prospettive di palladio e platino (dalla natura più industriale), anche loro in frenata, pur senza negare la dinamica rialzista di fondo di medio termine.

Metalli Industriali: Outlook Mod. Positivo, quadro ancora favorevole

Il comparto continuerà a beneficiare delle politiche volte a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici, una svolta che necessita di investimenti infrastrutturali ad alto assorbimento di metalli. Ecco perché manteniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i metalli industriali. Sulla base di queste considerazioni, confermiamo il giudizio Moderatamente Positivo sul comparto ma prudente nel breve.

Prodotti agricoli: Outlook Mod. Positivo, consolidamento al rialzo dei prezzi

Nonostante alcuni picchi di forte avversione al rischio (variante Delta) che periodicamente colpiscono i mercati, i fondamentali del comparto restano robusti, rafforzando lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli su livelli alti.

Soft Commodity:

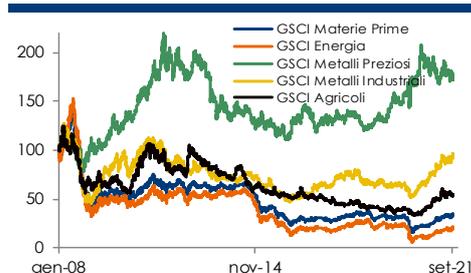
- Cotone:** forte rialzo dei prezzi ma non diminuisce la pressione sulle quotazioni.
- Zucchero:** il meteo avverso sosterrà ancora le quotazioni.
- Caffè:** il rialzo annuale supera il 50%.
- Cacao:** prezzi in trading range ma su valori alti.

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.09.21	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	2.738,3	38,5	12,8	21,2
GSCI Energia	434,2	62,6	-5,4	11,0
GSCI Met. Preziosi	2.004,1	-8,9	13,2	23,0
GSCI Mef.Industriali	1.753,2	25,3	46,4	67,0
GSCI Prod. Agricoli	468,8	17,2	45,9	5,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.09.2021

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

28 settembre 2021 - 12:24 CET

Data e ora di produzione

Nota mensile

Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per
investitori privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

28 settembre 2021 - 12:30 CET

Data e ora di circolazione

Outlook Settoriale*

	Set.	Lug.
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	55,5	-23,0
Brent	53,5	-24,5
Gas Naturale	124,7	19,2
Gasolio	59,1	-32,7
Oro	-7,7	22,1
Argento	-14,2	45,5
Rame	20,6	26,7
Alluminio	45,7	8,5
Zinco	12,0	17,6
Nickel	14,0	20,8
Mais	11,5	25,2
Frumento	12,8	15,5
Soia	-2,1	41,3
Cotone	26,6	-
Caffè Arabica	51,0	-

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 27.09.2021

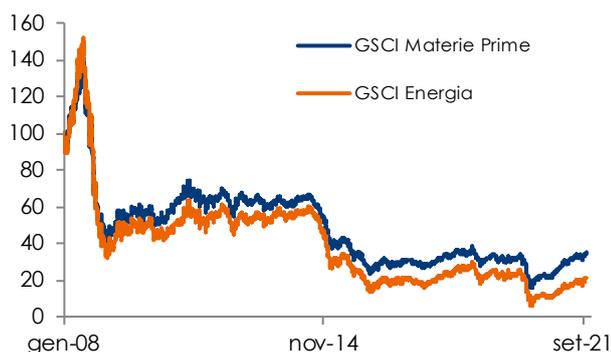
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.09.2021 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: petrolio e gas ai massimi ma non mancano i timori

Commodity: un finale d'anno carico di incognite, resta alta la domanda e scarse le forniture. Il 3° trimestre è stato caratterizzato da una serie di fattori che rischiano di aumentare i timori per la parte finale del 2021. La diffusione della variante Delta ha portato a nuovi stop delle attività produttive in diversi paesi e questo ha finito per influire negativamente sulla ripresa economica. Questa situazione ha portato a una revisione al ribasso delle prospettive macroeconomiche generali, acuite dalle solite strozzature logistiche (noli, trasporti, dogane) che stanno caratterizzando le catene di approvvigionamento delle commodity causando, in aggiunta, anche un aumento (per ora definito "transitorio") dell'inflazione. Un quadro che ha amplificato le preoccupazioni sui mercati finanziari che attendono l'inizio del *tapering* della Fed (previsto a fine anno) e quindi condizioni di liquidità in dollari, meno favorevoli, a cui probabilmente si sommerà il conseguente apprezzamento del dollaro, aspetto che non favorisce il rialzo dei derivati finanziari sulle materie prime. A questo scenario di fondo si aggiunge anche la situazione meno rosea in Cina, il principale consumatore di commodity al mondo. 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 d'azione che avrebbe come scopo finale la riduzione dell'inquinamento atmosferico. La strategia realizzata ha finito per rallentare la crescita in Cina. Le statistiche sulla produzione industriale e relative agli indici PMI hanno tratteggiato un quadro di rallentamento più ampio del previsto, incidendo negativamente sulla domanda di materie prime proveniente dal gigante asiatico. Nonostante il finale d'anno si prospetti carico di incognite, la maggior parte dei prezzi delle materie prime resta su livelli alti a causa dell'offerta fisica limitata proveniente dai Paesi produttori. La scarsità rimane un problema significativo in diverse filiere di approvvigionamento che vanno dal comparto dell'energia, alle materie prime agricole e ai metalli industriali. Ecco perché nel nostro scenario previsivo, il recente deterioramento del quadro economico globale viene giudicato come temporaneo e la crescita dovrebbe consolidare su livelli alti anche nel 2022, quando è previsto un fisiologico rallentamento della ripresa dopo l'exploit del 2021. Di conseguenza, manteniamo pressoché stabile la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine, in particolare per l'energia e i metalli industriali, segnalando inoltre che è possibile che le quotazioni di questi comparti restino su livelli mediamente alti per un tempo maggiore di quanto pensiamo ora.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.09.21	Performance (%) YTD	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.738,3	38,5	12,8	21,2
GSCI Energia	434,2	62,6	-5,4	11,0
WTI (\$)	75,5	55,5	34,9	60,4
Brent (\$)	79,5	53,5	28,5	63,3
Gas Naturale (\$)	5,7	124,7	137,4	93,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: i rincari dei prezzi sono guidati non solo dal petrolio ma soprattutto dal gas naturale, mentre salgono i timori per l'inverno. A fronte della riconferma dei nuovi livelli produttivi da parte dei principali produttori di petrolio (OPEC+), che rafforza lo scenario di un mercato mondiale bilanciato nel 2021 (leggero deficit) e in probabile surplus l'anno prossimo, le tensioni sul comparto energetico sono comunque fortissime. I mercati del gas naturale e dell'energia, in generale, stanno vivendo uno stato di tensione senza precedenti. In particolare, in Europa gli scarsi stoccaggi di metano fanno sorgere dubbi sulla stabilità del sistema in caso di inverno

freddo. Una situazione che preme sulla domanda di gas naturale utilizzato non solo per il riscaldamento ma anche per la generazione di energia elettrica. Le ore di luce naturale, nella stagione invernale, sono comunque ridotte e questo amplifica la richiesta di elettricità anche per l'illuminazione. I motivi per cui si è giunti a questa situazione sono molteplici e tutti concomitanti e ora proviamo ad elencarli.

1) Le condizioni meteorologiche avverse, durante l'inverno 2020/21, hanno intensificato la richiesta globale di gas naturale liquefatto (GNL) portando a un'anomala erosione delle scorte prima della consueta stagione di rifornimento.

2) Temperature insolitamente più fresche nella primavera del 2021, in Nord America ed Europa, hanno ulteriormente alimentato la domanda di riscaldamento, erodendo ulteriormente le scorte globali di metano, che non sono state ricostituite dopo l'inverno e in vista dello stagionale picco estivo di richiesta di elettricità (aria condizionata) soprattutto in Europa e in Asia, spingendo ancora più in alto i prezzi del GNL.

