

## Commodity: trascinate al ribasso dal forte calo del petrolio

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo ma prezzi su livelli target decisamente più bassi rispetto a un mese fa.** Gli operatori restano preda dei timori di un surplus eccessivo a fronte del calo generalizzato della domanda. Il rallentamento delle attività produttive causato dalla pandemia sta incidendo sulla domanda di energia in maniera forte, come certificato da EIA, IEA e OPEC, e a questo quadro si aggiunge il tema specifico dell'aumento delle scorte negli Stati Uniti che continua a premere sui prezzi del petrolio WTI, ormai ai livelli minimi dal 1999, zavorrando ogni tentativo di recupero strutturale e con il sito di stoccaggio di Cushing al limite della saturazione. Questo, a nostro avviso, è quello che pesa maggiormente sul comparto petrolifero americano. Il petrolio sconta uno scenario di recessione globale molto profonda, un calo generalizzato della domanda e, infine, un surplus di offerta in costante ascesa, alimentato dai comportamenti opportunistici di Russia e Arabia Saudita.

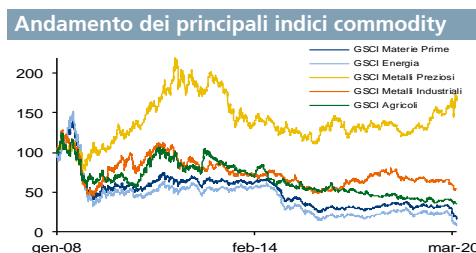
**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Positivo nel medio-lungo termine.** Non muta, dal mese scorso, il quadro prospettico sui Metalli Preziosi: il comparto è mosso dalla fortissima volatilità di breve, che rende arduo dare un'indicazione diversa dalla cautela. L'oro ha visto nuovi massimi di breve in area 1.700 dollari, complice uno scenario di ritorno agli acquisti nei portafogli degli investitori più a medio termine. Situazione che gli consentirà, senza però eccessivi *spike* rialzisti, di tornare a svolgere il ruolo di bene rifugio per eccellenza, anche se il tema della "consegna del fisico" inizia ad essere un fattore frenante, confermando un certo svantaggio nei confronti del dollaro. Nel lungo termine persiste un cauto ottimismo su oro e argento mentre, fra i preziosi di taglio più industriale, permane l'attesa relativa alle reali conseguenze del *lockdown* sulla crescita economica. La volatilità e il dollaro sono pertanto i driver da monitorare maggiormente.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale, coi metalli che non possono evitare di scontare l'ampia recessione economica in arrivo.** L'emergenza sanitaria in corso e il relativo *lockdown* generalizzato di gran parte delle attività produttive hanno accentuato il ribasso dei metalli. Non escludiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di mercato di tutti i metalli, in questo 2° quarto dell'anno, sperando che tutti gli aspetti negativi si scarichino immediatamente e totalmente in questo trimestre. Al contrario, ipotizziamo un moderato recupero dei prezzi a partire dal 3° trimestre, ma solo a patto che l'emergenza sanitaria rientri e vengano sospese le limitazioni a persone ed attività produttive in atto. A questo si deve sommare l'efficacia degli stimoli monetari e fiscali varati da tutti i principali paesi coinvolti, aspetto che ad oggi è solo una speranza e non una concreta evidenza.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Il forte ribasso degli agricoli va di pari passo con quello del petrolio a cui sono strettamente legati. Nel breve l'emergenza ha ridotto gli scambi commerciali, anche a causa della chiusura delle frontiere, accentuando le difficoltà nei trasporti: situazione che inizialmente aveva spinto al rialzo le quotazioni delle materie prime agricole ma che ora invece provoca fortissimi accumuli di derrate alimentari invendute. Pur facendo riemergere una forte consapevolezza circa il valore strategico rappresentato dal cibo e dalla necessità di essere garantito e costantemente approvvigionato, lo shock positivo sui prezzi fatica a concretizzarsi. Dal punto di vista degli investitori, gli Agricoli potrebbero diventare una asset class di investimento speculativo, scommettendo sul fatto che sia la contrazione della lavorazione dei terreni (per il blocco delle persone) sia una veloce erosione delle scorte, possano portare a un deficit di offerta generalizzato.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	22.04.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.296,1	-50,0	-52,5	-59,7
GSCI Energia	142,5	-71,3	-72,4	-78,2
GSCI Met. Preziosi	1.988,2	11,2	25,6	35,1
GSCI Met. Industriali	1.013,6	-16,8	-29,2	-16,1
GSCI Prod. Agricoli	302,7	-13,0	-22,2	-38,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 22.04.2020



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

23 aprile 2020  
14:58 CET  
Data e ora di produzione

23 aprile 2020  
15:03 CET  
Data e ora di prima diffusione

### Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani  
Analista Finanziario

Andrea Volpi  
Analista Finanziario

### Outlook Settoriale\*

	Apr.	Mar.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	+	+
Gasolio	=	=
Oro	+	+
Argento	+	+
Rame	=	=
Alluminio	=	=
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	+	+
Fruento	+	+
Soia	=	=
Cotone	+	+

Nota: (\*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale. Fonte: Refinitiv Datastream

### Performance commodity

(%)	2020	2019
WTI	-77,4	34,46
Brent	-69,1	22,68
Gas Naturale	-11,4	-25,54
Gasolio	-65,5	20,22
Oro	13,5	18,87
Argento	-14,4	15,32
Rame	-16,9	3,50
Alluminio	-16,3	-1,95
Zinco	-17,4	-9,49
Nickel	-14,3	31,20
Mais	-18,1	3,40
Fruento	-2,8	11,03
Soia	-11,5	6,86
Cacao	-7,3	5,13
Zucchero	-26,8	11,55
Caffè	-14,7	27,34
Cotone	-18,5	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream. Dati al 22.04.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 22.04.2020 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: il petrolio sconta il calo della domanda post Covid-19 e un enorme surplus

