



# I mercati delle materie prime: analisi e prospettive

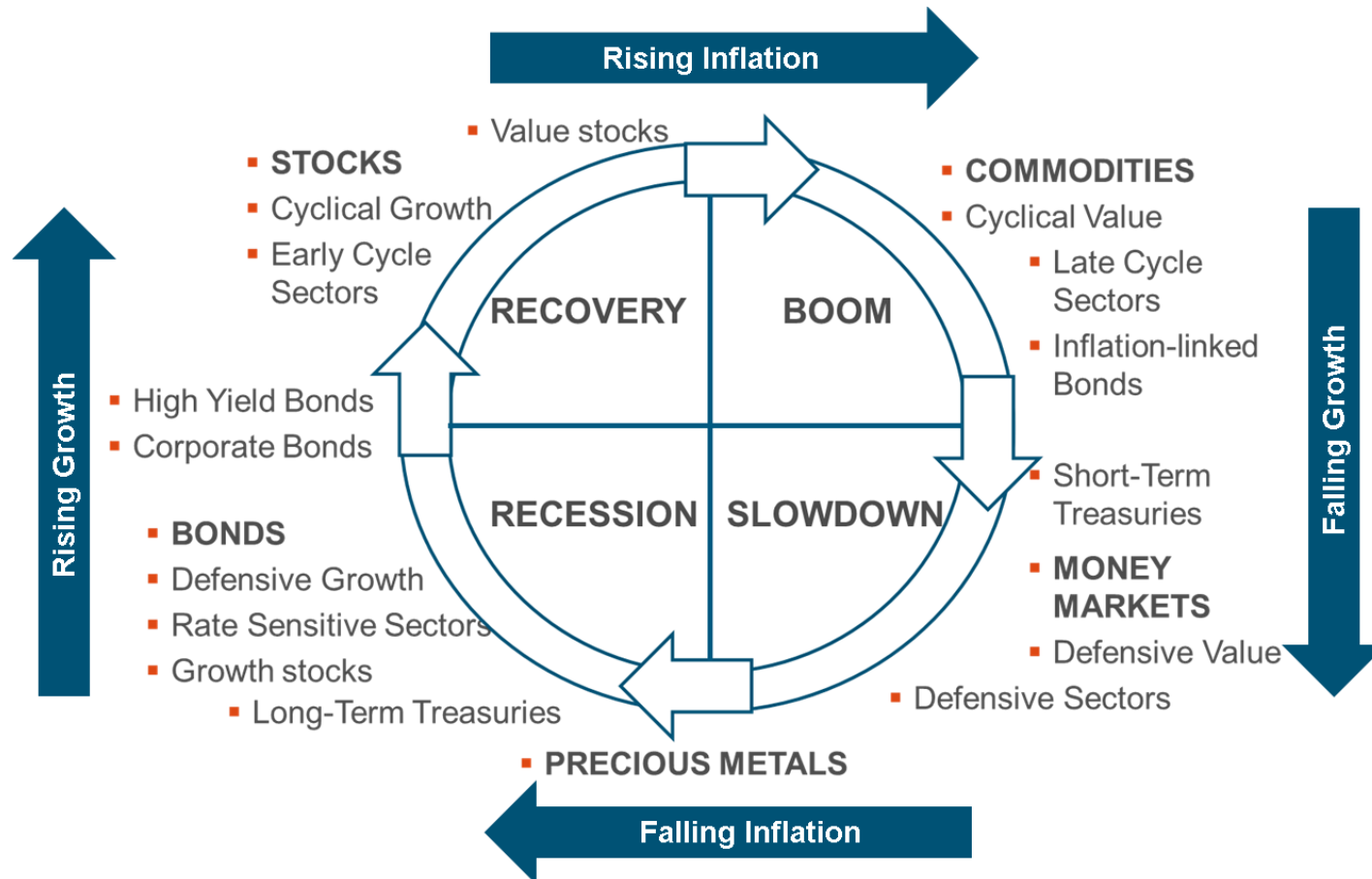
Daniela Corsini, CFA

Rates, FX & Commodities Research

15 Aprile 2021

# Materie prime: la doppia natura di input di processi produttivi e asset finanziari...

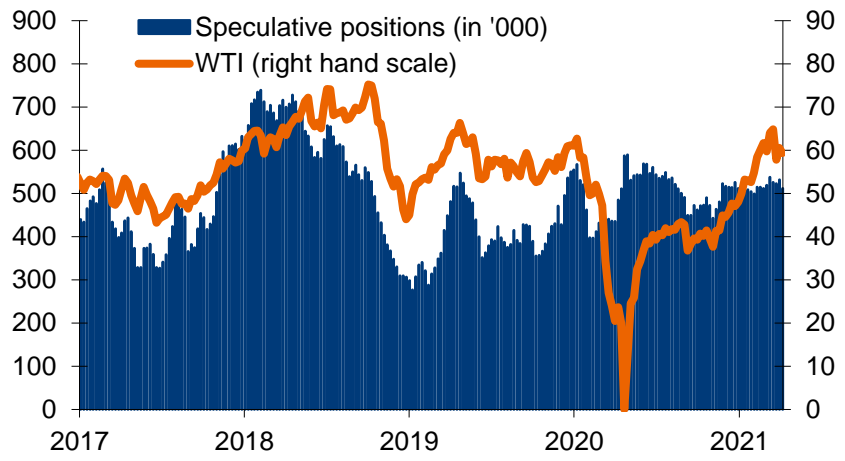
Un famoso modello: Asset allocation clock