3) Infine, anche l'estate 2021 è stata particolarmente calda: la generazione di elettricità da eolico e solare è stata insolitamente bassa in Europa, limitando il contributo delle rinnovabili, a cui si è sommato lo scarso flusso di gas dalla Norvegia e dalla Russia, che abitualmente eseguono manutenzioni sugli impianti in quel periodo.

4) 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 ulteriormente rincarato i prezzi di mercato.

5) In un quadro già ampiamente compromesso, la consueta stagione degli uragani nel Golfo del Messico ha ulteriormente esacerbato le preoccupazioni sull'approvvigionamento statunitense costringendo a una prolungata chiusura degli impianti in quell'area.

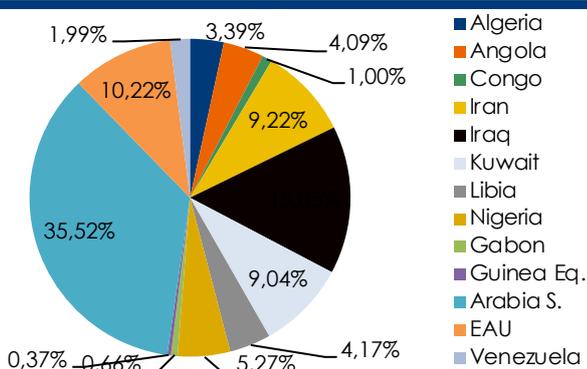
C'è ampio consenso sul fatto che gli stoccaggi di gas, in particolare in Europa, siano già ora probabilmente insufficienti, alimentando i dubbi sulla stabilità del sistema in caso di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda per riscaldamento. Il rischio è che anche un inverno con temperature nella norma finisca per sollecitare eccessivamente il sistema, già in forte crisi ora, prima del consueto peggioramento delle condizioni meteo. Se questo dovesse accadere, c'è il rischio che i prezzi elevati del gas possano protrarsi anche nella primavera/estate del 2022 con riflessi anche sull'approvvigionamento in vista dell'inverno 2022/23.

Europa: la transizione "green" preme sui costi dell'energia elettrica prodotta principalmente col gas naturale. In tutto il mondo i prezzi dell'energia sono stati spinti al rialzo dal recente rincaro dei combustibili. In particolare, i prezzi dell'energia elettrica in Europa sono ai nuovi massimi storici a causa delle quotazioni record del gas naturale, del carbone e di altri combustibili minori utilizzati per la produzione di elettricità. Nell'Unione Europea le quote di emissione di anidride carbonica sono diventate sempre più costose, a causa dell'inasprimento delle normative antinquinamento, una decisione obbligata visto il verificarsi di emissioni più elevate del previsto, dato l'aumento dell'utilizzo del carbone per la produzione di energia. Lo scenario che si prospetta in Europa e in Asia vede i prezzi dell'energia in costante aumento, ben al di sopra della loro media storica, ancora per diversi mesi. Nel medio termine (12-15 mesi), però, 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. Senza entrare nel dettaglio dell'analisi politica relativa ai rapporti fra Stati Uniti, Europa e Russia, e degli impatti sulla politica energetica europea, il gasdotto Nord Stream 2 (che trasporta il gas russo, attraverso Ucraina e Polonia, verso il centro Europa) dovrebbe iniziare le sue prime spedizioni commerciali di metano verso l'Europa in primavera. Questo dovrebbe migliorare l'affidabilità dei flussi russi, anche se tempistiche e

dimensioni delle consegne pattuite appaiono ancora piuttosto incerte. Questo avvalora il nostro quadro di rischi al rialzo per i prezzi del gas e dell'elettricità durante il prossimo inverno, soprattutto in caso di temperature eccezionalmente rigide.

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 1° settembre, di continuare con la loro politica di graduale riduzione dei tagli alla produzione, immettendo 400.000 barili al giorno fino alla fine del 2022. L'OPEC+ ha aumentato le sue previsioni sulla domanda per l'anno prossimo, discutendo anche delle pressioni esercitate dagli Stati Uniti per accelerare gli aumenti dell'offerta. Il nodo principale della discussione in seno ai produttori ha riguardato la dinamica della domanda, ovvero se questa sarà in grado di crescere con la costanza e la rapidità che sia l'OPEC+ che il mercato prevedono. I timori sono legati al rischio di nuovi blocchi qualora la diffusione della variante Delta costringa i governi ad affrontare l'emergenza sanitaria reintroducendo misure di distanziamento sociale, rallentando così la ripresa economica e conseguentemente la domanda di energia. Già il JTC (Joint Technical Committee) dell'OPEC, l'organo tecnico responsabile delle verifiche sulla produzione e dell'analisi sulle aspettative di domanda, aveva confermato che l'offerta OPEC+ relativa all'anno 2021 risulterà comunque insufficiente, portando il saldo annuale in deficit. 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. L'offerta mondiale supererà la domanda in media di 2,5 milioni di barili al giorno nel 2022. Uno scenario che per il momento non muta le nostre previsioni di consolidamento del petrolio, su livelli comunque sostenuti, legate al recupero dell'economia mondiale anche nel corso del prossimo anno.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati OPEC, dati al 31.08.2021

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

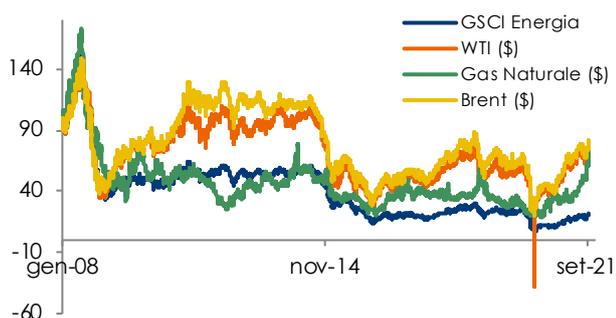
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, Aprile 2021, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: outlook positivo per il 2022. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di settembre, l'Organizzazione dei Paesi produttori di petrolio ha pubblicato le nuove stime sui fondamentali di domanda. Nel 2021 la domanda globale potrebbe raggiungere una media di 96,7 milioni di barili al giorno (+6,0 mb/g, a/a) e potrebbe espandersi a 100,8 mb/g nel 2022 (+4,2 mb/g a/a, rivisto al rialzo dal dato di luglio). L'offerta di petrolio nel 2021 dovrebbe salire a 63,8 mb/g (+0,9 mb/g a/a), mentre per il 2022 si attesta a 66,8 mb/g (+2,9 mb/g a/a). 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 27,7 mb/g per il 2021 (+4,9 mb/g a/a) e dovrebbe espandersi a 28,7 mb/g nel 2022 (+1,1 mb/g a/a). L'OPEC guarda con attenzione all'evoluzione del COVID-19, soprattutto alla diffusione della variante Delta, vista come principale minaccia per la domanda di petrolio nel 2021, mentre le prospettive per il 2022 sono positive, grazie alle attese per una decisa ripresa economica in quell'anno.

EIA: stime sulla domanda 2021 riviste al ribasso a causa della minaccia della variante Delta. L'US Energy Information Administration (EIA), nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di settembre, ha rivisto al ribasso la stima sulla domanda globale di petrolio nel 2021, a causa dei crescenti timori relativi al diffondersi della variante Delta. La domanda è attesa crescere di 5 milioni di barili al giorno, rispetto ai 5,3 mb/g stimati ad agosto. Anche la produzione è stata rivista al ribasso di 0,3% dalla previsione precedente, attestandosi a 11,08 mb/g. L'EIA ha fatto notare come i prezzi siano generalmente aumentati durante il corso dell'anno, come risultato della notevole riduzione delle scorte, pari a una media di 1,8 mb/g nella prima metà del 2021. Per il resto dell'anno corrente, i prezzi spot sono attesi rimanere a 71 dollari al barile, mentre si verificherà probabilmente un calo nel 2022 in quanto la produzione non-OPEC aumenterà più della domanda globale di petrolio, e potrebbe quindi attestarsi a 66 dollari per barile. Le stime dell'EIA sul consumo globale di petrolio e combustibili fossili liquidi ad agosto sono di 98,4 mb/g, in aumento di 5,7 mb/g dallo stesso mese nel 2020. L'Organizzazione si aspetta una domanda di circa 97,4 mb/g per il resto dell'anno, e 101 mb/g per il 2022, pari a quella del 2019. Il dato più recente sulla produzione USA di petrolio risale a giugno, ed è pari a 11,3 mb/g. Secondo l'EIA la produzione rimarrà su questi livelli per il resto dell'anno, per poi aumentare a 11,7 mb/g nel 2022.