Generale ribasso delle commodity che scontano la riduzione delle stime di crescita di tutte le maggiori economie mondiali. La virulenza della pandemia in Europa e negli Stati Uniti e il successivo *lockdown* imposto a persone ed attività lavorative hanno immediatamente deteriorato le stime di crescita dei singoli paesi e, in generale, del mondo intero. Le materie prime hanno proseguito il loro ribasso, guidate dai due effetti già elencati il mese scorso: 1) il deterioramento della crescita economica di molti paesi "core", che ha eroso le stime di domanda di risorse di base, in particolare sul petrolio; 2) l'avversione al rischio sui mercati, suscitata dall'emergenza sanitaria, che ha penalizzato tutti gli asset speculativi, come i derivati finanziari delle commodity. Nel World Economic Outlook di aprile il Fondo Monetario Internazionale ha previsto una severa contrazione dell'economia globale nel 2020, la peggiore dalla Crisi del 1929, a causa della pandemia di Covid-19. Il FMI stima infatti un calo del 3% con contrazioni del PIL diffuse sia ai paesi sviluppati (-6,1%) che agli emergenti (-1,0%). Si ipotizza che i contagi e le relative misure restrittive raggiungano un picco nel 2° trimestre dell'anno e nel 2021 la crescita globale dovrebbe rimbalzare al 5,8%, ma nel complesso restare su livelli inferiori rispetto allo scenario pre-Covid-19. A livello di singole aree, l'economia statunitense è prevista contrarsi del 5,9% nel 2020 prima di mettere a segno un +4,7% nell'anno successivo, mentre l'Eurozona dovrebbe perdere il 7,5%, prima del +4,7% atteso per il 2021. Tra i principali paesi dovrebbe essere l'economia italiana la più colpita: si stima una contrazione del 9,1% nel 2020, prima di un ritorno alla crescita al 4,8% nel 2021. La recessione globale provocata dalla pandemia di coronavirus e il conseguente crollo della domanda di energia, unita alle dispute tra i Paesi produttori (tagli OPEC+ pressoché irrilevanti), a cui si è aggiunta la saturazione delle riserve strategiche negli USA, ormai vicine ai limiti fisiologici, hanno innescato un effetto domino sul petrolio, affossandolo più di ogni altra commodity. In sintesi, ribadiamo quanto già espresso: alla luce dell'incertezza sui reali effetti del blocco socio-produttivo nei maggiori Paesi, pensiamo che i prezzi delle materie prime possano scendere ai minimi in questo 2° trimestre e recuperare, forse con meno slancio di quanto ipotizzato in precedenza, a partire dal 3° trimestre dell'anno.

Prezzi del petrolio, di <i>break-even</i> , per i membri OPEC						
	Media				Stime	Stime
	2000-16	2017	2018	2019	2020	2021
Algeria	-	91,39	101,37	104,64	157,23	109,32
Azerbaijan	51,60	60,92	56,31	44,59	78,50	68,39
Bahrain	76,00	112,64	118,45	106,27	95,61	84,42
Iran	-	64,76	67,83	244,35	389,44	319,53
Iraq	-	42,26	45,36	55,73	60,40	54,01
Kazakhstan	-	105,21	37,89	68,39	88,49	65,66
Kuwait	-	45,69	53,57	52,62	61,12	60,34
Libia	80,70	102,83	68,56	48,48	57,88	70,31
Oman	-	96,86	96,67	92,77	86,81	79,84
Qatar	45,50	51,30	47,97	44,87	39,91	36,54
Arabia Saudita	-	83,68	88,56	82,64	76,09	66,04
Turkmenistan	-	55,94	60,92	55,23	42,04	40,53
Emirati Arabi Uniti	48,00	61,96	64,07	67,12	69,11	60,63
Yemen	-	125,00	-	-	-	-

Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, aprile 2020, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC: tagli per oltre 10 milioni di barili, ma la dimensione è largamente insufficiente.** È stata raggiunta un'intesa, nelle scorse settimane, sul taglio della produzione petrolifera fra i principali produttori mondiali. L'OPEC+, allargato ad USA, Canada e Messico, ha deliberato una riduzione di 10 milioni di barili al giorno per il mese di maggio e di giugno. Successivamente, da luglio, l'output sarà tagliato di otto milioni ma su questa parte dell'accordo resta ancora qualche incertezza. Nei dettagli, i termini dell'accordo: l'Arabia Saudita si impegna a contrarre l'estrazione di circa 3 milioni di barili, la Russia di 2 milioni di barili, mentre i restanti 5 milioni di barili di tagli sono da dividersi fra gli altri produttori riferibili al G20. La stretta sulla produzione calerà a 6 milioni da gennaio 2021 ad aprile 2022; quest'ultima parte è formalizzata ma ancora non definitivamente approvata. Non è escluso che venga ratificata in una nuova videoconferenza OPEC+ calendarizzata per il 10 giugno. Il mercato si aspettava probabilmente tagli di maggiore entità; non a caso sia Brent sia soprattutto il WTI hanno subito fortissimi ribassi nelle settimane successive. Infatti, l'International Energy Agency (IEA) aveva già sottolineato come il taglio di 10 milioni di barili giornalieri fosse comunque una cifra largamente insufficiente a risollevare le quotazioni attuali. A causa del Covid-19 la domanda globale di carburanti (prodotto raffinato) è calata di oltre 30 milioni di barili al giorno, numeri che fanno intendere come la dimensione dei tagli sia inadeguata, sia come entità che come arco temporale di applicazione.

