

L'attuale rialzo dei prezzi delle materie prime: genesi, caratteristiche e prospettive

Daniela Corsini, CFA

Senior Economist

Rates, FX & Commodities Research

27 settembre 2021

Agenda

1 Materie prime e ciclo macroeconomico

2 Petrolio

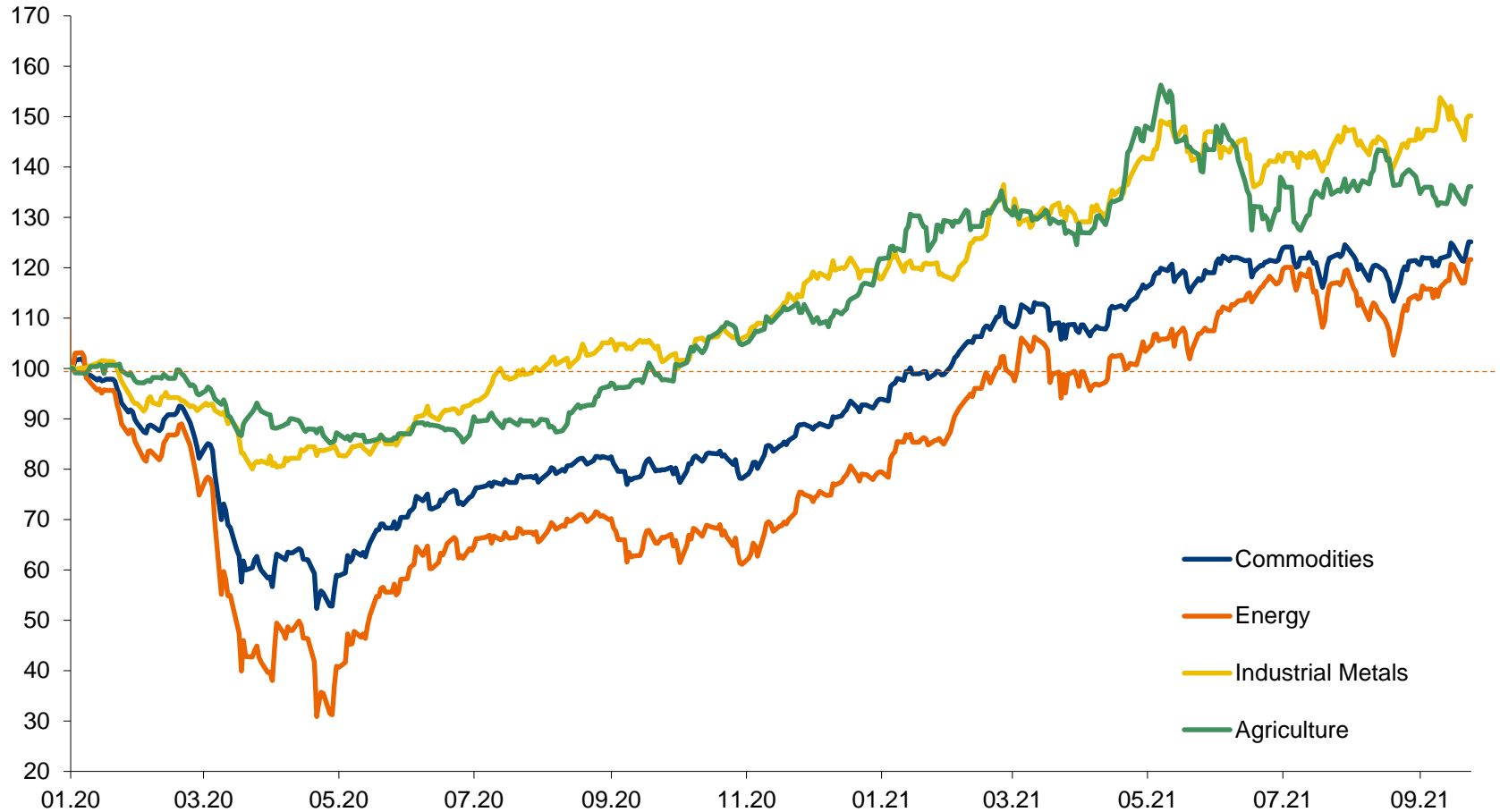
3 Comparto energetico

4 Metalli industriali

5 Previsioni

Circa 18 mesi di significativi e diffusi rialzi

Selezionati indici di commodity, prezzi spot (dic. 2019=100)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Sino a metà 2021, una tempesta perfetta

- **Sinora, i rialzi sono stati sostenuti sia da un favorevole scenario macroeconomico...**
 - Nei primi 12 mesi: **ripresa** della crescita mondiale; **politiche monetarie e fiscali** ultra-espansive; **debolezza del dollaro** americano nel 2020; **rincari** della componente energia;

 - **...sia da fattori di natura transitoria.**
 - **Mutamenti nei consumi; colli di bottiglia** a produzione e trasporti; **bassi livelli di scorte** lungo le filiere.
- **Mercati tesi:** la **scarsità di offerta sul mercato fisico** resta un problema significativo in molte filiere.
 - **L'improvviso rialzo della domanda è stato troppo ampio e veloce per essere compensato dall'offerta**, la cui risposta è rallentata da **gravi problemi logistici**.

Ora, emergono alcuni segnali di debolezza

■ Il **recente indebolimento della congiuntura** macroeconomica dovrebbe avere **natura transitoria** e, in futuro, **la crescita dovrebbe consolidarsi**.

■ Tuttavia, restano alcuni **importanti rischi**:

- **Timori epidemiologici** legati a nuove varianti del virus e bassi tassi di vaccinazione in alcune aree;
- Prossima adozione di **politiche monetarie più restrittive**; rischio di un rafforzamento del dollaro americano superiore alle attese; aumento dell'inflazione (probabilmente temporaneo);
- In **Cina**, le Autorità perseguono molteplici obiettivi: raffreddare i mercati del **credito** e il **settore immobiliare**; riformare alcuni settori per affrontare problemi specifici; contenere i prezzi delle materie prime; ridurre **l'inquinamento** atmosferico;
- **Colli di bottiglia** che influenzano produzione industriale e flussi logistici;
- **Prezzi elevatissimi di gas ed energia** in Europa e Asia.

Rialzi strutturali o transitori?

■ **Non siamo in un nuovo super-ciclo.** Per tutte le commodity, la mano invisibile del **mercato riuscirà gradualmente a ripristinare l'equilibrio:**

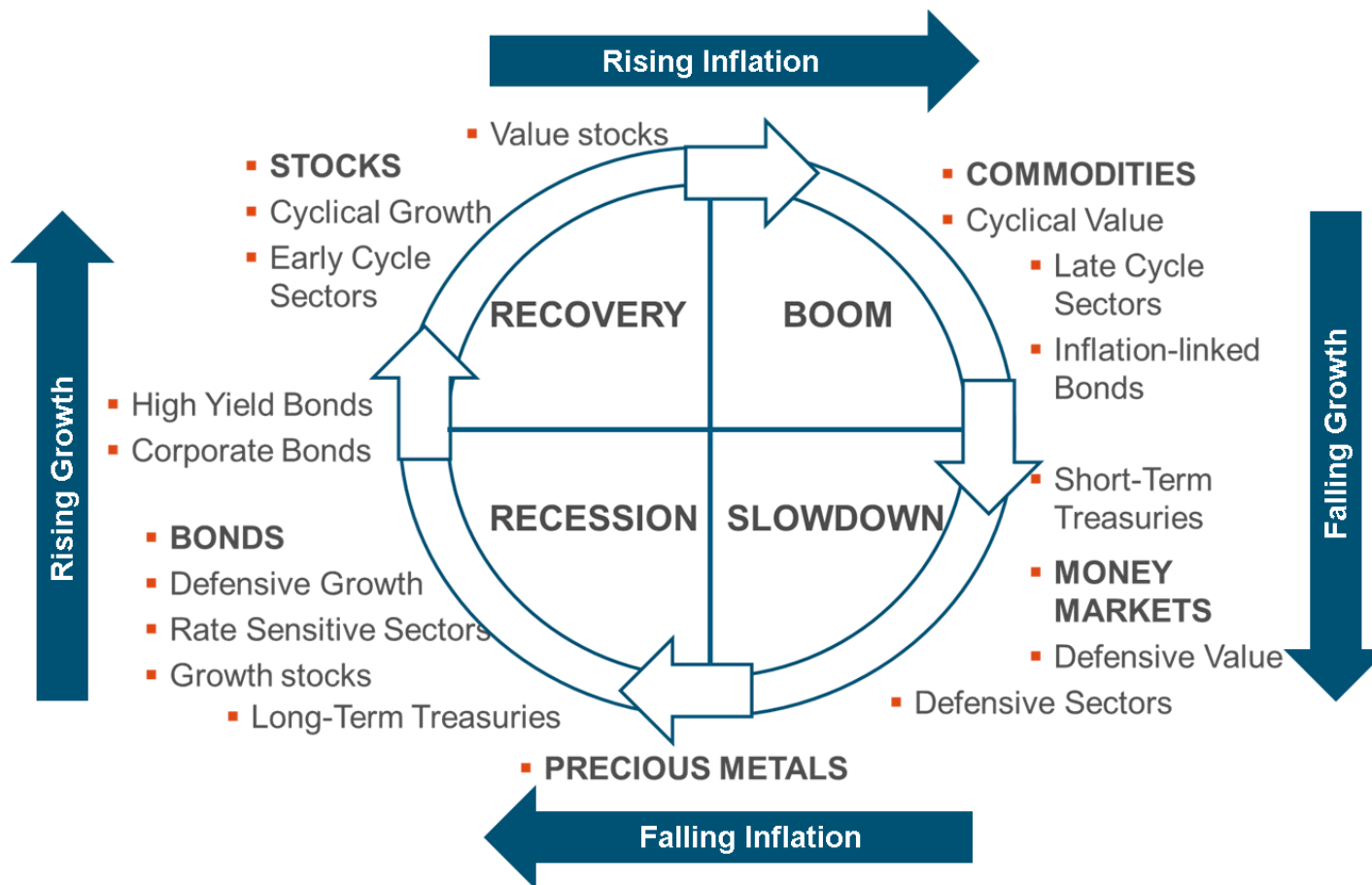
- Gli alti prezzi stanno sollecitando una **risposta sul fronte dell'offerta**, mentre l'**erosione della domanda** e i **progressi tecnologici** potrebbero frenare i consumi di alcune materie prime.
- I processi di adeguamento richiedono tempo e dovremmo prepararci a **quotazioni superiori alla media a cinque anni per un periodo prolungato.**