IEA: domanda di greggio rivista al ribasso. L'International Energy Agency (IEA), nell'Oil Market Report mensile (OMR) di settembre, ha aggiornato le stime sui fondamentali di greggio. La domanda globale nel 2021 è attesa a una media di 96,1 mb/g (+5,2% mb/g a/a), dato che incorpora i timori relativi alla diffusione della variante Delta, con una crescita stimata a 98,8 mb/g nel 4° trimestre 2021 (rivisto al ribasso a causa della ripresa economica più lenta del previsto), mentre la domanda media per il 2022 è pari a 99,4 mb/g (+3,2 mb/g a/a), con una crescita attesa a 100,2 mb/g nel 4° trimestre 2022. L'offerta non-OPEC dovrebbe salire a una media di 63,7 mb/g nel 2021 e a 66,7 mb/g nel 2022 (+3,0 mb/g a/a, una crescita maggiore rispetto alle stime precedenti). Il livello di produzione di equilibrio tra paesi appartenenti al cartello e quelli non-OPEC è stimato a 27,2 mb/g nel 2021, con una media nel 4° trimestre 2021 di 28,2 mb/g, e a 27,2 mb/g nel 2022 (+0,0 mb/g a/a, rivisto al ribasso dal dato passato), raggiungendo una media nel 4° trimestre 2022 di 27,3 mb/g. L'IEA si aspetta che il mercato si avvicinerà all'equilibrio da ottobre se l'OPEC+ continuerà a parlare di tagli alla produzione, ma sarà soltanto all'inizio del 2022 che l'offerta sarà abbastanza elevata da permettere un ricambio nelle scorte.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.09.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	434,2	10,3	20,3	58,4	62,6
WTI (\$)	75,5	3,5	23,7	85,8	55,5
Brent (\$)	79,5	6,5	23,2	87,4	53,5
Gas Naturale (\$)	5,7	57,8	123,2	171,6	124,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ancora valido: confermiamo il cauto ottimismo sul petrolio ed in generale su tutti i combustibili. Il mercato globale del greggio resterà probabilmente vicino all'equilibrio o forse in leggero deficit, nel 4° trimestre 2021, nonostante la politica di aumento dell'offerta da parte del consorzio OPEC+. Nel 2022 però ci aspettiamo un ritorno in surplus del mercato petrolifero. Nei prossimi mesi l'Iran potrebbe firmare un nuovo accordo sul nucleare, un'ipotesi per ora ancora lontana e non prioritaria nell'agenda dell'Amministrazione Biden, che

però rischia di portare a un rapido aumento dei propri livelli di produzione. L'OPEC+ sarà costretta a fare spazio ai barili extra iraniani, troppo a lungo tenuti fuori dal mercato, redistribuendo i tagli fra gli altri produttori. Il timore è che questa forzatura induca qualche produttore a non rispettare i tagli, come invece è accaduto negli ultimi mesi. 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*), un aspetto per nulla secondario visto il peso dei bilanci statali di questi Paesi che dipendono esclusivamente dalle royalties del petrolio. Se i prezzi dovessero contrarsi a causa del calo della domanda, quanti di questi avranno la forza di restare ligi e applicare i tagli concordati o invece aumentare la produzione per trarne immediato profitto? Tuttavia, rimaniamo cautamente positivi sui prezzi del greggio pur stimando solo un modesto potenziale rialzista per le quotazioni del petrolio nei prossimi anni grazie a un quadro macroeconomico ancora favorevole, con la domanda di greggio che sarà sostenuta da una crescita economica globale che tornerà ai livelli pre-crisi. Più nel lungo termine non va però dimenticato 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. Prima di allora però il petrolio giocherà un ruolo chiave nel fornire l'energia necessaria per la realizzazione delle infrastrutture funzionali al nuovo sistema.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	75,5	68,0	67,0	64,5	64,3	65,5
Brent (\$)	79,5	71,0	70,0	66,5	66,9	66,5
Gas Naturale (\$ cent.)	5,7	3,7	3,6	3,2	3,3	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

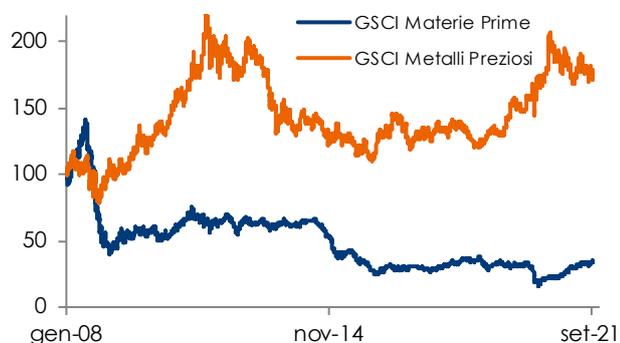
	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
WTI (\$)	75,5	71,0	72,0	73,0	73,0	74,0
Brent (\$)	79,5	73,0	74,0	75,0	75,0	76,0
Gas Naturale (\$ cent.)	5,7	4,5	4,0	3,9	3,9	3,8

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli preziosi: depressi da dollaro forte e tapering

Nonostante l'amplificarsi di alcuni fattori di rischio, come la diffusione della variante Delta e i dubbi sulla ripresa economica, dollaro forte e tapering frenano i Preziosi. I Preziosi restano un comparto penalizzato all'interno del mondo delle Commodity: il saldo da inizio 2021 è infatti negativo, nonostante la volatilità sui mercati che però non premia oro e argento come asset rifugio. I prezzi dei metalli preziosi sono diminuiti negli ultimi mesi a causa dell'apprezzamento del dollaro USA e delle aspettative di un'imminente riduzione degli acquisti di obbligazioni dalla Federal Reserve, entro fine anno. Inoltre, il consolidamento della crescita economica globale, le aspettative di pressioni inflazionistiche definite però "solo transitorie", unite ai progressi nelle campagne di vaccinazione, hanno limitato la domanda di beni difensivi. Gli investitori in cerca di sicurezza hanno infatti preferito il dollaro, oltre a yen e franco svizzero, ignorando oro e argento nelle proprie scelte di allocazione difensiva. Permane inoltre la consueta differenziazione di performance: l'oro, e in misura minore e alternata l'argento, continuano a deprimere il comparto, mentre platino e palladio, pur se in frenata, consolidano la performance positiva da inizio anno. Confermiamo pertanto, senza grandi differenze, la dinamica già espressa sul comparto: mentre l'oro continua ad essere preferito ad altri asset rifugio con remunerazione superiore, platino e palladio, nonostante il loro impiego industriale, hanno subito le turbolenze sul settore Auto ed Elettronica, riducendo marginalmente le proprie quotazioni. La carenza globale di semiconduttori sta avendo un impatto negativo più profondo del previsto sulla produzione globale di veicoli. Inoltre, diversi produttori di automobili hanno rivisto al ribasso le loro stime di produzione, sollevando dubbi sulla futura crescita dei consumi di platino e palladio nel settore. Nel breve termine, però, prevediamo che platino e palladio possano recuperare parte delle loro recenti perdite, poiché sia la produzione di veicoli che la domanda globale di metalli impiegati in chip e schede elettroniche dovrebbe aumentare il prossimo anno.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