Fonte: Merrill Lynch's Investment Clock, elaborazione Intesa Sanpaolo

# ...implica che flussi speculativi spesso amplificano la ciclicità

### Petrolio e posizioni speculative



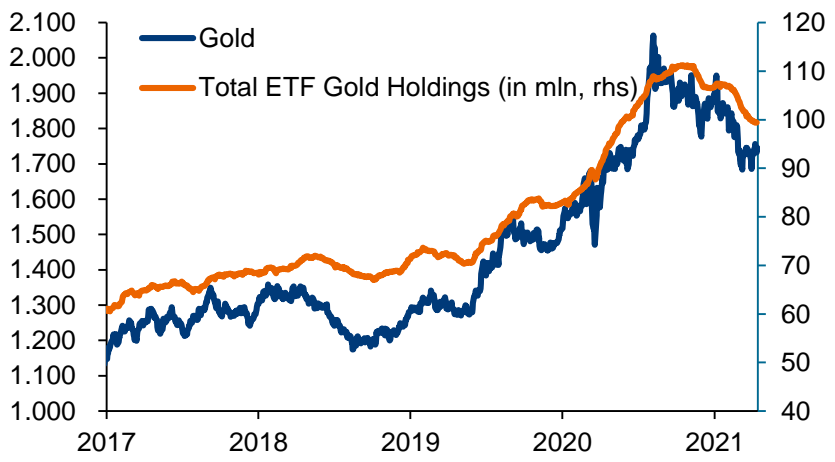
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

### Rame e posizioni speculative



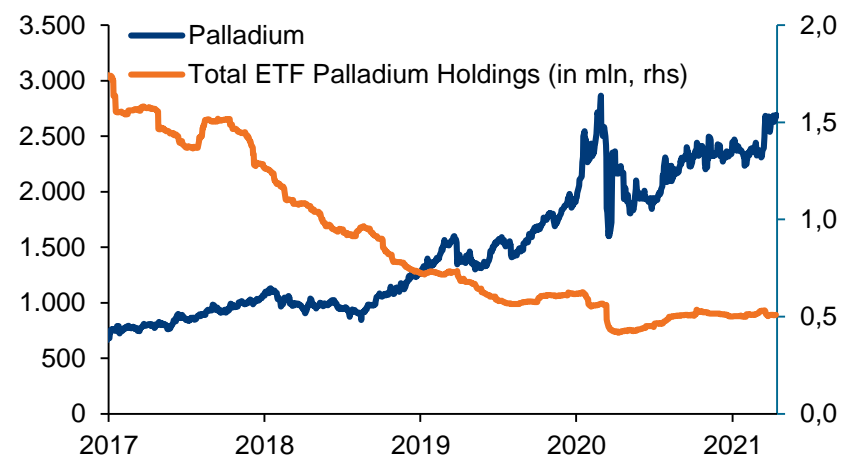
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