**La guerra dei prezzi fra Russia e Arabia Saudita.** Il terreno principale di scontro fra i due produttori è l'Asia. I russi hanno da poco lanciato l'oleodotto Espo, che consente un collegamento diretto con la Cina e, attraverso il nodo di passaggio rappresentato dal terminal di Kozmino, il petrolio russo raggiunge facilmente anche Corea e Giappone. Un sistema integrato che consente alla Russia di acquisire un vantaggio strategico dovuto a costi di trasporto più bassi rispetto alle spedizioni via mare. I sauditi hanno subito reagito

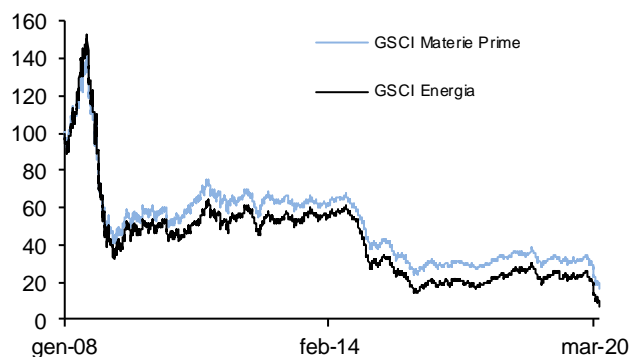
con sconti aggressivi, fino a 5 dollari rispetto alle quotazioni reali di mercato, perseguendo la via della rappresaglia commerciale. Sconti e agevolazioni estese anche all'India, con la differenza però di esser costretti ad affittare superpetroliere, a prezzi sempre più alti in questo momento in cui proprio l'eccesso di produzione rende preziosi e quindi costosi qualsiasi mezzo di stoccaggio esistente, da quelli fissi come i silos a quelli galleggianti come appunto le petroliere. Dalla parte dei Sauditi resta, però, il vantaggio strutturale di avere le più basse spese di estrazione al mondo, largamente sotto i 10 dollari per un barile contro un range tra i 15 e i 25 dollari per il greggio russo. La battaglia è anche in Europa, dove Riad ha concluso accordi con la Polonia, che nel solo mese di aprile ha già ricevuto 560 mila tonnellate, circa 100 mila barili al giorno, di petrolio saudita scontato. Varsavia, in compenso, non ha importato neanche un barile del petrolio russo. La compagnia petrolifera saudita Aramco prosegue quindi nella sua politica commerciale aggressiva, consente ai clienti europei di pagare in modo dilazionato a 90 giorni dalla consegna, col fine evidente di sottrarre quote di mercato in Italia, Francia e Germania e persino negli Stati Uniti, proprio al concorrente russo. E' evidente che in questo clima di massima tensione e di sgarbi reciproci, faticiamo a capire come si possa trovare un nuovo accordo di contrazione dell'offerta petrolifera, il 10 giugno prossimo, che risollevi il prezzo del greggio.

**Il rolling dei future sul WTI non è la causa ma uno degli effetti del quadro di crisi sul petrolio.** La questione riguardante i future del WTI ha aggravato il ribasso delle quotazioni e ha amplificato gli effetti solo a causa del quadro enormemente negativo sul petrolio. Ha cioè contribuito ad enfatizzare una situazione già strutturalmente compromessa, senza esserne cioè la causa. Il *rolling* anticipato sul contratto di "giugno", abbandonando con anticipo la scadenza "maggio", ha chiarito la tensione esistente fra gli operatori che hanno voluto assolutamente evitare di andare "in consegna" del sottostante fisico, sostanzialmente svuotando di "significato reale" la scadenza contrattuale di maggio. Questa situazione ha creato, per la prima volta nella storia, una forte distorsione di prezzo fra due contratti successivi.

Performance di lungo termine				
	Valore 22.04.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.296,1	-50,0	-52,5	-59,7
GSCI Energia	142,5	-71,3	-72,4	-78,2
WTI (\$)	13,8	-77,4	-79,9	-76,1
Brent (\$)	20,4	-69,1	-72,7	-68,6
Gas Naturale (\$)	1,9	-11,4	-29,2	-23,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