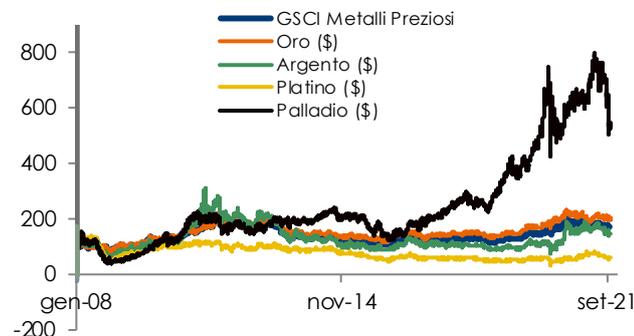
	Valore 27.09.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.738,3	38,5	12,8	21,2
GSCI Met. Preziosi	2.004,1	-8,9	13,2	23,0
Oro (\$)	1.752,3	-7,7	17,1	32,6
Argento (\$)	22,7	-14,2	29,4	18,8
Platino (\$)	983,5	-8,1	5,6	-3,8
Palladio (\$)	1.963,6	-19,8	16,6	175,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: penalizzati da dollaro forte e Fed. Non cambia lo scenario di fondo su questi due metalli: le attese di prosieguo della crescita economica globale (responsabile del surriscaldamento della dinamica dei prezzi), pur in una fase di timore per la diffusione della variante Delta, unite all'aumento dei rendimenti dei Treasury USA, hanno spinto la Fed a modificare la propria *guidance*, confermando il cambio di passo restrittivo a partire da fine anno. L'atteggiamento meno accomodante di Powell ha portato al conseguente apprezzamento del dollaro, un altro fattore che penalizza i Preziosi. Come più volte detto, i Treasury (e il dollaro) si confermano ancora una asset class concorrente rispetto all'oro nelle scelte di investimento difensivo degli operatori, frenando il rincaro delle quotazioni del metallo giallo e in generale affossando la performance dei Preziosi. Ancora una volta, l'argento non sembra essere in grado (pur conservando la sua indole più "industriale") di svincolarsi dalla dinamica dell'oro, benché resti confermata la prospettiva di crescita della domanda nel settore delle tecnologie "green". Dopo aver raggiunto il picco nel marzo 2020, il rapporto oro/argento dovrebbe ora oscillare

vicino alla sua media a lungo termine nei prossimi anni, poiché la correlazione positiva a lungo termine tra argento e oro dovrebbe riprendere vigore, sfavorendo il recupero del metallo grigio.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.09.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Preziosi	2.004,1	-3,2	-0,5	-7,6	-8,9
Oro (\$)	1.752,3	-1,5	1,1	-6,5	-7,7
Argento (\$)	22,7	-13,2	-9,4	-3,1	-14,2
Platino (\$)	983,5	-10,5	-16,9	11,1	-8,1
Palladio (\$)	1.963,6	-27,2	-22,6	-13,2	-19,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Platino e palladio: visti in recupero dopo i recenti ribassi. Le quotazioni di platino e palladio hanno recentemente stornato, ma provenivano da una lunga sovraperformance su gli altri metalli preziosi grazie alle aspettative ottimistiche di ripresa economica globale e forte domanda da parte dei settori automobilistici. La scarsità di semiconduttori si è però aggravata e ha costretto le case automobilistiche a ridimensionare i loro piani di produzione frenando la domanda verso questi metalli proveniente dal settore automobilistico. Questo scenario di carenza di semiconduttori e ridimensionamento delle produzioni ci ha indotto a rivedere al ribasso il profilo di previsione su entrambi i metalli, pur mantenendolo impostato alla crescita. Nei prossimi trimestri, prevediamo ancora che il platino e il palladio possano recuperare parte delle loro recenti 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. Sulla base di queste considerazioni, però, ora vediamo un potenziale di rialzo inferiore a causa di un miglior efficientamento dell'offerta, nel momento in cui tornerà a salire la domanda di questi metalli. Per concludere, se la ripresa dell'economia mondiale dovesse rivelarsi più robusta, il prossimo anno, si rafforzerebbe la nostra idea secondo cui il prezzo del palladio potrebbe salire anche ben oltre i nostri livelli previsionali, spinto dalle vendite di auto, in particolare di veicoli ibridi e a benzina.

Outlook Neutrale: non cambia lo scenario di fondo sui Preziosi. La stagnazione delle quotazioni dei Preziosi, soprattutto dell'oro, è frutto del quadro attuale caratterizzato dall'apprezzamento del dollaro USA e della imminente riduzione degli acquisti di titoli ad opera della Fed, come annunciato nell'ultimo meeting e con inizio, ormai prossimo, entro la fine del 2021. Permane lo scenario di consolidamento della crescita economica globale per il 2022, con le aspettative di surriscaldamento dei prezzi classificato come solo temporaneo e quindi non in grado di supportare i Preziosi, come investimenti difensivi, contro l'erosione del valore esercitato da un'alta inflazione. Infine, i progressi nelle campagne di vaccinazione hanno limitato la domanda di asset rifugio contro la volatilità sui mercati generata dall'emergenza sanitaria. Gli investitori avversi al rischio hanno preferito il dollaro (yen e franco svizzero) e i Treasury, rispetto ad oro e argento, nelle proprie scelte difensive. Ancora una volta ribadiamo l'Outlook Neutrale come frutto della sintesi di tutti questi differenti fattori, ridimensionando anche l'apporto positivo, almeno nell'immediato, della solita differenziazione fra i metalli, e i relativi pesi che essi hanno all'interno del comparto. Lo scenario non positivo per l'oro e per l'argento in questo finale di 2021, nell'ambito dei Preziosi, non verrà nemmeno parzialmente controbilanciato dalle prospettive di palladio e platino, anche loro in frenata, pur senza negare una dinamica rialzista di fondo, specie nel medio termine.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.752,3	1.775,0	1.750,0	1.737,5	1.731,3	1.659,0
Argento (\$)	22,7	24,9	25,0	24,5	23,2	21,2
Platino (\$)	983,5	1.117,5	1.160,0	1.250,0	1.219,4	1.120,0
Palladio (\$)	1.963,6	2.500,0	2.550,0	2.540,0	2.537,5	2.616,3

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

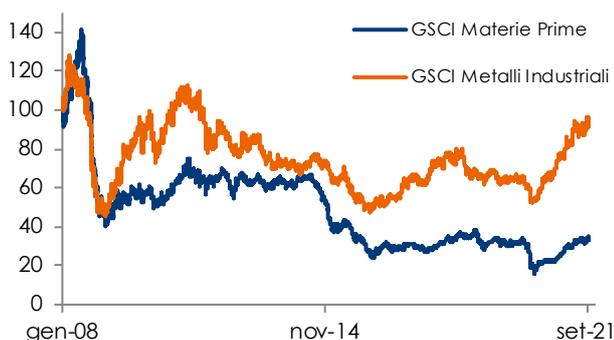
	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Oro (\$)	1.752,3	1.740	1.720	1.700	1.700	1.650
Argento (\$)	22,7	24,0	24,0	24,0	24,0	23,0
Platino (\$)	983,5	975	1.000	1.000	1.000	1.020
Palladio (\$)	1.963,6	2.050	2.100	2.100	2.100	2.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli industriali: in rallentamento ma con prospettive positive

Il comparto è quello che meglio ha retto al rallentamento generalizzato della commodity nel 3° trimestre. Il comparto dei metalli industriali ha esteso i guadagni registrati negli ultimi trimestri anche nel periodo estivo, quando invece l'aggregato delle materie prime ha visto una generalizzata frenata delle quotazioni. La corsa dei metalli è stata rallentata dai primi segnali di debolezza nelle prospettive macroeconomiche, anche a causa dei timori per la variante Delta, a cui si sono sommati un dollaro USA più forte del previsto e la conferma dell'avvio di politiche monetarie più restrittive negli Stati Uniti e in Europa. In Cina, le autorità hanno proseguito la loro azione riformatrice volta a raffreddare il mercato del credito e quello immobiliare (Costruzioni) al fine di ridurre l'inquinamento. Tutte azioni che hanno, consapevolmente, ridotto di qualche decimo la crescita economica cinese con riflessi anche sulla domanda di metalli, di cui sono 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. La carenza di semiconduttori che ha colpito il settore Automobilistico ha inciso anche sulla domanda di altri metalli: acciaio, alluminio, zinco, che intervengono nel processo produttivo più "tradizionale" del comparto Auto. Un quadro deteriorato ma che ha solo rallentato e non interrotto la dinamica rialzista in atto su quasi tutti i metalli industriali.