### Oro e posizioni in oro detenute da ETF



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

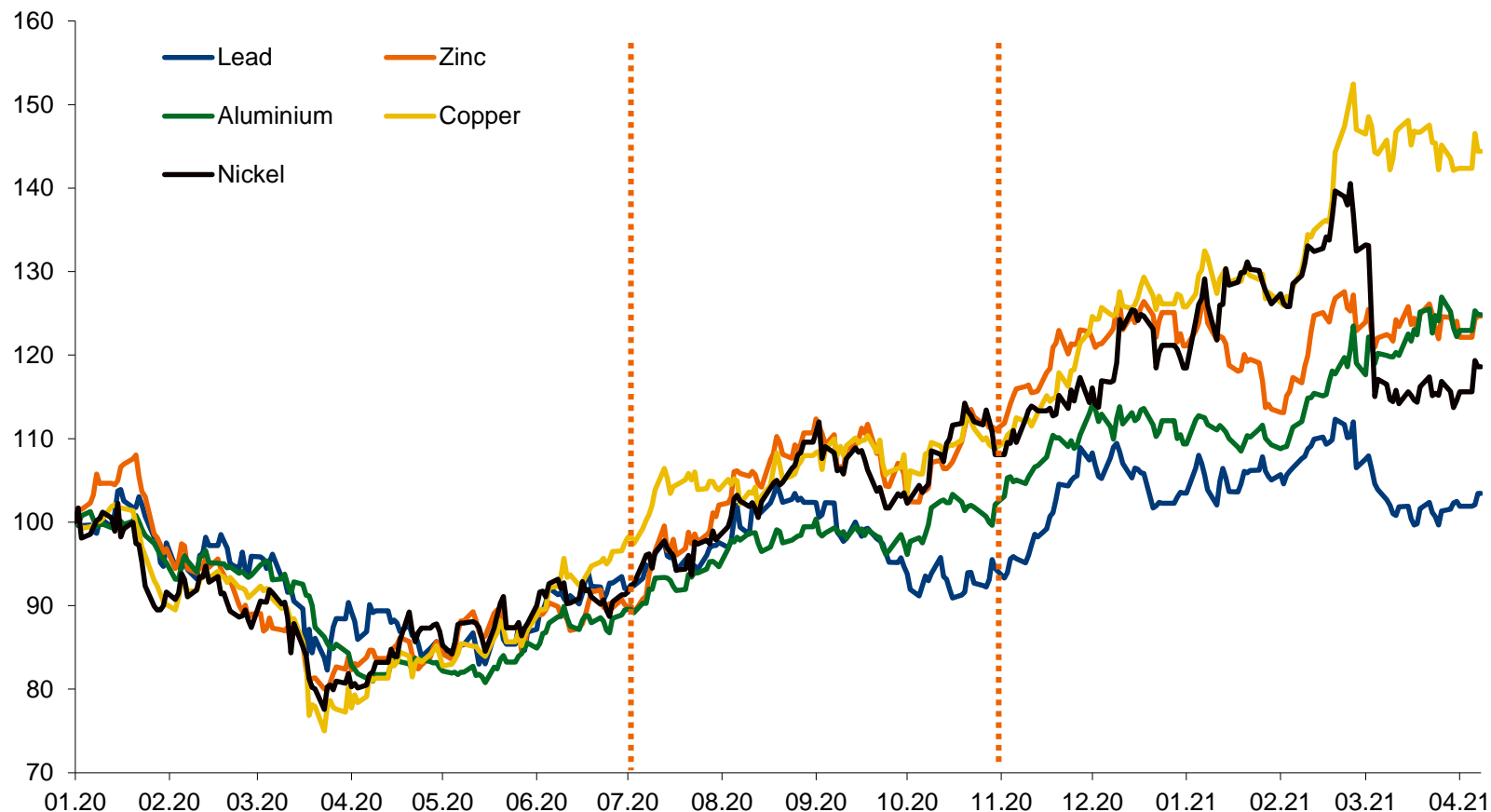
### Palladio e posizioni in palladio detenute da ETF



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Tuttavia, nel medio-lungo periodo le performance dipendono dai fondamentali

Performances of the main industrial metals (LME 3m, Dec. 2019 = 100)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Rialzi strutturali o transitori?

I recenti rialzi non segnalano un nuovo super-ciclo, ma la ripresa post-pandemia può essere l'occasione per una «nuova ricostruzione».

**Nel 2021**, i prezzi medi di quasi tutte le commodity registreranno **incrementi a/a** grazie a due principali fattori:

- **Ripresa economica** nel 2H21 grazie a vaccinazioni e riaperture gradual;
- **Politiche economiche ultra-espansive:**
  - Da stabilità finanziaria a stabilità sociale, **redistribuzione**;
  - Tutela ambientale, **decarbonizzazione** delle economie.

**Dopo il 2021**, estenderanno i rialzi **solo le commodity favorite dalla «transizione verde»:**

- Probabili incrementi più marcati per i **metalli non ferrosi** che per gli energetici;
- **Il petrolio potrebbe perdere** definitivamente **il suo ruolo di guida** nel comparto commodity:
  - Picco dei consumi petroliferi mondiali;
  - Globalizzazione dei mercati del gas, da prezzi oil-indexed a spot.

# Cosa attenderci nei prossimi mesi?

## ■ Petrolio e comparto energetico

- I mercati petroliferi sono ben supportati dagli interventi dell'OPEC+ e dalle tensioni geopolitiche. Le quotazioni di gas ed elettricità dovrebbero diminuire per fattori stagionali, pur mantenendosi elevati anche nei trimestri centrali dell'anno.
- Top picks: Brent, WTI e CO2.**

## ■ Metalli industriali

- Manteniamo una view positiva sui metalli non ferrosi, mentre le quotazioni di acciaio e ferro dovrebbero diminuire a fronte dell'atteso tightening in Cina e dei più stringenti controlli ambientali.
- Top picks: rame, nickel.**