■ Nei prossimi anni **estenderanno i rialzi solo le commodity favorite da robusti fondamentali:**

- **Offerta limitata** da problemi fisici o decisioni politiche;
- **Domanda in espansione** guidata da:
 - **ripresa** economica e dei consumi;
 - **politiche economiche** che promuovono una «nuova ricostruzione»: da stabilità finanziaria a stabilità sociale; **redistribuzione**; tutela ambientale; **decarbonizzazione**;
 - **Transizione verde**; Environmental, social, and governance (**ESG**) standards.

Il ciclo resta coerente con prezzi elevati delle materie prime...

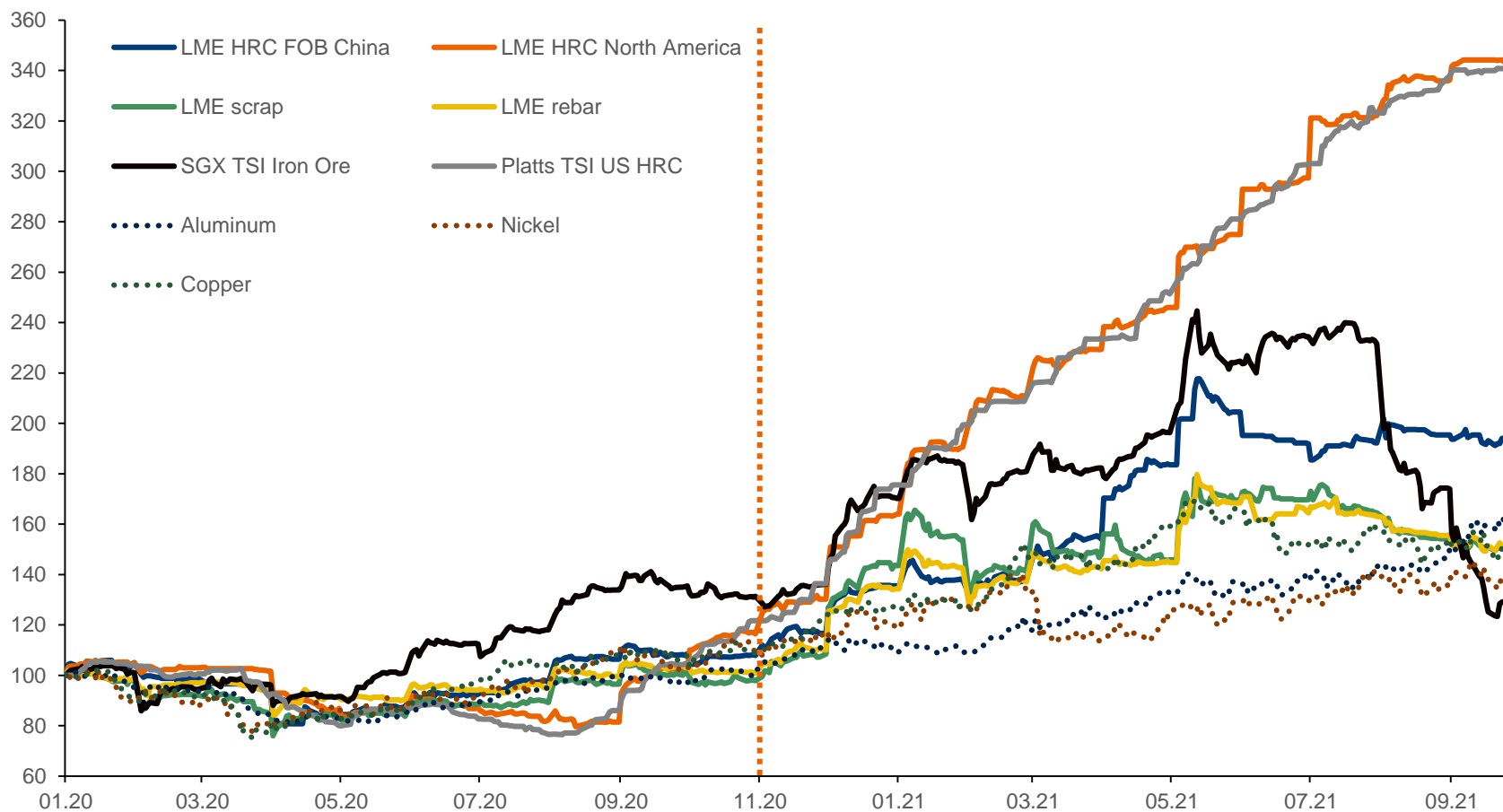
Un famoso modello: Asset allocation clock



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

...ma i driver macro lasciano spazio ai fondamentali

Rendimenti di selezionati metalli industriali e acciaio (Dic. 2019 = 100)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Cosa attenderci nei prossimi mesi?

- **Petrolio: positivi, con cautela.** Il mercato dovrebbe mantenersi vicino all'equilibrio nel 4Q21 e nel 1Q22, per poi tornare in surplus nel 2022. Restiamo cautamente positivi sulle quotazioni e ci attendiamo un moderato potenziale di rialzo a fronte di uno scenario macroeconomico ancora favorevole: la domanda sarà sostenuta dal ritorno della crescita a livelli pre-crisi e dalla progressiva ripresa di scambi commerciali e trasporti.
- **Mercati energetici: l'inverno sta arrivando.** In Europa, depositi di gas notevolmente più vuoti rispetto alla media stagionale destano dubbi sulla stabilità del sistema nell'eventualità di un inverno freddo, che amplificherebbe la domanda di gas per riscaldamento.
- **Metalli industriali: ancora bullish, nonostante difficoltà nel breve termine.** Nel nostro scenario di base, il recente peggioramento del contesto economico globale dovrebbe avere natura transitoria e la crescita dovrebbe consolidarsi in futuro. Per questo motivo, confermiamo la maggior parte delle nostre previsioni a lungo termine sui metalli industriali. I metalli non-ferrosi dovrebbero continuare a sovraperformare ferro e acciaio.