GSCI Metalli Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

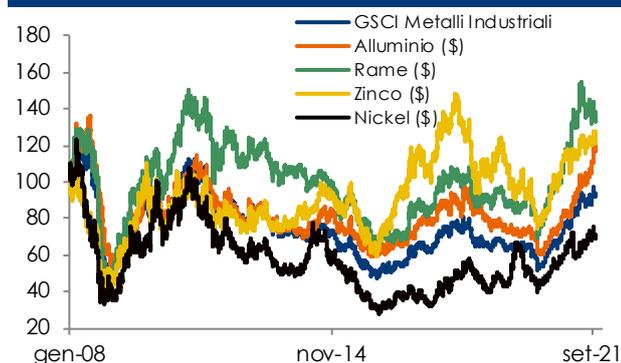
	Valore 27.09.21	Performance (%) YTD	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.738,3	38,5	12,8	21,2
GSCI Industriali	1.753,2	25,3	46,4	67,0
Rame (\$)	9.362,0	20,6	62,3	94,3
Alluminio (\$)	2.883,5	45,7	66,2	73,2
Zinco (\$)	3.055,5	12,0	30,0	32,1
Nickel (\$)	18.946,0	14,0	10,1	77,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: segnali di rallentamento della crescita. Dopo il dato record della crescita del PIL al 18,3% nel trimestre scorso, cala la stima per il 2° trimestre, che si attesta a +7,9%, leggermente inferiore alle attese. Per il 3° trimestre, secondo Bloomberg, l'economia cinese dovrebbe espandersi del 5,4%. Questi segnali di rallentamento non sono tuttavia allarmanti; il PIL è infatti in aumento per il quinto trimestre consecutivo dopo il crollo registrato nel 1° trimestre 2020. Per sostenere la crescita, è possibile che il Governo metta in campo nuove misure di sostegno all'economia e che la Banca centrale (**PBoC**) decida di ridurre ulteriormente i requisiti di riserva obbligatoria delle banche, già diminuite dello 0,5% a luglio, per sostenere l'economia reale e le aziende, al momento messe a dura prova dall'impennata dei prezzi delle materie prime. La Cina ha di fatto intrapreso una serie di misure volte a frenare questo trend, in primis attraverso un deciso monitoraggio delle attività di trading per bloccare qualsiasi atteggiamento speculativo, e poi con la liberazione di scorte di materie prime statali per aumentare l'offerta. Il Governo cinese è deciso ad aumentare l'intensità di tali misure nei prossimi mesi, tuttavia è improbabile che a fronte di un'offerta limitata e di una domanda in forte crescita riesca ad ottenere l'effetto desiderato. Rallentano drasticamente, invece, le **vendite al dettaglio**, che a settembre registrano un aumento solo pari al 2,5% contro l'8,5% di agosto, e sotto alle attese del 7%. Si riducono anche gli **investimenti fissi**, che riportano una variazione dell'8,9% a settembre rispetto al 10,3% di agosto. Anche nel mese di settembre la **produzione industriale** rallenta, portandosi a ritmi pari a 5,3% contro il 6,4% di agosto, dato già in calo da maggio. Si riduce anche l'attività, pari al 13,1% annuo, rispetto al 14,4% registrato il mese precedente. Sull'attività industriale pesano i prezzi delle materie

prime, le carenze di approvvigionamento e i controlli sull'inquinamento, mentre i consumi interni risentono dei piccoli focolai di COVID-19. Anche l'attività manifatturiera cinese scende, come confermato dal sondaggio mensile di Caixin/Markit che segnala un **PMI Manifatturiero** di settembre a 49,2 punti dai 50,3 precedenti, superando quindi la soglia critica dei 50 punti, sotto la quale si segnala contrazione. Il PMI dei servizi, sempre a cura di Caixin/Markit, è sceso a quota 46,7 punti a settembre dai 54,9 precedenti. L'indice si è così contratto ai livelli minimi degli ultimi mesi, portandosi anche in questo caso sotto la soglia di 50. Ad agosto la **bilancia commerciale** cinese ha registrato un saldo positivo di 58,34 miliardi di dollari, in aumento rispetto al surplus di 56,45 miliardi di luglio, rivelandosi così superiore alle attese degli analisti. Le **esportazioni** hanno riportato un incremento del 25,6%, a fronte del +19,3% del mese precedente. Le **importazioni** registrano un aumento del 33,1% contro il +28,1% della rilevazione precedente. Il tasso di inflazione (**CPI**) è sceso allo 0,8% a settembre, probabilmente trainato dal forte calo del costo degli alimenti, soprattutto del prezzo della carne di maiale. I prezzi alla produzione (PPI) sono aumentati invece dell'9,5% a/a a settembre, in crescita rispetto al +9,0% del mese precedente, superando le aspettative del mercato.

Il quadro dei fondamentali resta favorevole. Al netto delle tensioni sui mercati finanziari legati all'andamento dell'avversione al rischio, di fondo non cambia lo scenario per le componenti del comparto che beneficeranno ancora della forte domanda che si scontra con un'offerta mineraria ancora insufficiente, benché in recupero. Il **rame** è il metallo più scambiato e dalla natura più speculativa, all'interno del comparto. Per questo motivo è estremamente sensibile alle condizioni di maggior o minor propensione al rischio sui mercati finanziari. Se le tensioni si attenueranno e la propensione al rischio si consoliderà, il rame ha ancora spazio per migliorare la propria performance annuale e sorprendere al rialzo le nostre stime, per ora prudenti. Al contrario, nello scenario negativo, se il dollaro USA si rivelasse più forte del previsto e il ciclo economico fosse più debole di quanto atteso, il rame potrebbe diminuire e tornar al suo supporto principale in area 8.000 dollari. Scenario di consolidamento per l'**alluminio**, che resta estremamente correlato alle scelte strategiche in Cina. Permane una certa pressione rialzista sui prezzi grazie al fatto che la Cina sta portando avanti i suoi piani di riduzione delle attività inquinanti, fra cui spiccano gli impianti di lavorazione di alluminio e acciaio. Una minor offerta da parte del principale produttore di alluminio crea ovviamente pressione rialzista sui prezzi. Allo stesso tempo, però, il Governo cinese lavora per limitare le pressioni inflazionistiche interne propendendo per il rilascio delle sue riserve strategiche domestiche, un fattore calmierante per il sistema cinese ma che potrebbe erodere il potenziale di rialzo dell'alluminio sui mercati internazionali. Quadro immutato e meno positivo sullo **zinco**: resta improbabile che possa tornare ai massimi del 2018 in tempi brevi quando la richiesta del settore delle Costruzioni e un'offerta impreparata a soddisfare quella domanda lo avevano spinto ai massimi. Lo zinco resta guidato dalle aspettative di una maggiore spesa in costruzioni e infrastrutture che, di fondo, è un fattore che resta attuale e che potrebbe guidare un'inattesa risalita dei prezzi. Anche la vicenda Evergrande, seppur dalle influenze negative sui mercati finanziari ma concretamente non determinanti per il settore immobiliare occidentale, rischia di essere un segnale di allarme per il comparto edilizio in Cina. La "bolla immobiliare" cinese ha alimentato il forte rialzo delle quotazioni di tutti i metalli industriali, una frenata del settore rischia di avere effetti depressivi su tutte le quotazioni. Il **nickel** è ancora ben impostato e guidato dai soliti fattori fondamentali alla base del suo trend rialzista. Il tema centrale resta l'aumento della domanda globale del metallo proveniente dal settore dei veicoli elettrici, a cui si sommano i vincoli alle forniture in Russia e nel Sud-est asiatico. Un quadro positivo ma che prudentemente ci fa propendere solo per una stabilizzazione, su livelli alti, delle quotazioni.