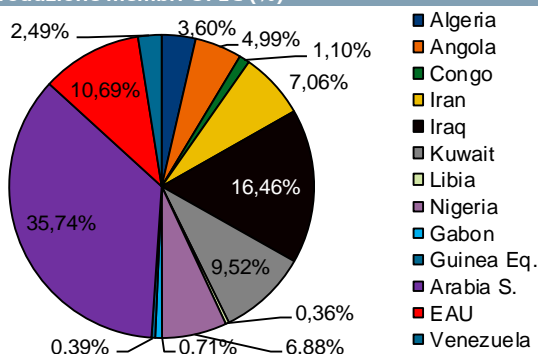


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC, EIA e IEA stimano un crollo della domanda di greggio, in un mercato in ampio surplus nella prima metà del 2020.** I principali rapporti sui fondamentali di domanda e offerta relativi al mercato del greggio rilasciati in aprile hanno certificato lo scenario di eccesso di offerta causato dalla severa recessione che dovrebbe caratterizzare il 2020 dovuta alle pesanti misure restrittive implementate per tentare di frenare la pandemia di Covid-19 e che si riflette nel crollo delle quotazioni petrolifere internazionali. Se a marzo l'OPEC ancora ipotizzava una crescita tendenziale dei consumi di petrolio nel 2020, nel più recente report l'Organizzazione ha operato un drastico taglio delle stime di domanda per l'anno in corso, ora attesa in calo di quasi 7 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto al 2019. Il punto di minimo dovrebbe essere toccato nel corso del 2° trimestre, in particolare nel mese di aprile, ma alla luce della limitata visibilità e delle imprevedibili evoluzioni del fenomeno i rischi di ulteriori revisioni verso il basso a causa di un'estensione temporale dell'emergenza sono ancora elevati. Più contenute le limature per l'offerta, con alcuni paesi come Norvegia e Brasile che potrebbero addirittura incrementare le estrazioni rispetto al 2019. A causa del crollo delle quotazioni del greggio le società petrolifere dovrebbero comunque ridurre l'operatività e gli investimenti. Nel complesso, però, il quadro rimane di eccesso di offerta almeno nella prima metà del 2020. Anche l'EIA (U.S. Energy Information Administration) statunitense, che a marzo continuava a stimare un marginale aumento dei consumi, ha preso atto del marcato deterioramento dello scenario. Lo scenario prospettato è ora di calo della domanda di circa 5 mb/g a/a prima di rimbalzare di poco più di 6 mb/g nel 2021. Anche la produzione statunitense è attesa in calo su base annua per la prima volta dal 2016, flessione che potrebbe proseguire anche nel 2021 con gli Stati Uniti che, riacquistata la normalità, potrebbero tornare ad essere importatori netti di greggio. L'IEA (International Energy Agency), l'unica tra le tre agenzie che a marzo iniziava a trattenere un calo, seppur modesto, della domanda, prevede ora un crollo di oltre 9 mb/g a/a nel complesso del 2020, ma il punto di minimo dovrebbe essere toccato nel mese di aprile quando i consumi dovrebbero tornare ai livelli del 1995, un calo di quasi 30 mb/g rispetto allo stesso periodo del 2019. Lo scenario rimane comunque profondamente dipendente dall'evoluzione del contesto

epidemiologico, quindi estremamente incerto, ma al momento l'IEA stima una graduale ripresa della domanda durante la seconda metà del 2020, anche se a dicembre dovrebbe comunque restare su volumi inferiori di quasi 3 mb/g a quelli visti nello stesso mese dell'anno precedente. Per quanto riguarda invece l'offerta, che a marzo era ancora prevista in crescita, è ora stimata tra i paesi non appartenenti all'OPEC in calo di poco più di 2 mb/g. Secondo l'IEA, le recenti decisioni di tagli alle estrazioni che entreranno in vigore a partire da maggio potrebbero contribuire al progressivo ridimensionamento delle scorte e riequilibrare il mercato nella seconda metà dell'anno, anche se nel breve termine lo scenario corrente, anche a causa dell'elevata incertezza, rappresenta un rischio significativo per la dinamica dei prezzi petroliferi.

#### Produzione membri OPEC (%)



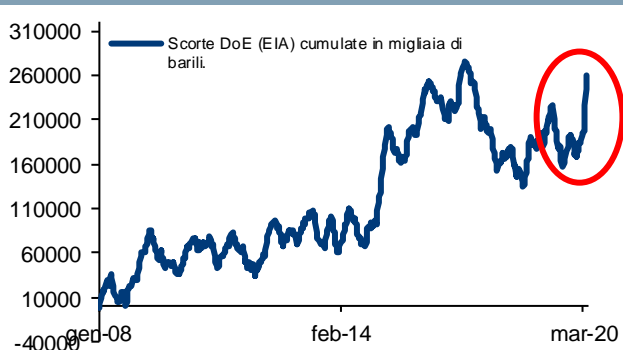
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.03.2020

#### Performance di medio termine

	22.04.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	142,5	-68,7	-47,2	-51,4	-71,3
WTI (\$)	13,8	-75,2	-75,4	-79,2	-77,4
Gas Naturale (\$)	1,9	0,7	-15,0	-21,0	-11,4
Gasolio (\$)	212,0	-61,1	-64,1	-67,3	-65,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### WTI: scorte DoE

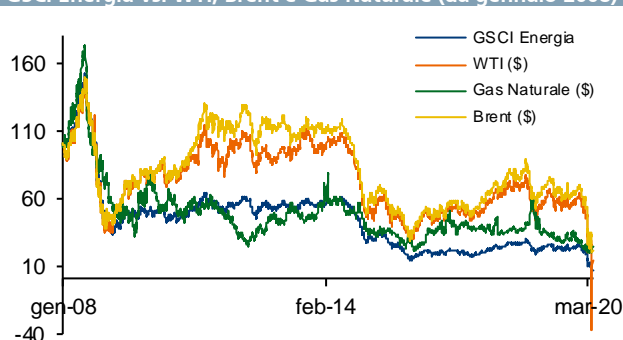


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

**Dinamica delle scorte USA e la questione Cushing.** Le scorte settimanali EIA hanno mostrato un accumulo di 15 milioni di barili, di cui oltre 1 milione l'accumulo di benzine, ma cosa