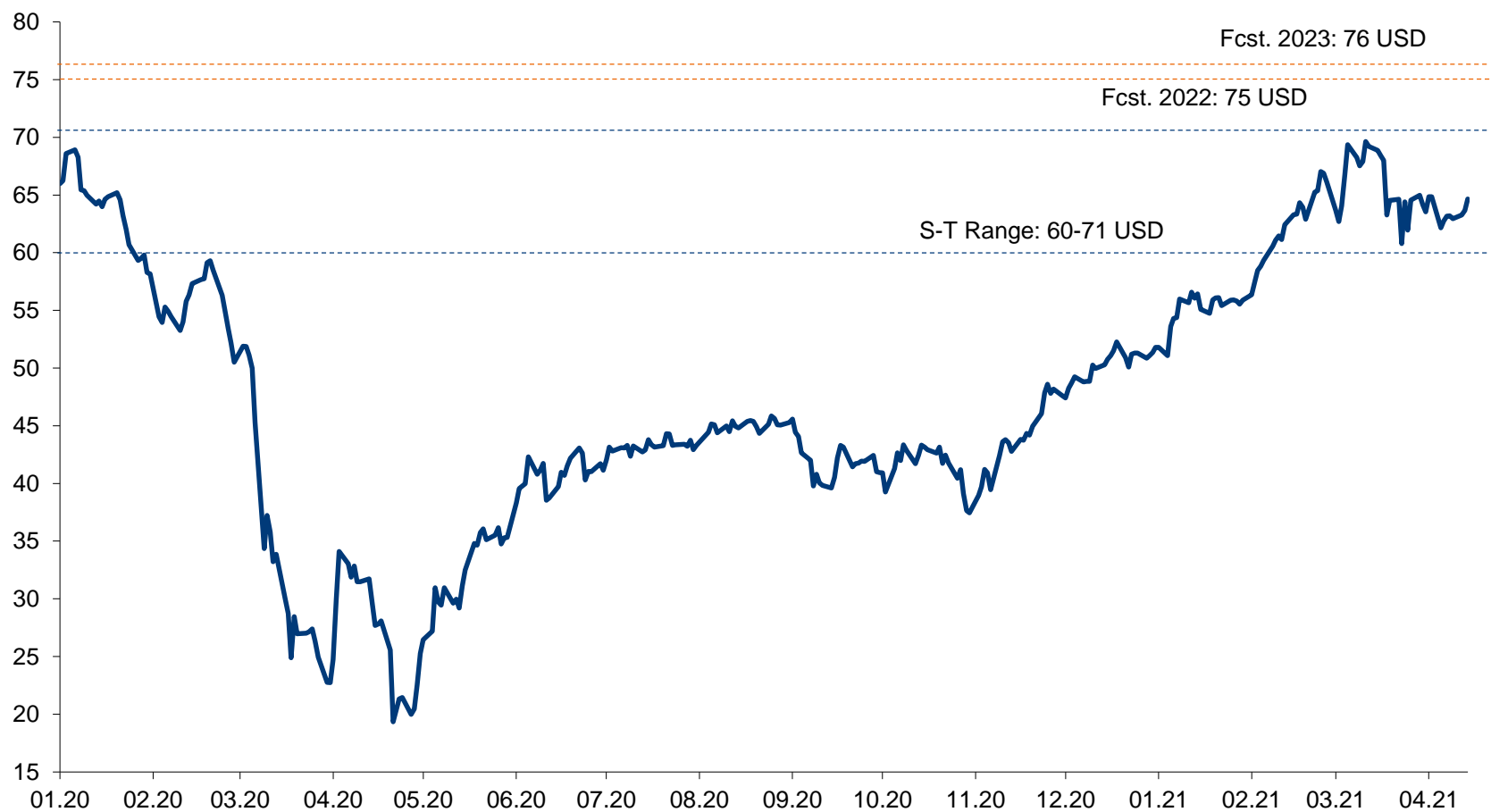
## ■ Metalli preziosi

- Il ciclo macroeconomico non è favorevole all'oro, mentre argento, platino e palladio dovrebbero ancora beneficiare di un rialzo nella domanda industriale.
- Top picks: argento, platino.**

## ■ Agricoli

- Ci attendiamo un calo generalizzato delle quotazioni dei cereali per l'allentamento delle preoccupazioni relative a rischi metereologici.
- Top pick: caffè Arabica.**