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

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.09.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.753,2	5,5	12,2	43,1	25,3
Rame (\$)	9.362,0	-0,3	4,5	42,5	20,6
Alluminio (\$)	2.883,5	15,8	25,5	62,5	45,7
Zinco (\$)	3.055,5	5,6	8,5	29,6	12,0
Nickel (\$)	18.946,0	3,5	15,6	30,6	14,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo: non muta il quadro positivo di fondo. Non cambiano lo scenario di fondo e i fattori che lo compongono. Il comparto continuerà a beneficiare delle politiche fiscali mirate a favorire il cambiamento ecosostenibile dei sistemi economici, una svolta che necessita di grandi investimenti infrastrutturali ad alto assorbimento di metalli. Grandi opere, indispensabili alla transizione economica "green", che rappresenteranno un fortissimo stimolo per la domanda di metalli e che, in generale, stanno alimentando la richiesta di tutte le materie prime. Il recente deterioramento del quadro economico globale dovrebbe rivelarsi transitorio e la crescita dovrebbe consolidare anche in futuro. Ecco perché manteniamo stabile la maggior parte delle nostre previsioni a medio e lungo termine per i metalli industriali. Sulla base di queste considerazioni, 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 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.362,0	9.390	9.200	9.200	9.246	9.118
Alluminio (\$)	2.883,5	2.440	2.350	2.340	2.344	2.416
Zinco (\$)	3.055,5	2.850	2.750	2.760	2.775	2.700
Nickel (\$)	18.946,0	18.242	18.869	18.917	17.588	18.250

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

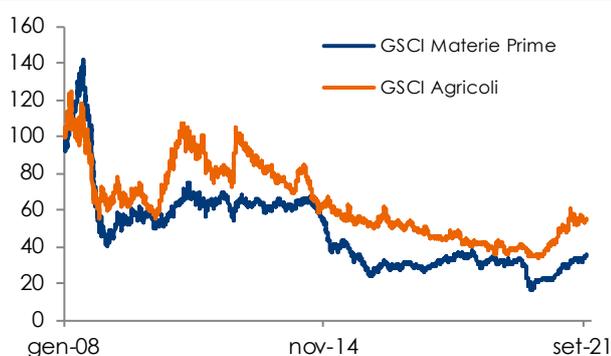
	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Rame (\$)	9.362,0	9.500	9.700	10.200	10.150	10.300
Alluminio (\$)	2.883,5	2.800	2.750	2.800	2.800	2.850
Zinco (\$)	3.055,5	3.100	3.200	3.250	3.250	3.300
Nickel (\$)	18.946,0	19.400	19.500	19.600	19.650	20.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: prosegue il consolidamento dei prezzi

Prosegue il consolidamento dei prezzi degli Agricoli anche se l'offerta continua il suo processo di adeguamento alla domanda. Il consolidamento dei prezzi in corso resta basato sui soliti fattori: aspettative di crescita globale solida (a patto che non ci siano nuovi lockdown), forte domanda e aumento dei consumi mondiali, rincaro dei costi di produzione (carburanti e fertilizzanti) e, infine, condizioni meteo ancora avverse nella maggior parte dei Paesi produttori. Prosegue il processo di adeguamento degli approvvigionamenti alla forte domanda: i trasporti sembrano infatti essersi ricalibrati sulla forte richiesta in essere. La minaccia più preoccupante resta quella legata all'imprevedibilità delle previsioni meteorologiche: impatti più profondi e imprevedibili dei cambiamenti climatici e del riscaldamento globale rischiano di generare nuovi picchi di volatilità del mercato e potrebbero rilanciare le pressioni rialziste sui prezzi dei prodotti agricoli. Sul fronte speculativo, ribadiamo come gli Agricoli restino una asset class di importante diversificazione per gli investitori, vista la necessità di incanalare la grande quantità di liquidità in investimenti remunerativi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



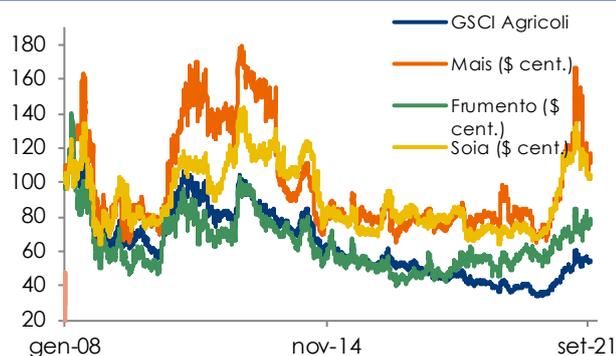
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.09.21	Performance (%) da inizio 2021	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.738,3	38,5	12,8	21,2
GSCI Agricoli	468,8	17,2	45,9	5,2
Mais (\$ cent.)	539,5	11,5	45,2	63,9
Frumento (\$ cent.)	722,3	12,8	48,2	79,1
Soia (\$ cent.)	1.287,5	-2,1	45,8	36,2
Cotone (\$ cent.)	98,9	26,6	65,3	42,5
Cacao	2.546,0	-2,2	2,2	-11,2
Zucchero	18,7	20,9	62,4	-18,6
Caffè (arabica)	193,7	51,0	91,9	26,0
Caffè (robusta)	2.121,0	54,4	60,6	6,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.09.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	468,8	3,1	3,1	3,1	17,2
Mais (\$ cent.)	539,5	-20,1	-2,4	47,1	11,5
Frumento (\$ cent.)	722,3	11,8	17,8	31,3	12,8
Soia (\$ cent.)	1.287,5	-5,1	-8,1	29,2	-2,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

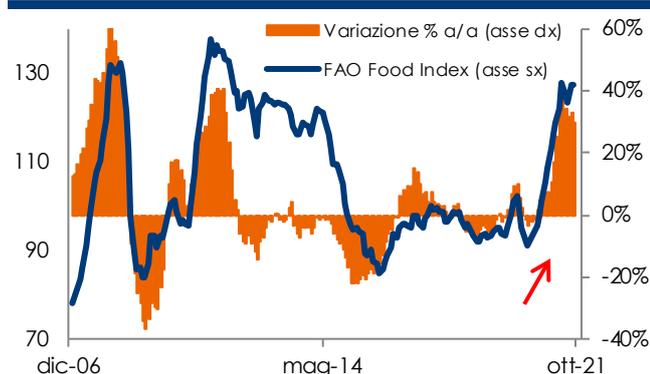
WASDE: produzione USA di mais e soia in forte crescita. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le nuove stime sui fondamentali di domanda e offerta agricola statunitense e globale, relativi alla stagione 2021/22. L'istituto prevede una produzione di mais in USA in aumento a 15 miliardi di bushel (bu), una variazione di +246 milioni di bushel dall'ultimo mese. L'incremento è principalmente dovuto a un allargamento dell'area di coltivazione di 600.000 acri e a un aumento del rendimento della produzione, pari a 176,3 bu/acre rispetto al valore precedente di 174,6 bu/acre. Il dato sulla domanda è stato rivisto

al rialzo di 75 milioni di bushel, arrivando a 12,33 miliardi. L'export per la stagione 2021/22 è atteso in aumento a 2,48 mld di bushel rispetto alle stime precedenti, ma ancora sotto i livelli del 2020/21. La previsione sulle scorte finali 2021/22 è di 1,41 mld di bushel, superiore ai valori stimati il mese scorso (1,24 mld di bushel). Per quanto riguarda la produzione globale di mais, l'USDA attende una crescita di 5,4 milioni di tonnellate, principalmente trainata dalla Cina e dall'Argentina, grazie alle favorevoli condizioni meteorologiche. Di conseguenza anche le scorte mondiali sono previste in aumento a 284,6 milioni di tonnellate. Outlook in crescita anche per la produzione USA di soia, pari a 4,37 miliardi di bushel, rispetto ai 4,34 miliardi stimati il mese precedente. L'export è previsto a 35 milioni di bushel per il 2021, mentre il consumo domestico è stato rivisto al ribasso a 10 milioni di bushel. Le scorte finali per il 2021/22 sono stimate a 185 milioni di bushel, in aumento dal dato precedente. L'USDA ha invece lasciato invariate le stime su domanda e offerta globali di soia, mentre le scorte finali sono previste in aumento a 98,9 milioni di tonnellate dai 96,2 precedenti. Invariate invece le stime sulla produzione del grano USA, a 1,7 miliardi di bushel, ma sono in calo le scorte finali a 615 milioni di bushel contro i 627 milioni del mese precedente. Poco variata anche le stime sul consumo domestico e sull'export, rispettivamente pari a 1,2 miliardi di bushel e 0,88 miliardi. A livello globale l'USDA ha aumentato le stime di produzione di 3,4 milioni di tonnellate, grazie all'ottima stagione in Australia e India. La domanda è prevista in crescita di 3 milioni di tonnellate per il 2021/22. Le scorte finali sono state riviste al rialzo a 283,2 milioni di tonnellate.