Agenda

1 Materie prime e ciclo macroeconomico

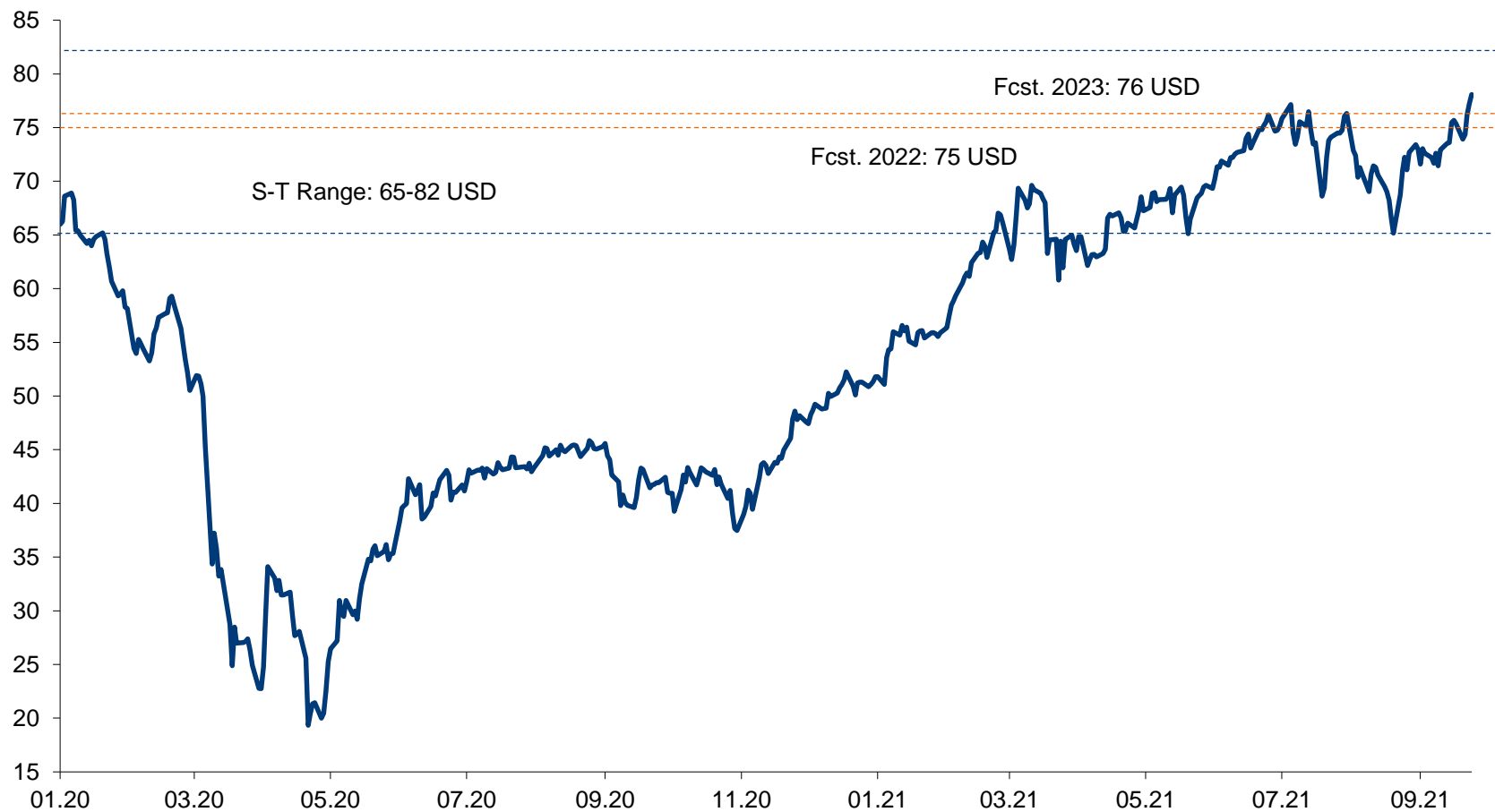
2 **Petrolio**

3 Comparto energetico

4 Metalli industriali

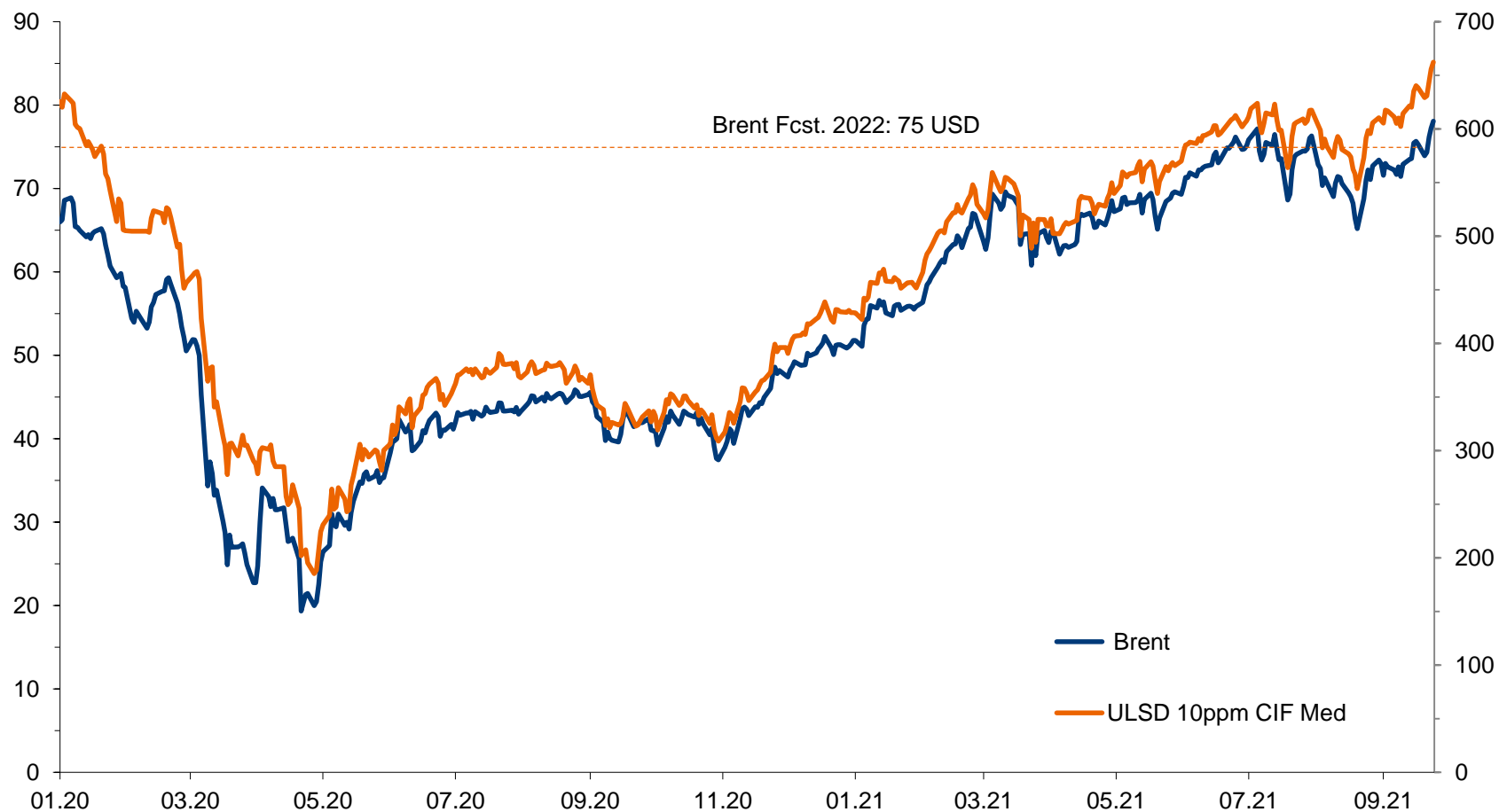
5 Previsioni

Brent in USD/barile



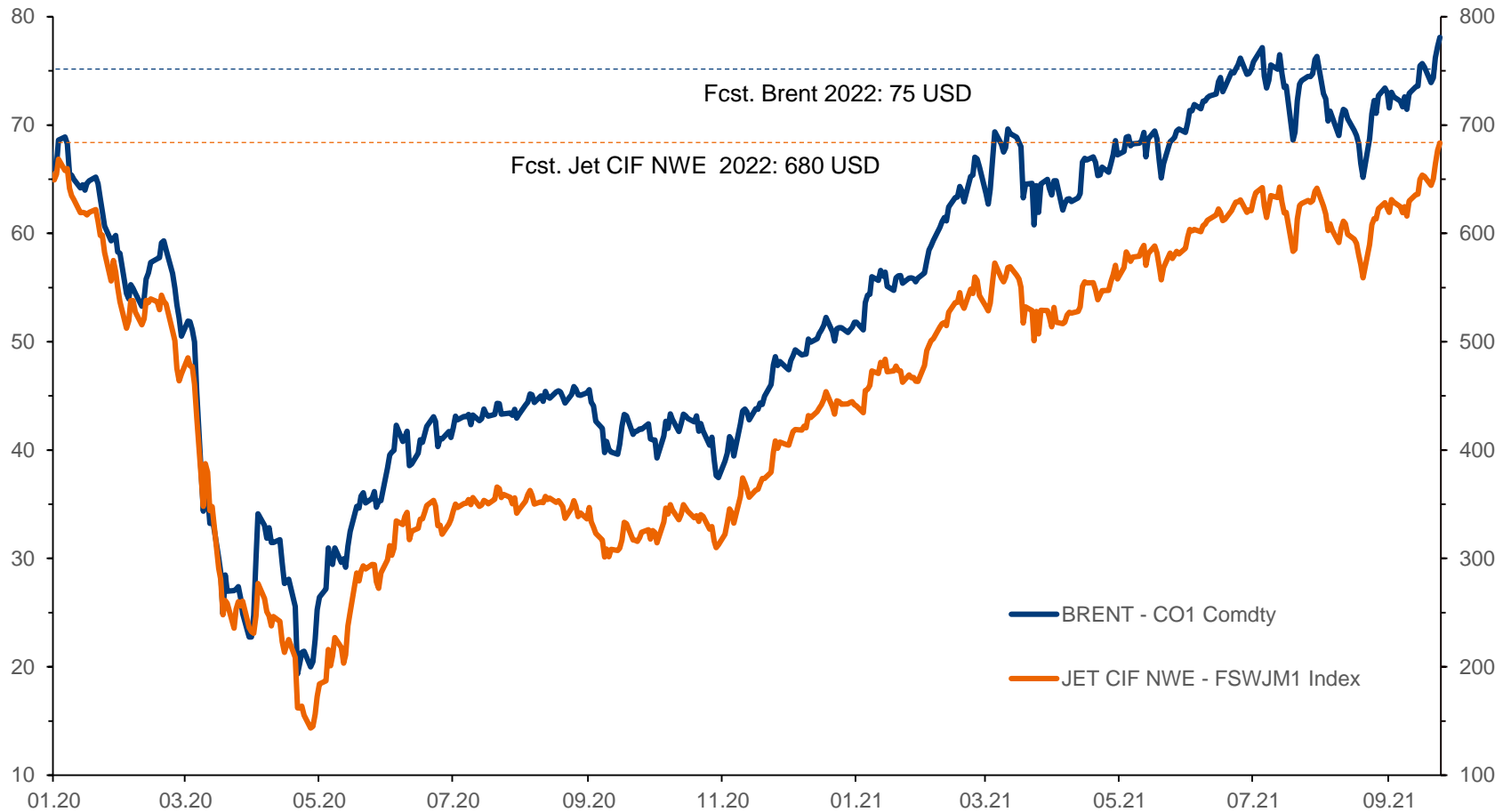