ancora più preoccupante quasi 5 milioni di ulteriori riserve nel sito di stoccaggio di Cushing, in Oklahoma, al livello record di oltre 60 milioni. Cushing però può contenere fino a un massimo di 76 milioni di barili, quindi con un accumulo medio di 5 milioni a settimana significa che entro un mese il sito sarà probabilmente saturo. Una situazione di cui Trump dovrà tenere conto; una qualche azione volta a sostenere le quotazioni del WTI dovrà essere intrapresa con la conseguenza di fornire un po' di respiro alle indebitate società del comparto *shale-oil*. Non va dimenticato che stiamo muovendo verso le Presidenziali di novembre; dubitiamo che un bacino elettorale così storico, come quello degli operatori del settore petrolifero, possa essere trascurato nella corsa alla rielezione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo ma prezzi su livelli target decisamente più bassi rispetto a un mese fa.** Gli operatori restano preda dei timori di un surplus eccessivo a fronte del calo generalizzato della domanda. Il rallentamento delle attività produttive causato dalla pandemia sta incidendo sulla domanda di energia in maniera forte, come certificato da EIA, IEA e OPEC, e a questo quadro si aggiunge il tema specifico dell'aumento delle scorte negli Stati Uniti che continua a premere sui prezzi del petrolio WTI, ormai ai livelli minimi dal 1999, zavorrando ogni tentativo di recupero strutturale e con il sito di stoccaggio di Cushing al limite della saturazione. Questo, a nostro avviso, è quello che pesa maggiormente sul comparto petrolifero americano. Il petrolio sconta uno scenario di recessione globale molto profonda, un calo generalizzato della domanda e, infine, un surplus di offerta in costante ascesa, alimentato dai comportamenti opportunistici di Russia e Arabia Saudita anche dopo la riunione di emergenza OPEC+ e il varo dei nuovi tagli da 10 milioni di barili al giorno (largamente insufficienti). Il quadro di tensione sul petrolio resta quindi immutato, col nostro Outlook che vede un consolidamento al ribasso delle quotazioni nel 3° trimestre. Resta però valida l'idea che, superata la fase acuta del *lockdown*, la domanda di petrolio dovrebbe riprendersi almeno in parte, consentendo un rimbalzo delle quotazioni. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 42,3 dollari al barile per il 4° trimestre 2020, 50 per il 2021 e 55 per il 2022; 2) per il WTI: 37,3 dollari al barile per il 4° trimestre 2020, 45 nel 2021 e 50 nel 2022. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

**Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia**

	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022	
Brent (\$)	20,4	30,5	35,6	35,6	51,9	55,0
WTI (\$)	13,8	26,9	32,5	32,5	48,0	51,0
Gas Nat. (\$)	1,9	1,8	2,2	2,2	2,5	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022	
Brent (\$)	20,4	22,7	35,0	42,3	50,0	55,0
WTI (\$)	13,8	17,3	30,0	37,3	45,0	50,0
Gas Nat. (\$)	1,9	1,90	2,20	2,40	2,50	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: ancora marginali nelle preferenze d'investimento rispetto al dollaro

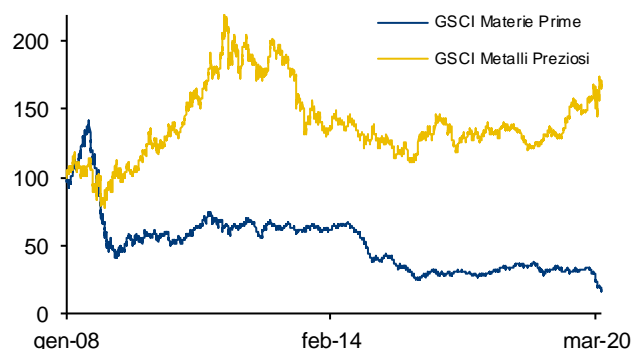
Temi immutati sui Preziosi: il prosieguo della crisi sanitaria col *lockdown* di persone e attività non ne ha accresciuto l'appeal come beni rifugio. L'avversione al rischio sui mercati prosegue di pari passo con l'emergenza sanitaria, il blocco di persone e attività e la conseguente crisi economica e finanziaria. Resta quindi alta la richiesta di asset difensivi da parte degli operatori. Inizialmente, il ribasso dei mercati azionari aveva portato con sé anche le quotazioni dell'oro, che faticavano a mantenersi in area 1.500 dollari l'oncia. La spiegazione risiedeva nella necessità di liberare liquidità da qualsiasi investimento, per coprire le perdite legate all'esposizione azionaria. In questo senso i Preziosi hanno rappresentato un'asset class facilmente monetizzabile per questo scopo. Questa specifica situazione si è man mano riassorbita col passare delle settimane ed è così tornato a prevalere il concetto di costo opportunità minimo di detenere metalli preziosi svolgenti il ruolo di asset difensivo. Lo scenario di bassi tassi di interesse conferma l'erosione del costo di detenere fisicamente tali metalli, immobilizzando liquidità dirottabile altrove: questo genere di investimento non genera infatti interessi e non produce profitti immediati ma salvaguarda dalle perdite, visto il clima sui mercati finanziari. Appare probabile che, nell'attuale contesto di emergenza totale, lo scenario di "tassi negativi generalizzati" si protragga per lungo tempo in tutto il mondo sviluppato (in particolare): questa situazione risulta meno penalizzante per il comparto, vista l'attuale accelerazione data alle politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali istituti centrali mondiali. Le Banche centrali restano infatti saldamente al centro della scena sostenendo le economie e fornendo la massima liquidità possibile, in special modo espressa in dollari. La divisa americana continua ad esercitare un forte appeal verso gli investitori che vi si rifugiano ogni qualvolta riemergono le tensioni sui mercati.

### Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	22.04.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.296,1	-50,0	-52,5	-59,7
GSCI Preziosi	1.988,2	11,2	25,6	35,1
Oro (\$)	1.713,9	13,5	29,5	43,8
Argento (\$)	15,0	-14,4	-9,7	-5,1
Platino (\$)	754,5	-22,6	-18,1	-33,7
Palladio (\$)	1.945,5	0,2	96,7	152,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



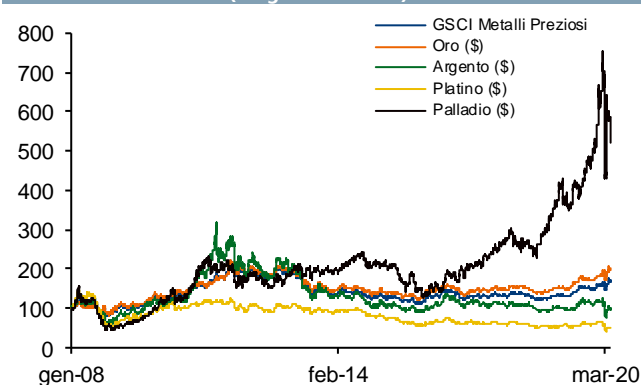
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento solo marginalmente premiati dalle scelte degli investitori.** Il mercato continua a domandare investimenti difensivi: quello che emerge in modo chiaro è che dollaro e semplice liquidità restano le risposte a questa richiesta. Oro e argento sono stati solo marginalmente investiti da questa domanda e continuano il loro andamento volatile senza dare segnali di strutturale rialzo delle quotazioni. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve; nel medio termine, quando tutta la tensione ribassista si sarà scaricata, specie sul mercato azionario, è probabile che una parte della liquidità torni nei classici asset "safe haven" rappresentati dai Metalli Preziosi e dall'oro in particolare. L'aspetto del *lockdown* delle persone, delle attività e dei trasporti sta invece diventando un fattore chiave, forse inizialmente sottovalutato.

Nello specifico, l'oro spintosi fin oltre 1.700 dollari l'oncia fatica a mantenere quel livello ed appare molto volatile. Superato il fattore tecnico specifico legato al crollo dell'azionario su tutte le piazze mondiali e al reperimento veloce di liquidità per coprire le perdite, il metallo giallo è tornato protagonista come investimento difensivo. Il principale asset prudenziale resta però il dollaro; non a caso la Fed si prodiga, senza sosta, a garantire la più ampia disponibilità di liquidità in valuta statunitense, in coordinamento con le altre Banche centrali. Liquidità richiesta sia dal mercato interno sia, anche e soprattutto, dal resto del sistema finanziario, intimorito dallo scenario in corso. Il dollaro è un "bene difensivo" liquidabile, trasportabile e abbondante. L'oro invece è un bene fisico ingombrante e di difficile trasporto quando è in corso un blocco delle persone, delle attività e dei trasporti come in questo momento. A nostro avviso, vista l'incredibile anomalia sui mercati, il tema del *lockdown*, inizialmente sottovalutato nelle "consegne dell'oro", comincia a diventare invece un fattore chiave che penalizza il metallo aureo. Prevediamo un prezzo medio di 1.600 dollari per il 2021 e per il 2022. Le tensioni in atto e che influenzano l'oro sono le medesime per l'argento, con l'aggravante che quest'ultimo, in

virtù del suo ruolo produttivo/industriale, sconta maggiormente un quadro previsivo drammatico, frutto del calo della crescita mondiale in particolare in settori come l'elettronica, che appaiono largamente penalizzati in prospettiva. Prevediamo un prezzo medio di 17 dollari per il 2021 e 18 per il 2022. **Platino e palladio.** L'onda ribassista non sta risparmiando neanche i due preziosi dai connotati più industriali. Il platino è arrivato addirittura al minimo da oltre 17 anni (sotto i 600 dollari/oncia) nelle scorse settimane; picchi ribassisti analoghi anche per il palladio, materia prima che aveva dominato il 2019 con la sua sovraperformance e che, nelle ultime settimane, si è solo marginalmente allontanato dai minimi segnati nelle scorse settimane. Stimiamo una quotazione per il platino di 780 dollari l'oncia nel 2021 e 800 dollari per tutto il 2022. Per il palladio stimiamo una quotazione media di 1.800 dollari l'oncia nel 2021 e 1.900 dollari per tutto il 2022.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	22.04.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.988,2	8,4	13,0	32,4	11,2
Oro (\$)	1.713,9	9,3	14,8	34,7	13,5
Argento (\$)	15,0	-15,8	-14,3	1,4	-14,4
Platino (\$)	754,5	-25,0	-17,7	-15,2	-22,6
Palladio (\$)	1.945,5	-19,8	11,5	39,9	0,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Positivo nel medio-lungo termine.** Non muta, dal mese scorso, il quadro prospettico sui Metalli Preziosi: il comparto è mosso dalla fortissima volatilità di breve, che rende arduo dare un'indicazione diversa dalla cautela e dalla prudenza (Neutrale). L'oro, che aveva visto quota 1.500 violata durante il recente *sell-off* del mercato in scia alla necessità di liquidità degli operatori, ha visto nuovi massimi di breve in area 1.700 dollari, complice uno scenario di ritorno agli acquisti nei portafogli degli investitori più a medio termine. Situazione che gli consentirà, senza però eccessivi *spike* rialzisti, di tornando tornare a svolgere il ruolo di bene rifugio per eccellenza, anche se il tema della "consegna del fisico" inizia ad essere un fattore frenante per l'oro, confermando un certo svantaggio

nei confronti del dollaro nelle scelte degli operatori. Nel lungo termine persiste un cauto ottimismo su oro e argento mentre, fra i preziosi di taglio più industriale, continua ad essere preferito il palladio rispetto al platino, a conferma dei mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale, ma ovviamente il prosieguo del *lockdown* delle attività produttive rischia di deteriorare anche questo scenario. Il palladio resta, in teoria, il metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina, per lo meno nel mondo OCSE. Non possiamo infatti non sottolineare come molti dei Paesi emergenti (Cina *in primis*), proprio in virtù della profondità della crisi in atto, si siano già mossi nel sospendere i limiti di emissione di anidride carbonica da poco introdotti, rendendo chiaramente più aleatorio il futuro scenario sul settore Automobilistico. La volatilità e il dollaro sono pertanto i driver da monitorare maggiormente. Le scelte di liquidità della Fed e il conseguente movimento del dollaro, richiesto come asset difensivo da tutto il mondo, rappresentano la vera alternativa ai Preziosi nella corsa agli investimenti sicuri.