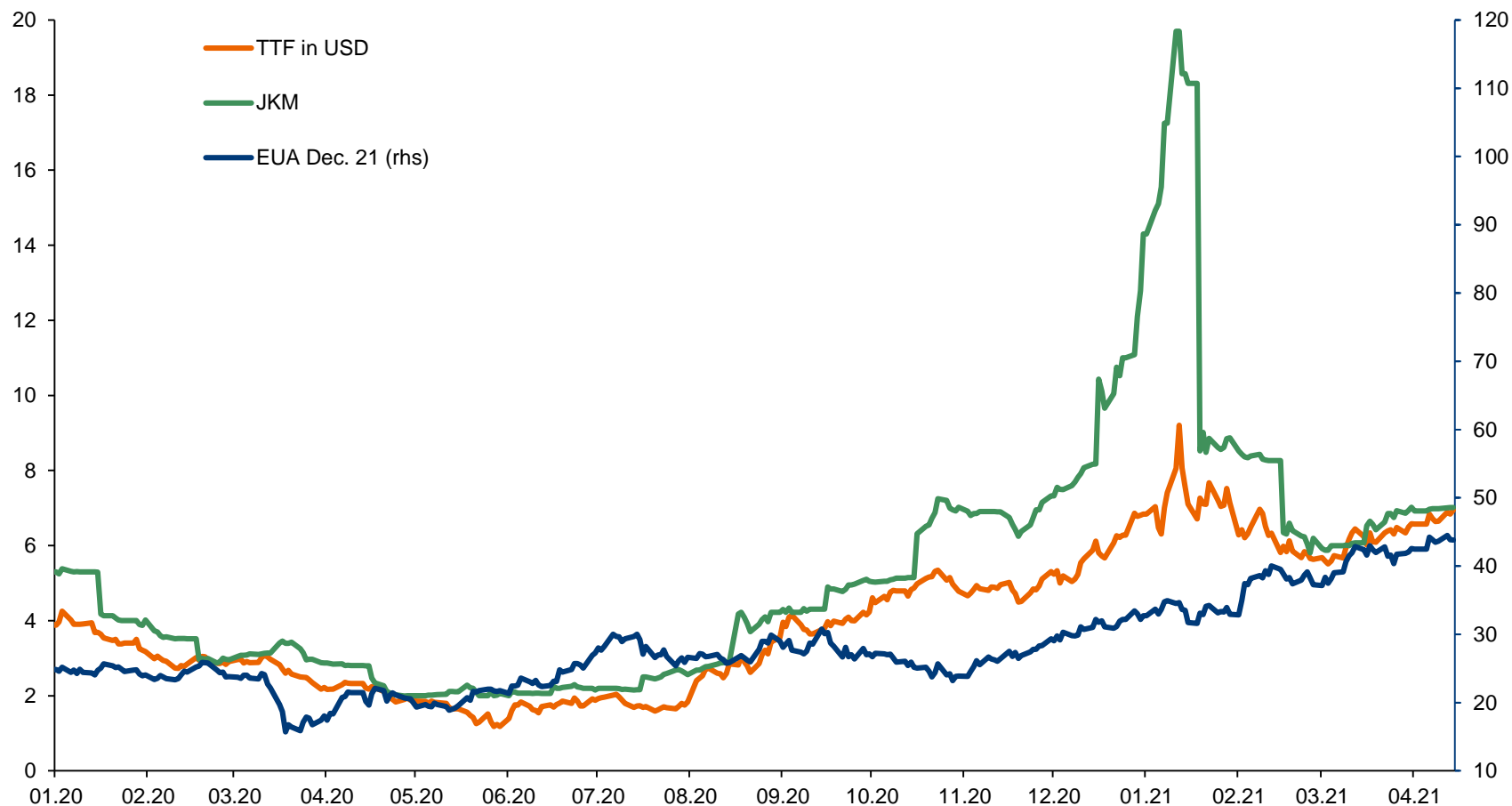
# Brent in USD/barile



Source: Intesa Sanpaolo on Bloomberg data

# Cambiamenti strutturali sul mercato del gas

TTF (benchmark europeo, qui prezzato in USD/MMBtu) guidato da CO2 (EUA future in EUR/ton) e JKM LNG (benchmark in Asia, in USD/MMBtu)



Source: Intesa Sanpaolo on Bloomberg data



# TTF in EUR/MWh

## TTF in EUR/ton, future sul primo mese



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Cosa attenderci nei prossimi mesi?

## ■ Petrolio e comparto energetico

- I mercati petroliferi sono ben supportati dagli interventi dell'OPEC+ e dalle tensioni geopolitiche. Le quotazioni di gas ed elettricità dovrebbero diminuire per fattori stagionali, pur mantenendosi elevati anche nei trimestri centrali dell'anno.
- Top picks: Brent, WTI e CO2.**

## ■ Metalli industriali

- Manteniamo una view positiva sui metalli non ferrosi, mentre le quotazioni di acciaio e ferro dovrebbero diminuire a fronte dell'atteso tightening in Cina e dei più stringenti controlli ambientali.
- Top picks: rame, nickel.**