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gasolio in USD/ton



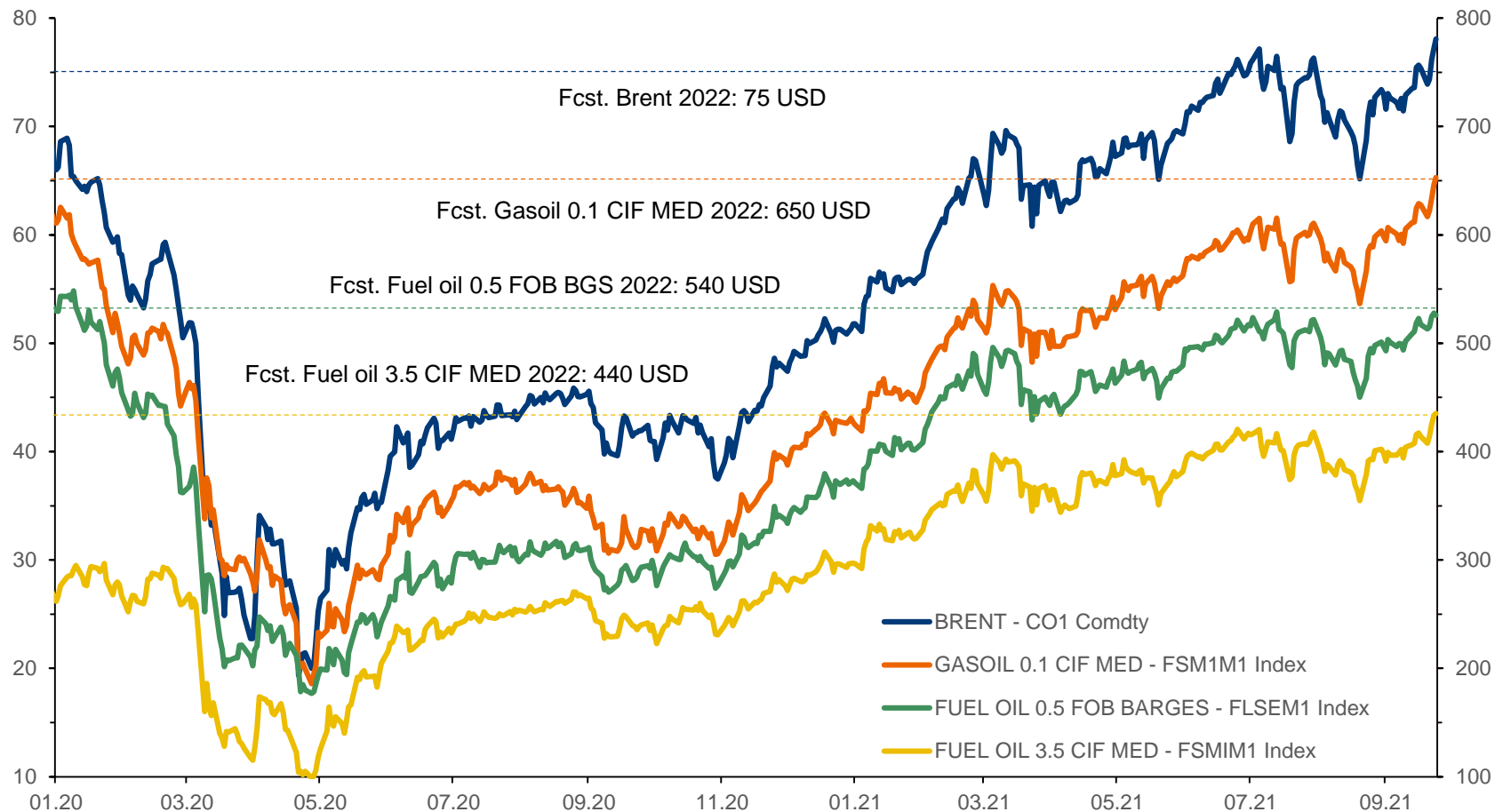
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent vs. Jet CIF NWE in USD/ton (scala destra)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent vs. marine fuels in USD/ton (scala destra)



Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Agenda

1 Materie prime e ciclo macroeconomico

2 Petrolio

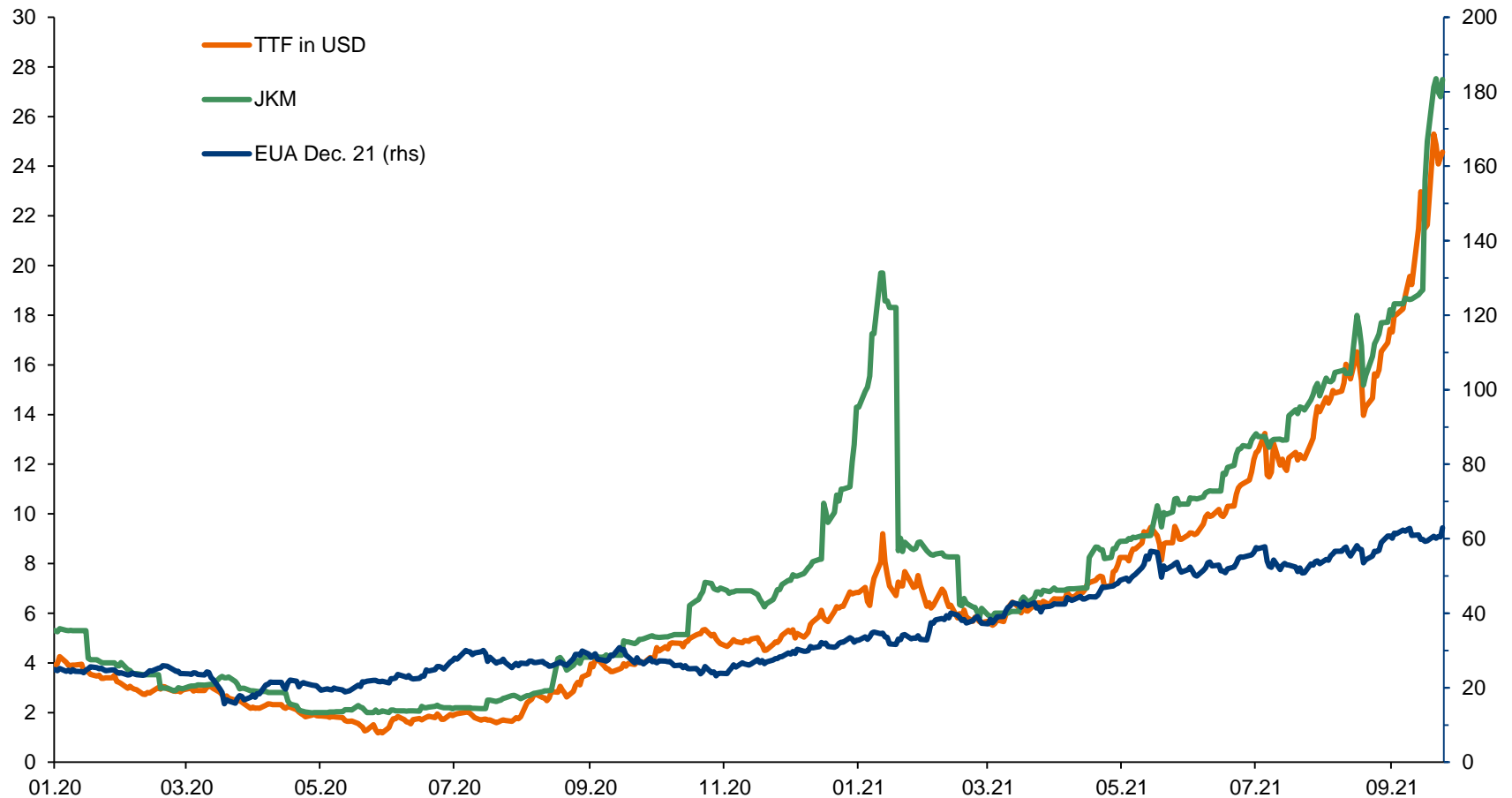
3 Comparto energetico

4 Metalli industriali

5 Previsioni

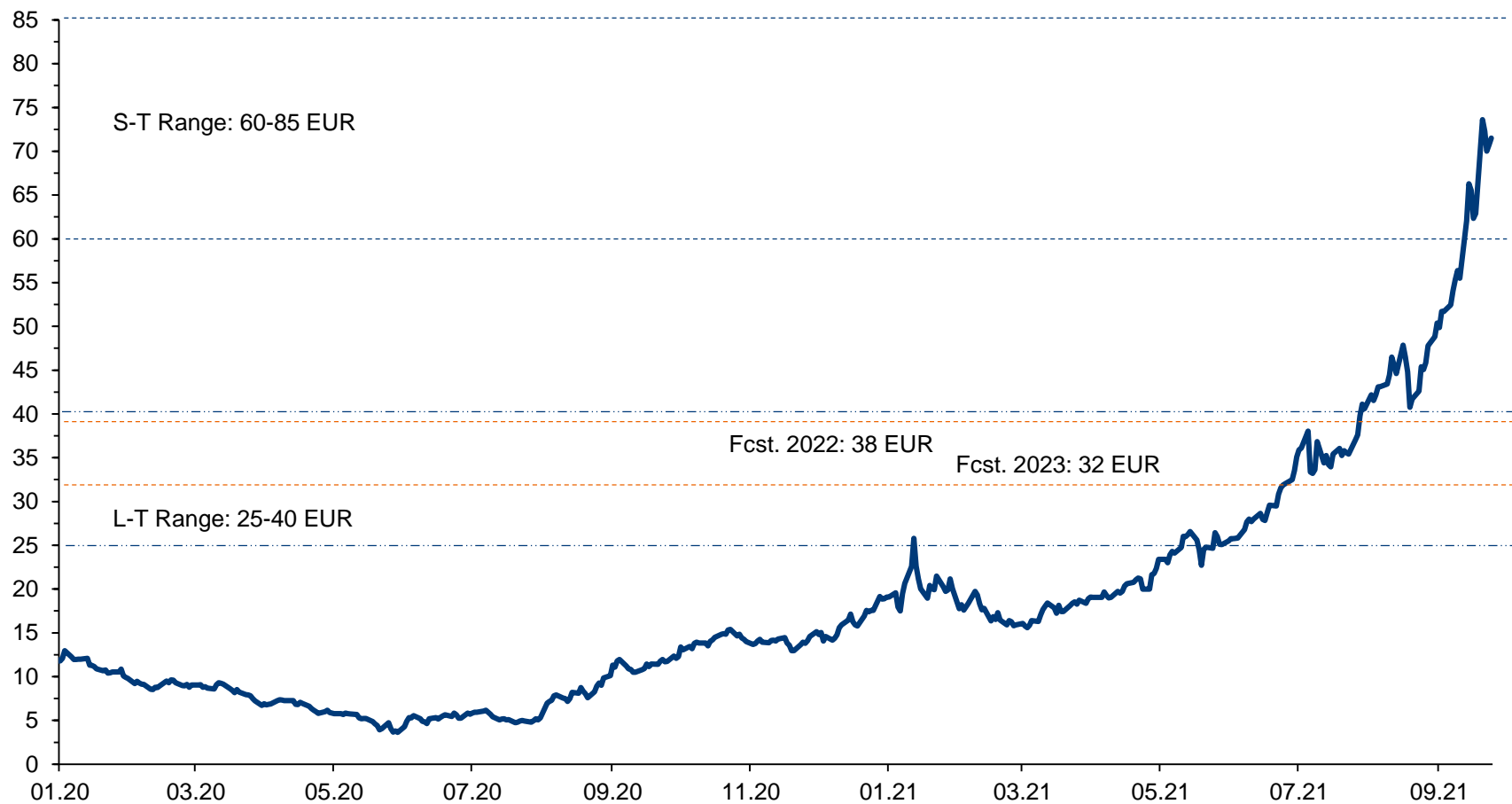
L'inverno sta arrivando

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)



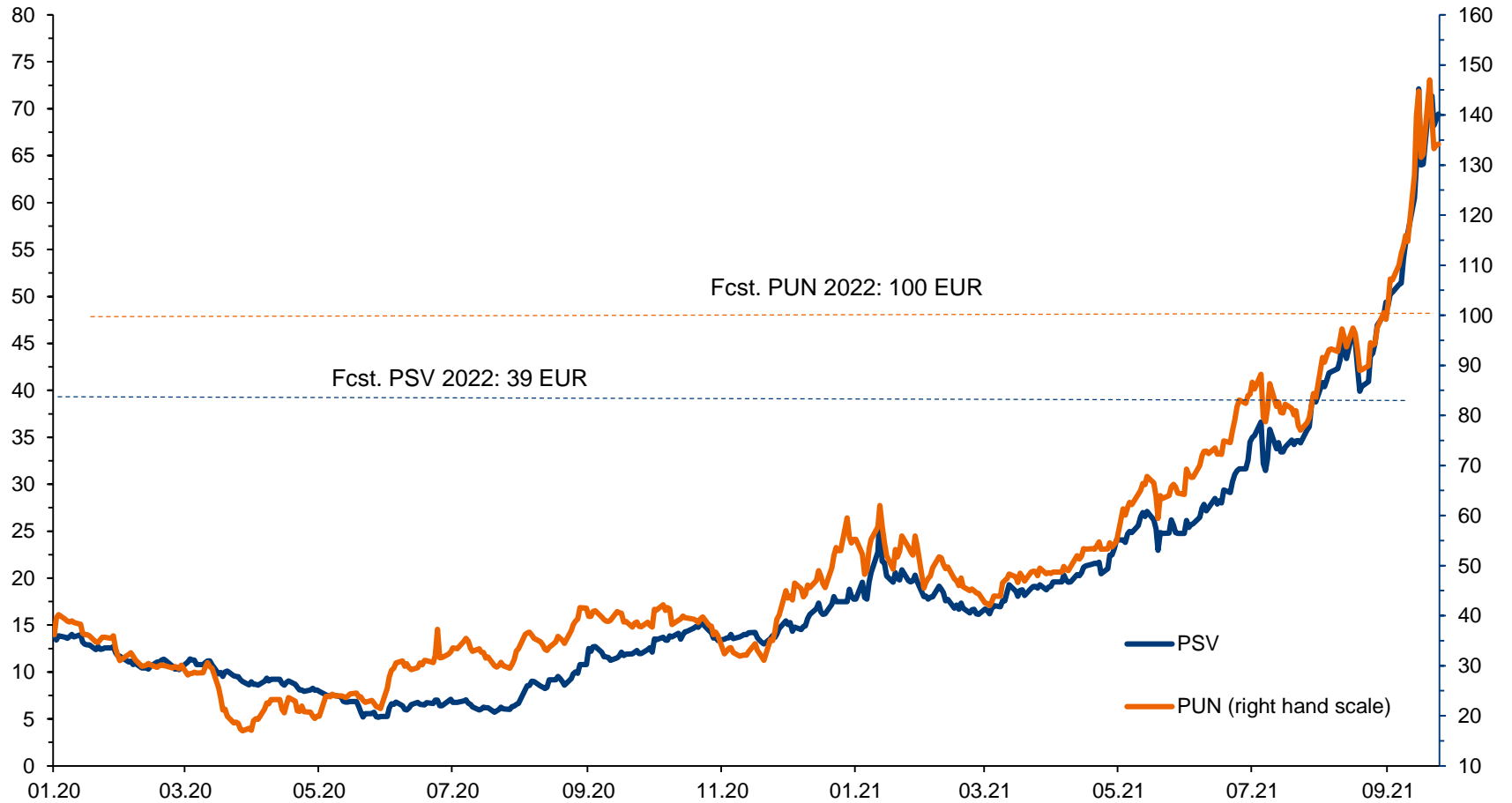
Fonte: Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