FAO: crescono i prezzi delle materie prime alimentari dopo due mesi di ribasso. Dopo il calo di giugno e luglio, l'Organizzazione delle Nazioni Unite per l'alimentazione e l'agricoltura (FAO) segnala che i prezzi mondiali delle derrate alimentari hanno subito una brusca impennata ad agosto. L'indice segna 127,4 punti, un rialzo del 3,1% rispetto a luglio e del 32,9% rispetto allo stesso mese nel 2020. L'indice FAO dei prezzi dello zucchero ha registrato una crescita del 9,6% rispetto a luglio, a causa dei danni causati ai raccolti dalle gelate in Brasile, maggior paese esportatore mondiale di zucchero. L'indice FAO dei prezzi degli oli vegetali è aumentato del 6,7% ad agosto, un incremento dovuto al protrarsi dei timori di una contrazione della produzione e della riduzione di scorte in Malaysia. Più modesto è stato invece l'aumento dell'indice FAO dei prezzi dei cereali, pari a 3,4%, trainato principalmente dal frumento (+8,8%), mentre mais e riso hanno registrato un calo grazie alle buone prospettive di produzione nei principali paesi esportatori. L'indice FAO dei prezzi delle carni è leggermente aumentato, spinto dalla crescente domanda da parte di Cina, Asia Orientale e Medio Oriente, ad eccezione della carne suina. Ancora in calo l'indice FAO dei prezzi dei prodotti caseari, a causa della debole domanda di latte in polvere, mentre aumentano i prezzi di burro e formaggio.

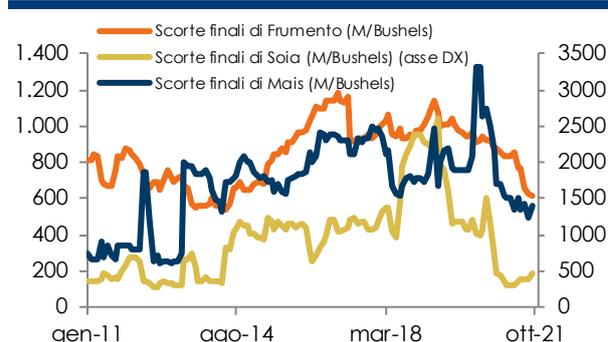
FAO: in aumento la produzione e il consumo mondiale di cereali, ma cala il commercio internazionale. Nell'ultimo bollettino FAO sull'offerta e domanda dei cereali, si prevede un aumento dello 0,7% della produzione cerealicola mondiale nel 2021 rispetto al 2020, attestandosi così a 2.788 milioni di tonnellate. La produzione mondiale di frumento è attesa in calo dello 0,7%, a 769,5 milioni di tonnellate quest'anno, essenzialmente a causa delle avverse condizioni meteorologiche in Nord America, Kazakistan e Federazione russa. In aumento di 1,3% la produzione di cereali secondari nel 2021, per un totale di 1.499 milioni di tonnellate, mentre cresce di 0,9% la produzione mondiale di riso, attestandosi ai livelli record di 519 milioni di tonnellate grazie all'eccezionale produttività registrata in Vietnam. Per quanto concerne il consumo mondiale di cereali, questo è atteso aumentare, secondo la FAO, dell'1,4% nel 2021/22 a 2.809 milioni di tonnellate, rispetto al 2020, sostenuto sia dal consumo umano che dai mangimi, entrambi in forte crescita. La previsione delle scorte mondiali di cereali nel 2022 è stata abbassata a 809 milioni di tonnellate ad agosto, un calo dello 0,9% rispetto alle stime iniziali, e il rapporto tra scorte e consumo di cereali è atteso in calo a 28,1% rispetto al 29,9% del 2021/22. E' invece atteso in contrazione dell'1,3% il commercio mondiale dei cereali, principalmente frumento e cereali secondari, nel 2021/2022, portandosi a 466 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: resta prevalente una dinamica di consolidamento al rialzo dei prezzi degli Agricoli.

Nonostante alcuni picchi di forte avversione al rischio (variante Delta) che periodicamente colpiscono i mercati, i fondamentali del comparto restano robusti, rafforzando lo scenario di consolidamento delle quotazioni degli Agricoli su livelli alti. I prezzi, avendo comunque già corso molto, hanno rallentato il loro rialzo ma senza subire forti perdite o prese di beneficio. Le preoccupazioni relative alla puntualità delle forniture restano tali anche se la catena produttiva prosegue il suo processo di adeguamento, smussando le tensioni su domanda/offerta e riducendo, in tal modo, le pressioni sui prezzi. Restano immutate le condizioni climatiche avverse anche se il loro peso, in negativo, sulla resa dei raccolti rimane comunque contenuto e di difficile stima. Una situazione che alimenta un blando ma costante accumulo di scorte. Le nostre previsioni sulle materie prime agricole restano pertanto moderatamente positive, seppur molto caute nel breve periodo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	539,5	550,0	535,0	520,0	505,0	470,0
Fumento (\$ cent.)	722,3	670,0	665,0	660,0	630,0	528,5
Soia (\$ cent.)	1.287,5	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 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Mais (\$ cent.)	539,5	520	520	520	515	500
Fumento (\$ cent.)	722,3	680	665	650	645	610
Soia (\$ cent.)	1.287,5	1.250	1.245	1.240	1.230	1.200

Fonte: Intesa Sanpaolo

Soft commodity

Cotone: forte rialzo dei prezzi ma non diminuisce la pressione sulle quotazioni. Mentre è in corso la stagione del raccolto di cotone, le quotazioni del materiale grezzo sono ormai a ridosso di 1 dollaro per libbra, un aumento di circa il 25% da inizio anno e di quasi il 50% dai minimi di settembre 2020. Il rincaro delle quotazioni ha seguito la ripartenza delle produzioni asiatiche, già sul finire dello scorso anno, alimentata dalla ripresa degli ordini dalle manifatture di tutto il mondo. Una situazione esasperata poi dalla persistente crisi dei trasporti che ha espanso i costi di trasferimento, a cui si è sommata anche la vicenda politica legata al boicottaggio del cotone, proveniente dallo Xinjiang, e legata alla questione dell'etnia Uiguri. Per la seconda stagione consecutiva, la domanda supererà la produzione, erodendo le scorte mondiali di circa 87,2 milioni di balle (-5% a/a) e portandole al livello più basso da tre anni a questa parte. Un quadro che eserciterà ulteriore pressione rialzista sui prezzi, soprattutto in un momento in cui la domanda mondiale di prodotti in cotone, in particolare nell'abbigliamento, è in decisa accelerazione. Gli intermittenti lockdown internazionali, specie in alcuni porti/dogane nei Paesi Emergenti, hanno inciso sulla disponibilità di container nel sistema marittimo, alzando enormemente i costi di trasporto. Molti grandi marchi hanno poi deciso di boicottare il cotone dello Xinjiang, provincia cinese su cui si concentrano le accuse di lavoro forzato per la minoranza turcofona di religione

islamica (Uiguri). Un'area della Cina dove però si concentra l'80% della produzione cinese di cotone, che equivale a circa il 20% della produzione globale. La Cina, inoltre, possiede la più grande riserva di cotone al mondo (in costante aumento) secondo quanto affermato dalla China Cotton Association. Nella stagione 2021/22, le importazioni di cotone dovrebbero crescere del 75% per raggiungere 2,8 milioni di tonnellate, un dato che grava sul mercato e preoccupa tutta la filiera manifatturiera. Uno scenario che resta di tensione per le quotazioni del cotone e che lascia presagire nuovi rincari.