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

	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.713,9	1.625,0	1.625,0	1.625,0	1.611,0
Argento (\$)	15,0	15,0	15,1	15,1	17,0
Platino (\$)	754,5	738,0	772,5	772,5	844,4
Palladio (\$)	1.945,5	1.975,0	1.850,0	1.850,0	1.975,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

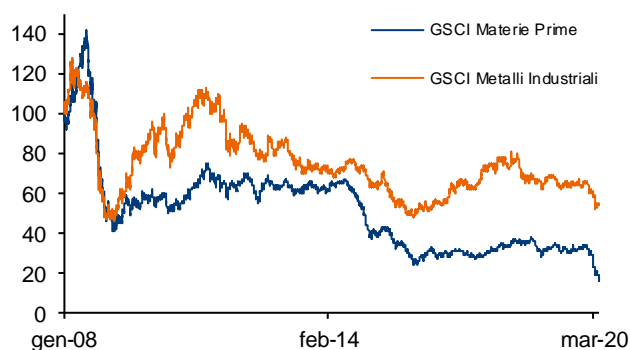
	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.713,9	1.600	1.600	1.600	1.600
Argento (\$)	15,0	15,0	15,0	17,0	17,00
Platino (\$)	754,5	750	750	750	800
Palladio (\$)	1.945,5	1.700	1.700	1.700	1.800

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: restano depressi dalla crisi economica che seguirà l'emergenza Covid-19

**Metalli Industriali ancora depressi dal crollo dell'economia globale che seguirà la fine dell'emergenza sanitaria.** I Metalli Industriali, che inizialmente avevano beneficiato dell'illusorio ritorno a una certa "normalità" della manifattura cinese, crollano fra marzo e aprile ai minimi dall'estate del 2016. Il 2019 si era chiuso per la maggior parte dei Metalli Industriali con un deficit fisico e una contrazione delle scorte mondiali. Questi fondamentali, confermati, non sono stati in alcun modo in grado di contenere l'onda d'urto del ribasso delle stime sui PIL di tutti i principali Paesi industriali del mondo. Nonostante il varo di una serie di stimoli fiscali e monetari in tutti i principali Paesi occidentali, le stime per una decisa contrazione della crescita globale appaiono sempre più probabili, spingendo i prezzi dei Metalli Industriali ai livelli di 4 anni fa. Prosegue inoltre l'azione finanziaria di disinvestimento dalle attività a maggiore volatilità, in un contesto di incertezza e avversione al rischio, virando su asset difensivi (dollaro e Treasury USA), visto che le previsioni di un recupero repentino dei cicli economici, a partire dalla seconda metà dell'anno, appaiono meno scontate. Le misure varate dagli Stati rischiano infatti di non essere sufficienti per contrastare l'impatto negativo della pandemia in atto. In conclusione, alla luce di quanto descritto, ribadiamo come appaia difficoltoso ipotizzare un recupero forte delle quotazioni, almeno nel breve.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 22.04.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.296,1	-50,0	-52,5	-59,7
GSCI Industriali	1.013,6	-16,8	-29,2	-16,1
Rame (\$)	5.131,5	-16,9	-26,1	-13,6
Alluminio (\$)	1.515,0	-16,3	-34,0	-14,8
Zinco (\$)	1.883,5	-17,4	-41,6	-15,6
Nickel (\$)	12.015,0	-14,3	-15,8	-5,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

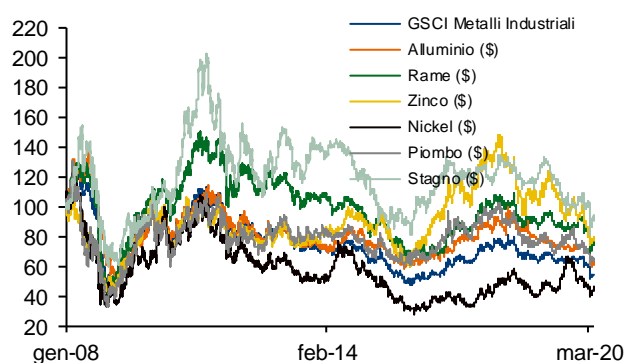
**Cina: economia in contrazione nel 1° trimestre, la ripresa dovrebbe risentire del calo della domanda estera.** Nel 1°