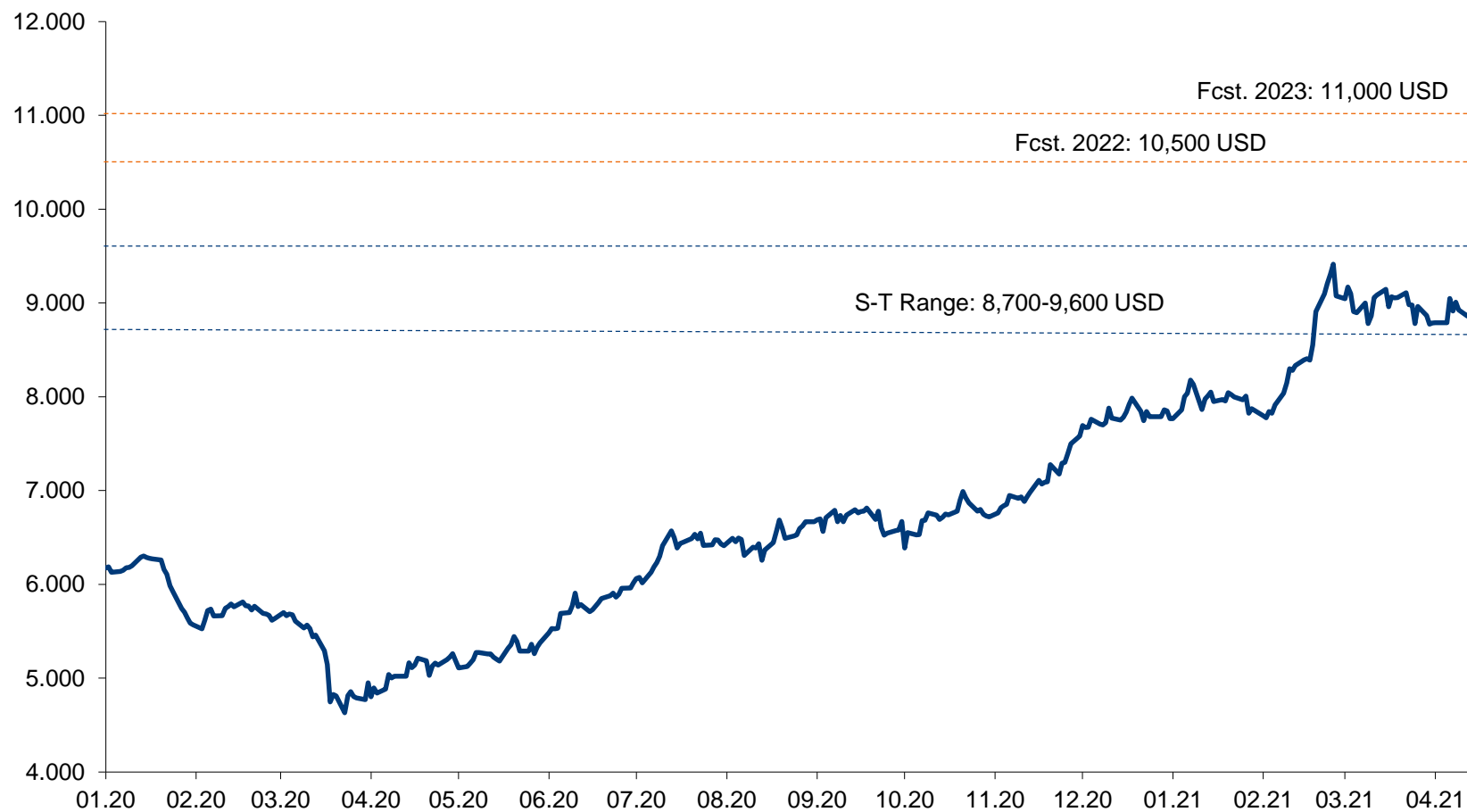
## ■ Metalli preziosi

- Il ciclo macroeconomico non è favorevole all'oro, mentre argento, platino e palladio dovrebbero ancora beneficiare di un rialzo nella domanda industriale.
- Top picks: argento, platino.**

## ■ Agricoli

- Ci attendiamo un calo generalizzato delle quotazioni dei cereali per l'allentamento delle preoccupazioni relative a rischi metereologici.
- Top pick: caffè Arabica.**

# Rame in USD/ton



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Cosa attenderci nei prossimi mesi?

## ■ Petrolio e comparto energetico

- I mercati petroliferi sono ben supportati dagli interventi dell'OPEC+ e dalle tensioni geopolitiche. Le quotazioni di gas ed elettricità dovrebbero diminuire per fattori stagionali, pur mantenendosi elevati anche nei trimestri centrali dell'anno.
- **Top picks: Brent, WTI e CO2.**

## ■ Metalli industriali

- Manteniamo una view positiva sui metalli non ferrosi, mentre le quotazioni di acciaio e ferro dovrebbero diminuire a fronte dell'atteso tightening in Cina e dei più stringenti controlli ambientali.
- **Top picks: rame, nickel.**