TTF in EUR/MWh



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

PSV e PUN in EUR/MWh



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

EUA in EUR/ton



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Agenda

1 Materie prime e ciclo macroeconomico

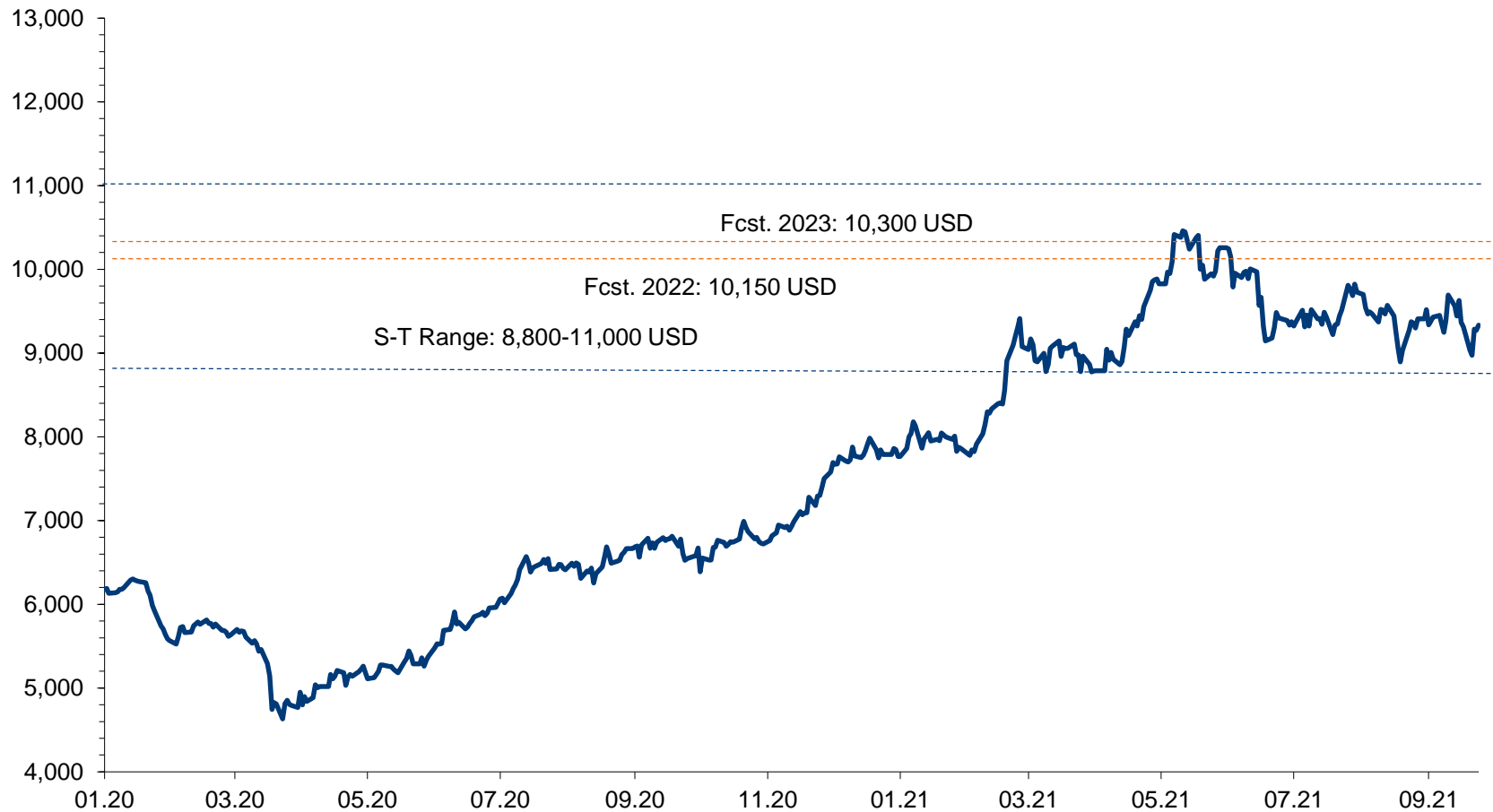
2 Petrolio

3 Comparto energetico

4 **Metalli industriali**

5 Previsioni

Rame in USD/ton



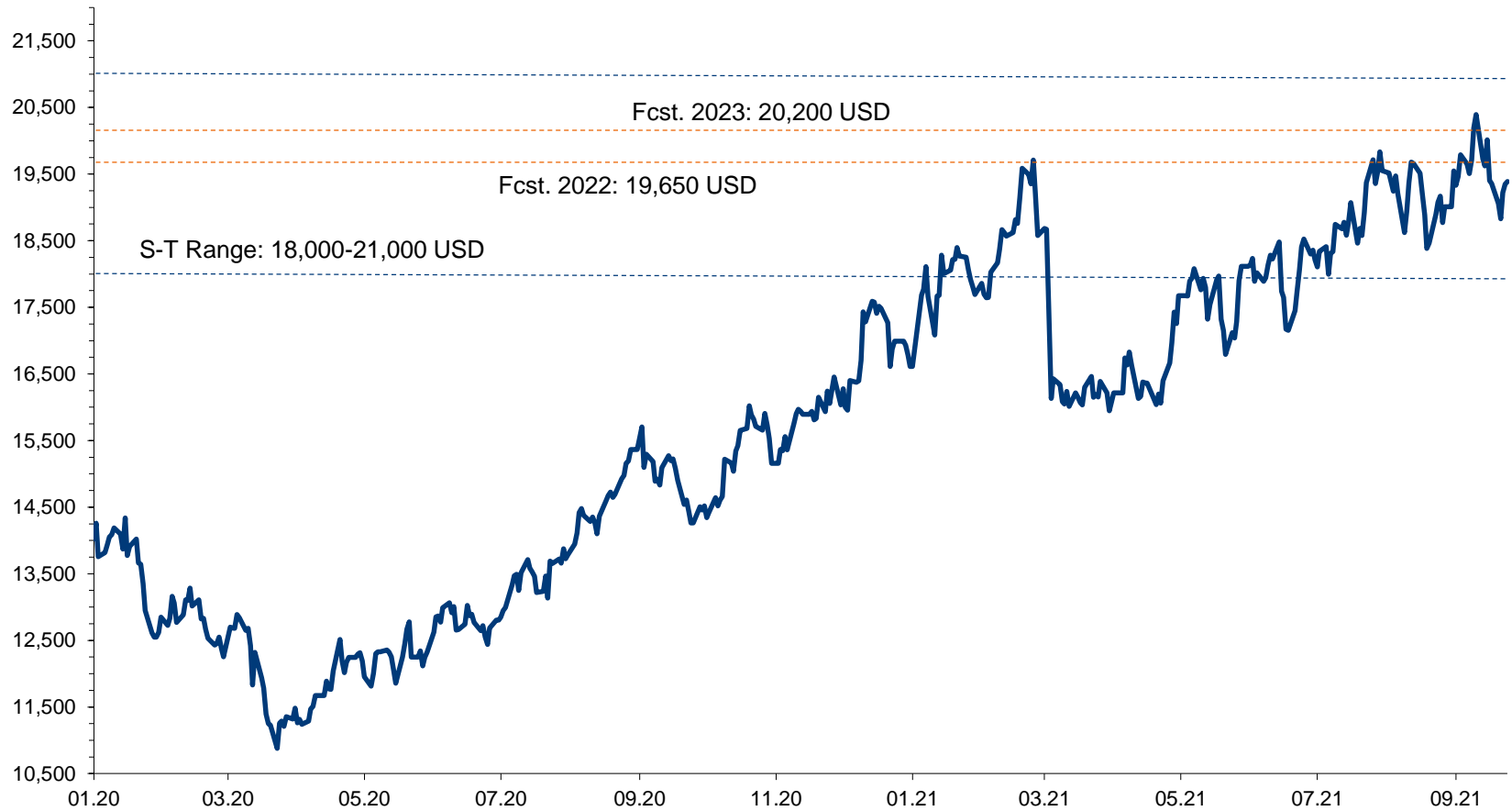
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Alluminio in USD/ton