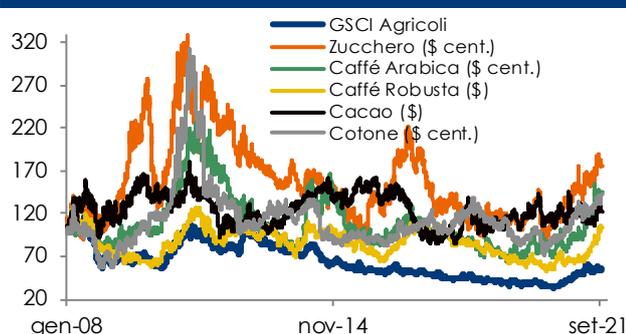
Cacao: prezzi in trading range ma su valori alti. La stagione delle piogge sta registrando precipitazioni sopra la media in alcune parti dell'Africa occidentale, e sta danneggiando le regioni di coltivazione del cacao della Costa d'Avorio, del Ghana meridionale e della Nigeria. Piogge intense continueranno anche per le prossime settimane sulla regione occidentale dell'Africa e lungo tutto il Golfo di Guinea. Le eccessive precipitazioni potrebbero aumentare il rischio di malattie sulle piante di cacao e danneggiare il raccolto. Di conseguenza, la Nigeria's Cocoa Industry Association, l'Associazione nigeriana dell'industria del cacao, avverte che la produzione potrebbe diminuire di almeno il 12,5% nella prossima stagione. La produzione di cacao della Nigeria per la prossima stagione (2021/2022) dovrebbe scendere a 280.000 tonnellate, ben al di sotto della stima iniziale di 320.000 tonnellate. Il paese è il quinto produttore di cacao al mondo dopo i due principali: Costa d'Avorio e Ghana. Alla fine di agosto, l'Organizzazione Internazionale del Cacao (ICCO) ha rivisto al rialzo le previsioni di produzione mondiale al livello record di 5,141 milioni di tonnellate, in aumento di 117.000 tonnellate rispetto alla previsione precedente. Di conseguenza, si prevede che l'eccedenza di produzione aumenterà a 230.000 tonnellate per la stagione 2020/2021, rispetto alla precedente proiezione di 165.000 tonnellate. Le scorte totali di fave di cacao, alla fine della stagione 2020/2021, dovrebbero raggiungere le 1,963 milioni di tonnellate, che equivalgono al 40,4% delle macinazioni previste per il 2020/2021. I primi cinque produttori di cacao sono Costa d'Avorio, Indonesia, Camerun, Ghana e Nigeria e insieme producono oltre il 70% del cacao mondiale. Questo scenario giustifica un consolidamento su livelli alti dei prezzi del petrolio, almeno nel medio termine.

Zucchero: il meteo avverso sosterrà ancora le quotazioni. Lo zucchero registra una performance da inizio anno di circa il 30%; il rincaro dei prezzi è stato favorito dalla bassa resa dei raccolti, danneggiati dalle condizioni meteorologiche avverse. Il freddo in Sud America ha danneggiato i raccolti brasiliani ponendo dubbi sulla disponibilità di offerta mondiale, in una fase in cui la domanda è in crescita, di pari passo col quasi azzeramento delle limitazioni di spostamento alle persone. Il rincaro del petrolio ha spinto gli agricoltori brasiliani a destinare più canna da zucchero alla produzione di etanolo piuttosto che trasformarla in dolcificante (zucchero raffinato). Secondo le ultime stime dell'International Sugar Organization (ISO), nel 2021/22 il mercato mondiale dello zucchero dovrebbe registrare un deficit di 3,8 milioni di tonnellate, una contrazione del deficit che smussa le preoccupazioni di qualche mese fa quando le stime indicavano un deficit ben oltre le 4 milioni di tonnellate. Le aspettative di aumento della produzione in Thailandia e nell'Unione Europea controbilanciano la prevista contrazione della produzione di zucchero in Brasile e dell'India, ma lasciano intatte le previsioni rialziste sui prezzi nel breve termine.

Caffè: il rialzo annuale supera il 50%. Negli ultimi mesi, i prezzi del caffè sono aumentati scontando i mancati approvvigionamenti dalle aree produttive. L'Organizzazione internazionale del caffè (ICO) ha messo in guardia circa la scarsità di forniture globali per la stagione 2021/22, col rischio di un mercato che potrebbe registrare un forte deficit dovuto al recupero della domanda guidata dal ritorno del consumo fuori casa, grazie all'efficacia della campagna vaccinale nello scongiurare nuovi lockdown. Alla pressione dei consumi si somma un previsto calo della produzione di caffè nei principali paesi esportatori. Quest'anno i produttori stanno registrando volumi inferiori nei magazzini brasiliani a causa del "ciclo off" (l'annata in cui la pianta del caffè

rafforza la sua struttura vegetale a scapito di una maggior resa del frutto) che caratterizza le piantagioni di qualità Arabica. La terza stima ufficiale del raccolto di caffè brasiliano, pubblicata il 21 settembre dalla Companhia Nacional de Abastecimento Brasileira (CONAB), conferma questo andamento. L'agenzia prevede che nella stagione 2021/22 la produzione totale di caffè in Brasile possa scendere a 46,9 milioni di sacchi. Ciò corrisponderebbe a una contrazione del 25,7% a/a rispetto alla stagione precedente. CONAB prevede che la produzione totale di Arabica in Brasile possa ridursi a 30,7 milioni di sacchi, ciò corrisponderebbe a un calo del 36,9% a/a. Al contrario, la produzione totale di Robusta in Brasile potrebbe aumentare a 16,1 milioni di sacchi, corrispondenti a un aumento del 12,8% a/a rispetto alla stagione precedente. In sintesi, il calo significativo della produzione registrata finora in Brasile e l'impatto negativo delle condizioni meteorologiche, in diverse regioni produttrici, compongono un quadro di pressione rialzista sui prezzi del caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.09.21	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	468,8	3,1	3,1	3,1	17,2
Cotone	98,9	14,4	23,1	53,0	26,6
Cacao	2.546,0	8,3	3,6	-0,9	-2,2
Zucchero	18,7	10,8	23,3	44,1	20,9
Caffè (arabica)	193,7	23,1	50,7	70,4	51,0
Caffè (robusta)	2.121,0	24,8	51,6	56,2	54,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni di consenso per le singole Soft Commodity

	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	98,9	90,5	87,5	85,0	83,0	79,0
Cacao	2.546,0	2.475	2.506	2.513	2.525	2.537
Zucchero	18,7	17,5	17,0	16,5	15,5	14,3
Caffè (arabica)	193,65	176,5	167,5	161,0	148,5	140,0
Caffè (robusta)	2.121,0	1.800	1.720	1.650	1.625	1.488

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per le singole Soft Commodity

	Valore 27.09.21	4° trim. 2021	1° trim. 2022	2° trim. 2022	Anno 2022	Anno 2023
Cotone (\$ cent)	98,9	85	84	82	82	80
Cacao	2.546,0	2.500	2.513	2.525	2.500	2.450
Zucchero	18,7	17,5	16,9	16,3	16,3	15,5
Caffè (arabica)	193,65	170	163	156	157	153
Caffè (robusta)	2.121,0	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 27.07.2021.

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: Cristina Baiardi