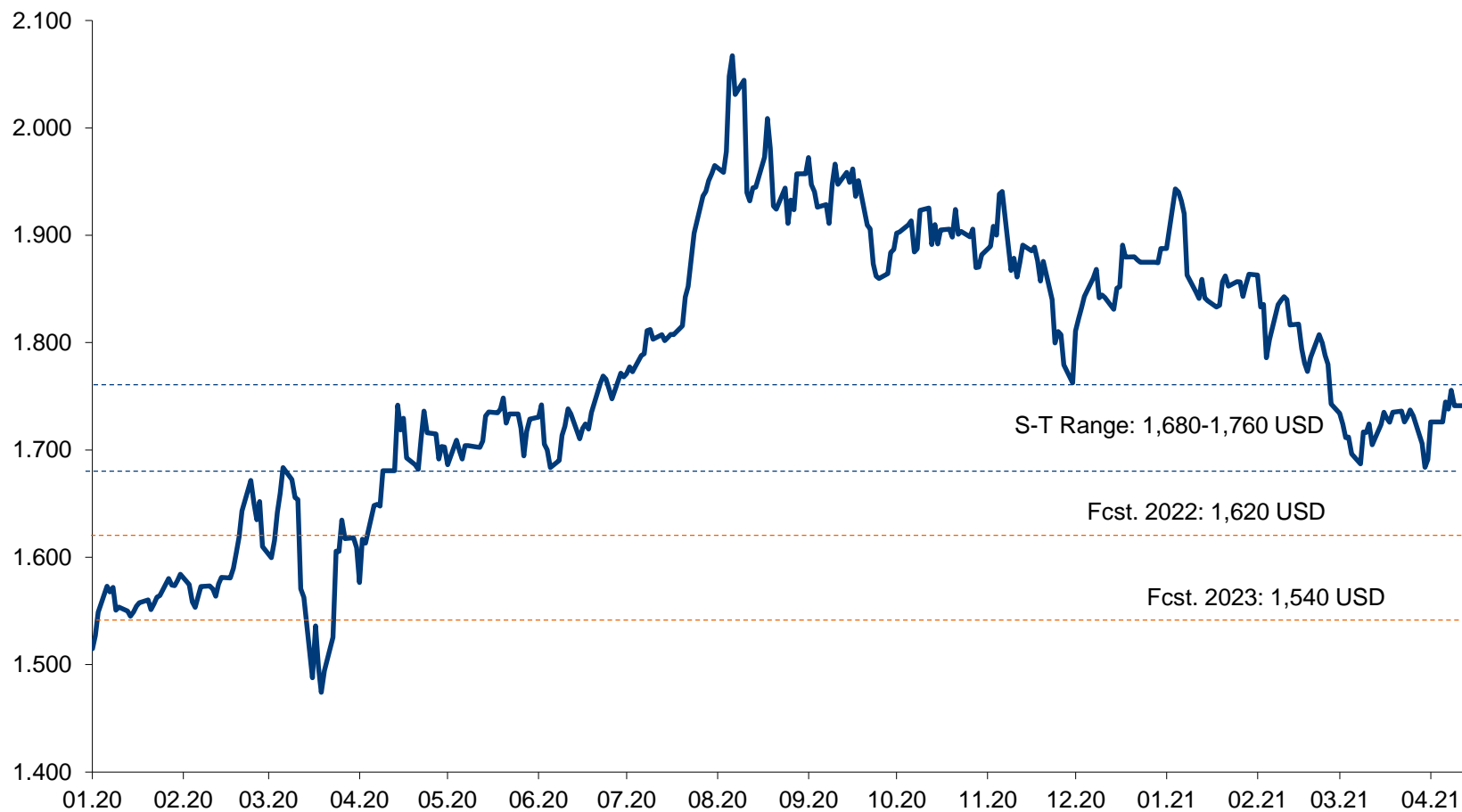
## ■ Metalli preziosi

- Il ciclo macroeconomico non è favorevole all'oro, mentre argento, platino e palladio dovrebbero ancora beneficiare di un rialzo nella domanda industriale.
- **Top picks: argento, platino.**

## ■ Agricoli

- Ci attendiamo un calo generalizzato delle quotazioni dei cereali per l'allentamento delle preoccupazioni relative a rischi metereologici.
- **Top pick: caffè Arabica.**

# Oro in USD/oz



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Cosa attenderci nei prossimi mesi?

## ■ Petrolio e comparto energetico

- I mercati petroliferi sono ben supportati dagli interventi dell'OPEC+ e dalle tensioni geopolitiche. Le quotazioni di gas ed elettricità dovrebbero diminuire per fattori stagionali, pur mantenendosi elevati anche nei trimestri centrali dell'anno.
- **Top picks: Brent, WTI e CO2.**

## ■ Metalli industriali

- Manteniamo una view positiva sui metalli non ferrosi, mentre le quotazioni di acciaio e ferro dovrebbero diminuire a fronte dell'atteso tightening in Cina e dei più stringenti controlli ambientali.
- **Top picks: rame, nickel.**