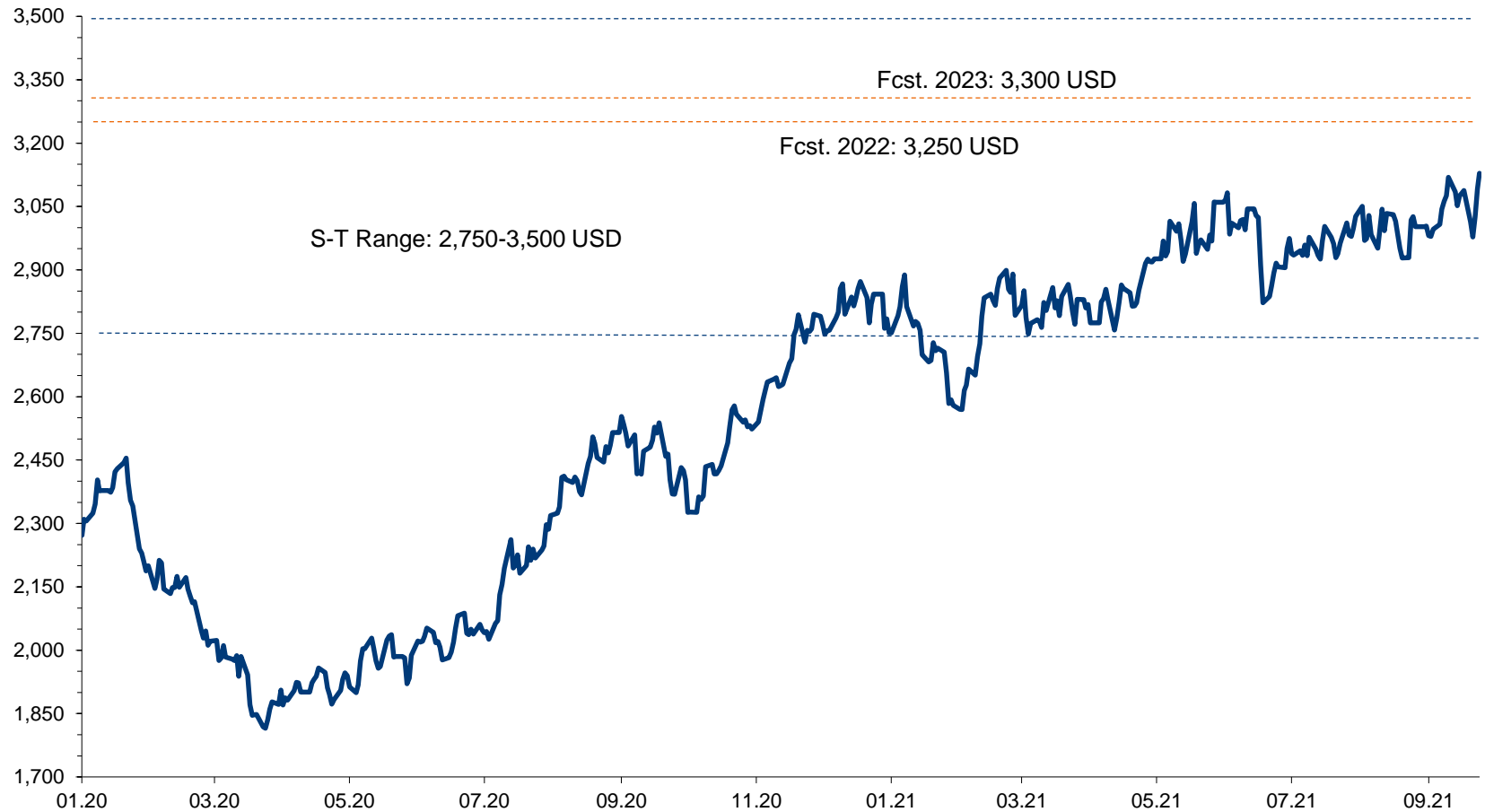
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nickel in USD/ton



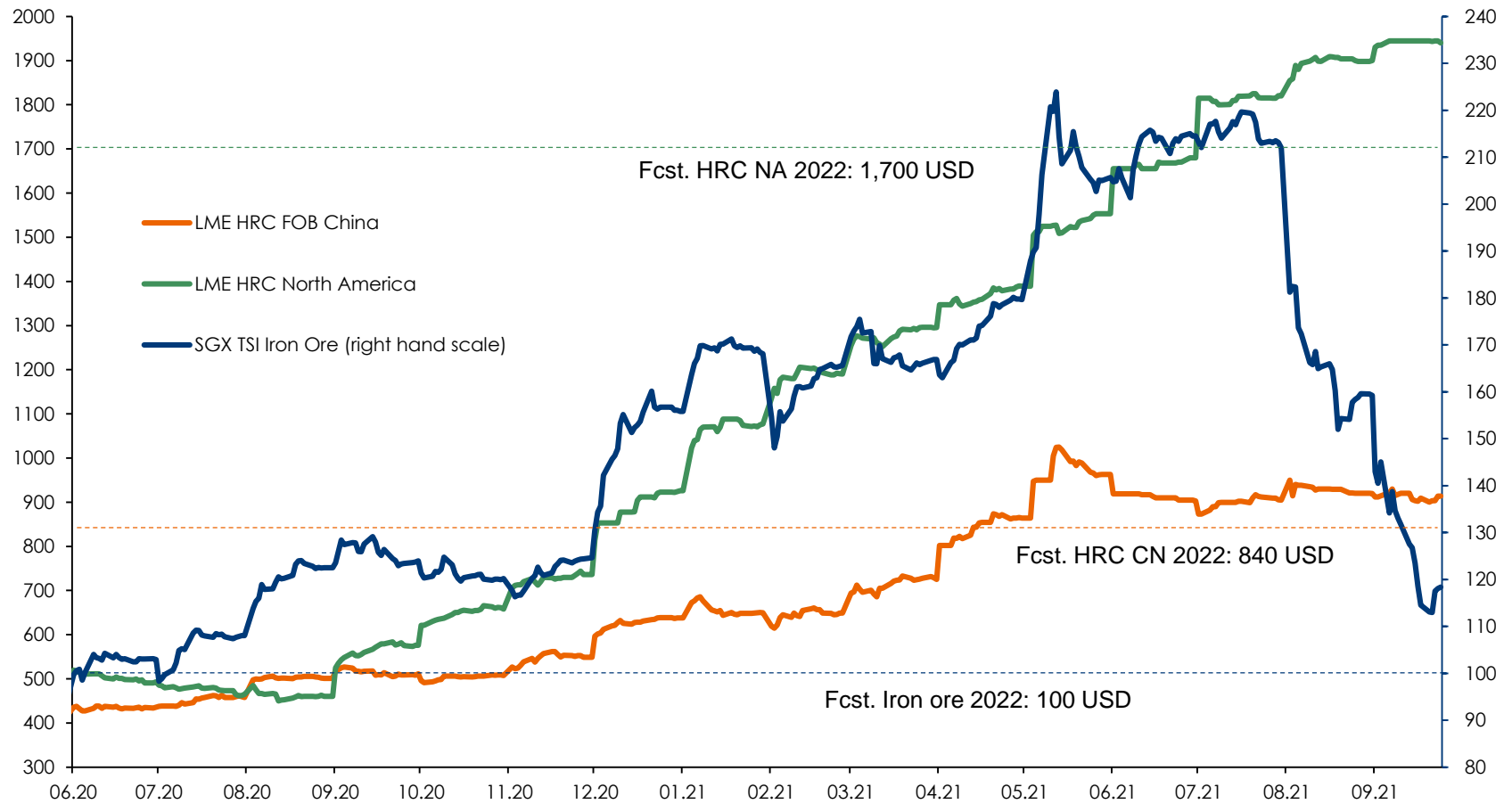
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Zinco in USD/ton