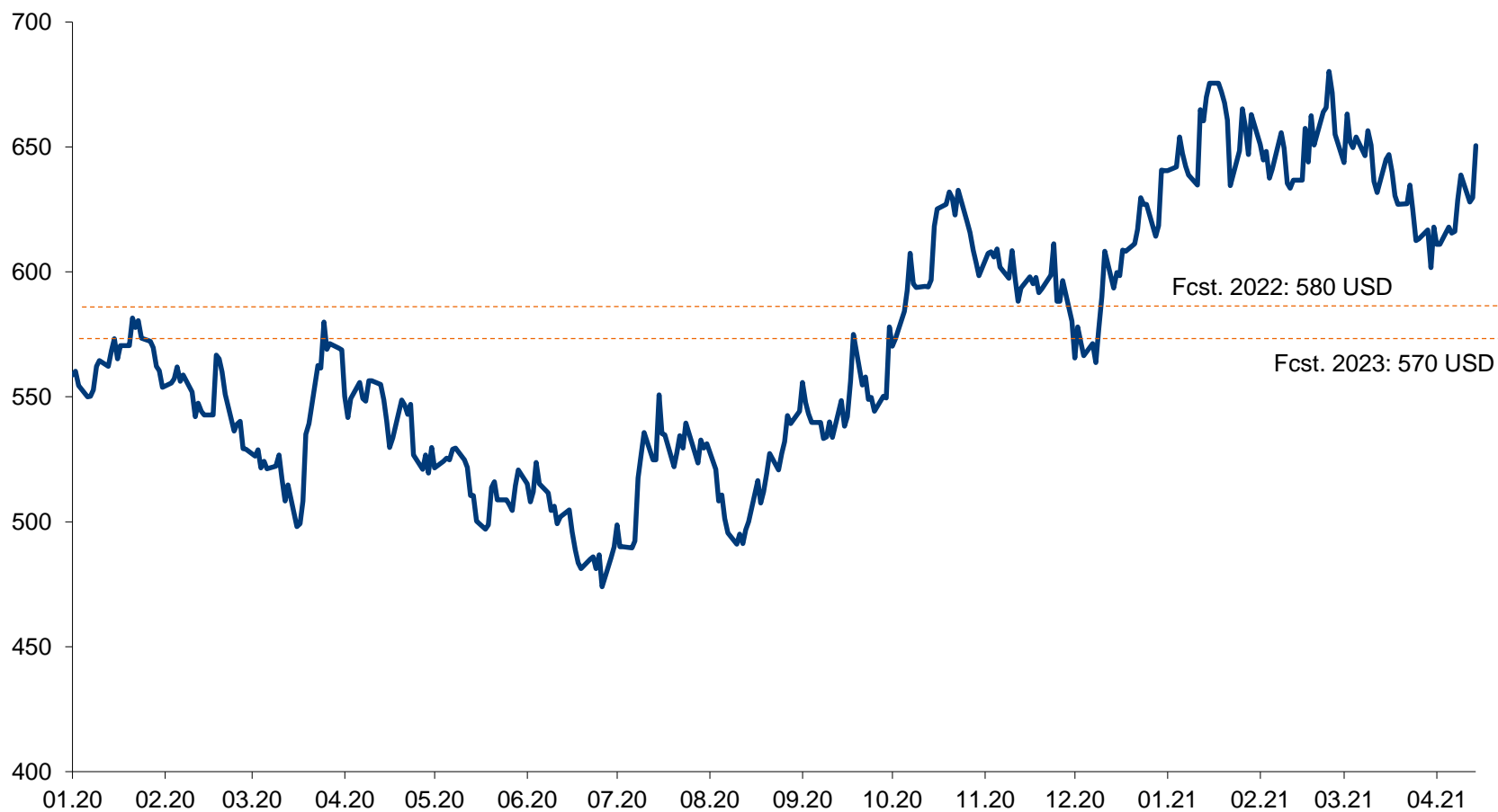
## ■ Metalli preziosi

- Il ciclo macroeconomico non è favorevole all'oro, mentre argento, platino e palladio dovrebbero ancora beneficiare di un rialzo nella domanda industriale.
- **Top picks: argento, platino.**

## ■ Agricoli

- Ci attendiamo un calo generalizzato delle quotazioni dei cereali per l'allentamento delle preoccupazioni relative a rischi metereologici.
- **Top pick: caffè Arabica.**

# Frumento in USD/bushel



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

# Previsioni

PREVISIONI AL	12/03/2021	14/04/2021	2Q21	3Q21	2021	2022	2023
CO1 Comdty	ICE BRENT	66,3	70,0	72,0	68,8	75,0	76,0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	63,2	68,0	70,0	66,8	73,0	74,0
TTFG1MON Comdty	TTF NATURAL GAS	19,8	18,0	18,2	18,7	19,8	20,5
MOZ21 Comdty	EUA	43,8	44,0	46,0	43,8	50,0	55,0
GOLDLNPM Index	LME GOLD	1.748	1.720	1.700	1.730	1.620	1.540
SLVRLND Index	LME SILVER	25,0	27,5	27,8	27,5	29,5	30,8
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	1.180	1.200	1.240	1.215	1.300	1.350
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	2.689	2.350	2.400	2.375	2.450	2.500
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	8.900	9.500	9.800	9.425	10.500	11.000
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	2.293	2.160	2.220	2.190	2.275	2.350
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	16.161	16.800	17.800	17.750	19.200	20.200
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2.786	2.850	2.950	2.900	3.080	3.120
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	171	162	158	160	150	143
JBO1 Comdty	LME SCRAP	437	430	420	425	400	390
C 1 Comdty	CBOT CORN	594	540	520	525	485	480
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	648	630	610	620	580	570
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA	132	135	138	136	142	143

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, formulate il 12/03/2021, in valuta di quotazione



## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

(1)Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;

(2)Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

### Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite il sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

## Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve 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.

## Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

## Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

## 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 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – 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. all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

### Studio redatto da :

Daniela Corsini, CFA, Rates, FX & Commodities Research

Contatti: [daniela.corsini@intesasanpaolo.com](mailto:daniela.corsini@intesasanpaolo.com)