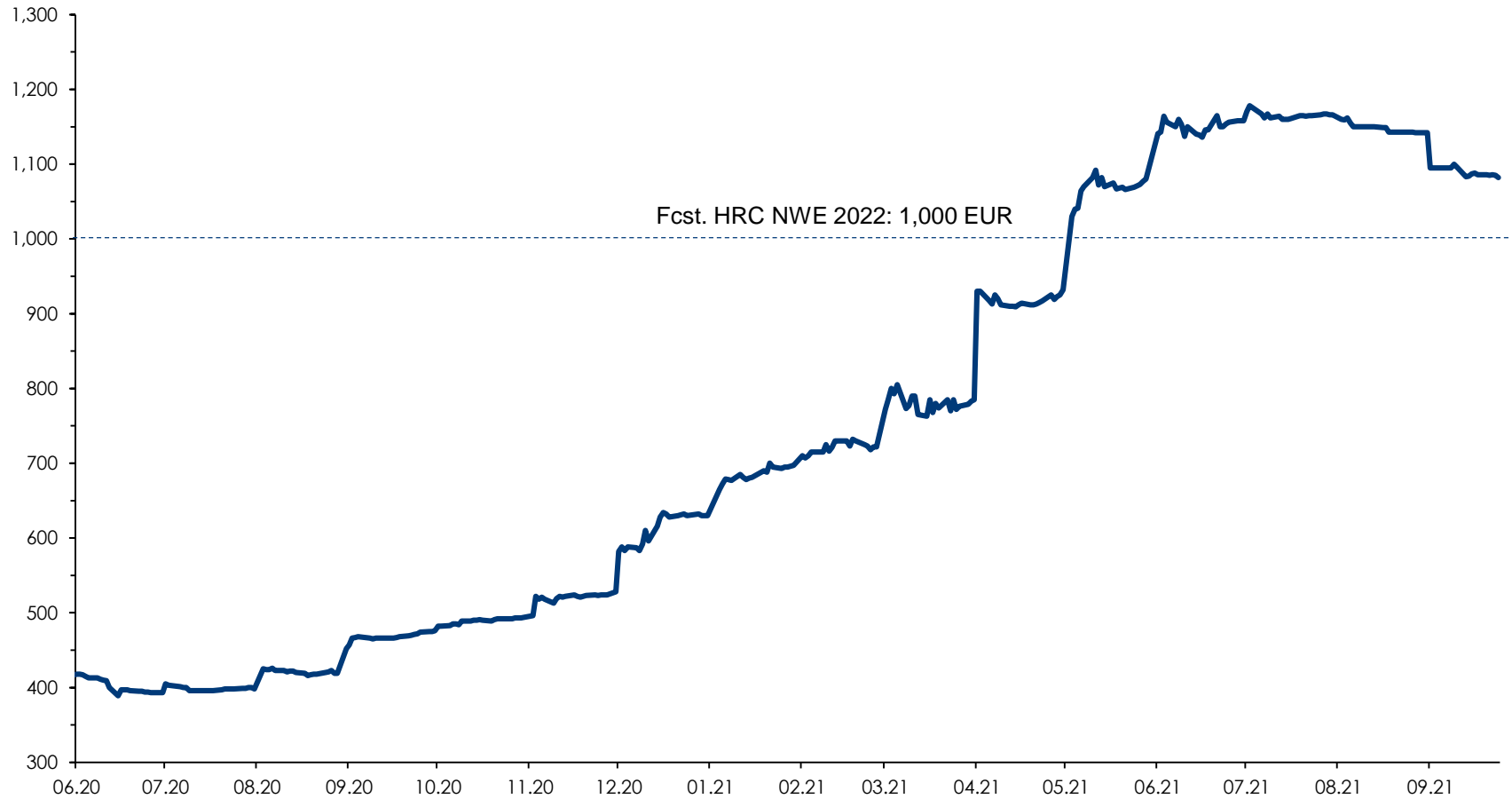
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

LME HRC e ferro in USD/ton



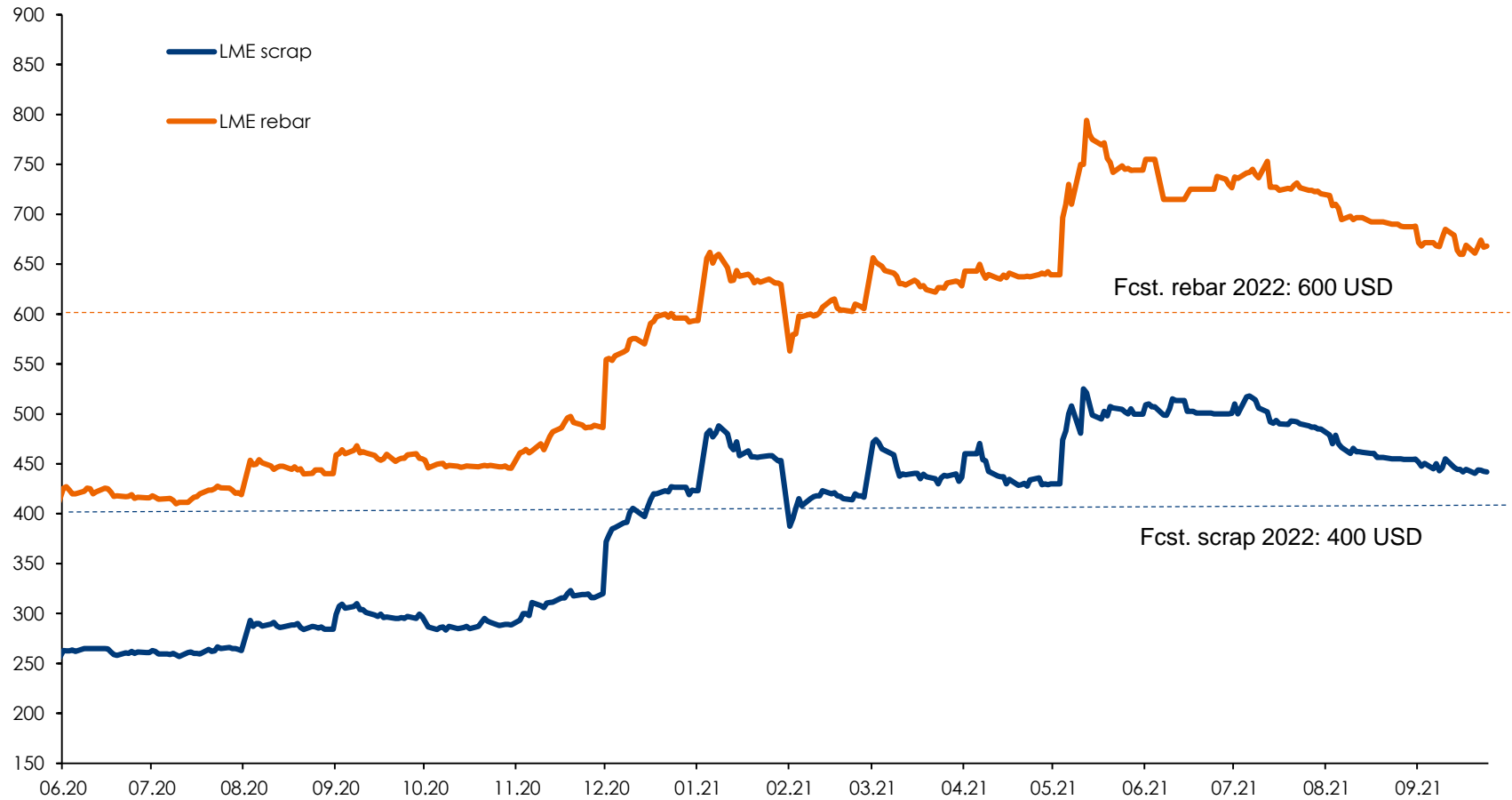
Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

CME HRC in EUR/ton



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

LME scrap e rebar in USD/ton



Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Agenda

1 Materie prime e ciclo macroeconomico

2 Petrolio

3 Comparto energetico

4 Metalli industriali

5 Previsioni

Previsioni

PREVISIONI AL 20.09.2021		23.09.2021	4Q21	2021	2022	2023
CO1 Comdty	ICE BRENT	77	73	69	75	76
TTFG1MON Comdty	TTF NATURAL GAS	71	60	38	38	32
PSVG1MON Comdty	PSV NATURAL GAS	69	61	38	39	32
ITP2 Comdty	PUN	167	124	93	100	94
MOZ21 Comdty	EUA	61	64	52	68	70
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	9,274	9,500	9,292	10,150	10,300
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	2,950	2,800	2,491	2,800	2,850
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	19,351	19,400	18,394	19,650	20,200
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	3,091	3,100	2,962	3,250	3,300
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	118	105	161	100	95
HUS1 Comdty	LME HRC North America	1,945	1,800	1,599	1,700	1,650
HER1 Comdty	CME HRC NWE	1,085	1,100	1,006	1,000	980
LCY1 Comdty	LME HRC FOB China	914	900	848	840	800
JBP1 Comdty	LME REBAR	667	680	677	600	580
JBO1 Comdty	LME SCRAP	443	440	458	400	390

Fonte: previsioni Intesa Sanpaolo, 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 separatezza 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