trimestre del 2020 il PIL cinese è crollato del 9,8% t/t e del 6,8% a/a, a fronte delle previsioni che puntavano rispettivamente a -12% t/t e -6% a/a. Si tratta del primo dato negativo da quando Pechino ha iniziato a pubblicare i dati con frequenza trimestrale nel 1992. Ma è dai tempi della rivoluzione culturale, quando i dati erano annuali, che non si registrava una così forte contrazione dell'economia. Il calo più significativo si è registrato nel settore industriale (-9,6% a/a), seguito dai servizi (-5,2% a/a) e dall'agricoltura (-3,2% a/a). Se la flessione di inizio 2020 era comunque scontata, il punto interrogativo è legato all'entità della ripresa nel trimestre primaverile. L'epidemia non è stata infatti ancora completamente debellata e il rischio di una seconda ondata, con nuove restrizioni annesse, è ancora elevato. Inoltre, con la diffusione della pandemia su scala globale la frenata della domanda estera rappresenta un nuovo significativo vincolo per le esportazioni nel 2020, lasciando al mercato interno il ruolo di sostegno principale. Le misure di distanziamento sociale hanno comportato un taglio dei posti di lavoro e una conseguente riduzione del reddito personale nel 1° trimestre dell'anno; è quindi probabile che i consumi delle famiglie risentano ancora a lungo delle cicatrici dell'epidemia e che l'economia si ritrovi quindi a far affidamento ancor di più sugli investimenti infrastrutturali pubblici. Nel complesso, però, le **indagini congiunturali** di marzo hanno iniziato a evidenziare i segnali di ripresa per l'economia dopo il *lockdown*, con l'indice PMI Caixin composito che è rimbalzato da 27,5 di febbraio a 46,7 e con l'indice manifatturiero che è tornato sulla soglia di invarianza di 50, mentre quello relativo ai servizi, seppur in miglioramento, si trova ancora su livelli coerenti con una contrazione dell'attività. Sul fronte dei dati reali, nei primi tre mesi dell'anno gli **investimenti fissi** sono calati del 16,1% a/a, in miglioramento rispetto alla contrazione del 24,5% registrata nei primi due mesi, soprattutto grazie alle aziende statali comunque ancora in calo, evidenza di come il supporto pubblico ancora faticosi a manifestarsi appieno sull'economia reale. Le **vendite al dettaglio** sono invece calate del 19% nel 1° trimestre, dopo la contrazione del 20% tra gennaio e febbraio, con lo spaccato delle componenti che evidenzia la divergenza tra gli acquisti di beni essenziali in alimentari, bevande e medicinali, in crescita, e quelli non essenziali, come automobili, abbigliamento e arredamento che hanno registrato profonde flessioni. Più contenuto invece il calo per gli **investimenti residenziali**: -7,7%, in ridimensionamento dal -16,3% precedente. Infine, per quanto riguarda il **commercio internazionale**, a marzo le esportazioni sono calate del 6,6% a/a, con le flessioni più marcate che sono state registrate con i paesi dove il distanziamento sociale è stato implementato già a marzo e con modalità particolarmente stringenti; flessioni destinate a proseguire, se non accentuarsi, nel mese di aprile. Le importazioni hanno invece riportato una frenata dello 0,9% a/a, più contenuta rispetto alle previsioni che puntavano verso



un calo di quasi il 10%, offrendo i primi segnali di ripartenza dell'attività industriale cinese. La strada per la ripresa è quindi ancora lunga e il rischio di una seconda ondata di contagi è ancora elevato; nel frattempo la **Banca centrale** ha operato nuovi tagli del costo del denaro, sia a 1 (il tasso di riferimento per i prestiti alle imprese) che a 5 anni (il tasso di riferimento per i mutui), che potrebbero proseguire con ulteriori limature nelle prossime settimane al fine di offrire maggiore supporto all'economia.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: domanda in calo e rischio surplus.** Si rafforzano gli effetti negativi della pandemia sulla domanda in Cina, il principale consumatore mondiale di rame. I dati del PIL e della produzione industriale incorporano senza dubbio questo quadro di forte preoccupazione. Anche negli altri paesi del mondo le misure di contenimento del contagio stanno deteriorando la domanda del metallo rosso contribuendo a tenere bassi i prezzi. Pur con cautela, ribadiamo come l'idea di recupero delle quotazioni nella seconda parte dell'anno, legato alle prospettive di decisa contrazione dell'offerta, resti valida. Molte società estrattive hanno bloccato la produzione delle loro miniere nella speranza di ripartire al termine del *lockdown*. Una situazione che oltre a fermare le estrazioni in essere ha bloccato anche molti programmi di esplorazione, col rischio di deficit di prodotto quando la domanda ripartirà.

**Alluminio: timori per la sovrapproduzione cinese.** Partendo dal presupposto che i prezzi dell'alluminio sono legati all'andamento del prezzo dell'energia e che il forte ribasso dei costi energetici (due terzi del totale dei costi di produzione) rischia di schiacciare al ribasso le quotazioni dell'alluminio, un altro fattore che sta deprimendo il mercato è la minaccia che la siderurgia cinese inondi il mercato del proprio alluminio a basso costo, giocando sul fatto che il settore ha ripreso a lavorare. Ma mentre i produttori riprendevano, a valle i trasformatori del materiale lavorato e gli utenti finali hanno dovuto chiudere le loro attività per rispettare il blocco. I consumatori dall'Europa all'America hanno interrotto le catene di approvvigionamento, le aziende automobilistiche hanno in gran parte chiuso i loro stabilimenti in Europa e in Nord America, congelando il settore a partire da marzo fino a tutto il mese di aprile. Di

conseguenza, a marzo, le scorte di metallo sono cresciute di oltre il 20%, andando a intensificare la minaccia di un enorme surplus di offerta sul mercato mondiale dell'alluminio.

**Zinco: possibile futuro protagonista ma il blocco del settore e l'eccesso di offerta incombono sui prezzi.** La diminuzione delle quotazioni dello zinco ha portato a un accumulo di scorte nei magazzini, rimaste invendute a causa della diminuzione della domanda specialmente in Cina e in seguito nel resto del mondo produttivo, costretto al forzato stop. Ad aggravare il quadro, un enorme giacimento di piombo e zinco è stato scoperto nella provincia del Guizhou, in Cina sudoccidentale. Secondo le stime, la riserva di piombo e zinco raggiungerà oltre 3,27 milioni di tonnellate. Nel sito, inoltre, sono presenti anche oro, argento, gallio, cadmio, germanio, selenio, zolfo, rame e altre importanti risorse minerarie. In realtà lo zinco è fra i metalli che potrebbe maggiormente godere della crescente domanda di sviluppo di infrastrutture moderne in tutto il mondo (ovviamente prima dello scoppio del Covid-19), ponendo le premesse per spingere la domanda di zinco. Uno scenario che appare ovviamente ostacolato dall'emergenza in atto, aggravata dal blocco quasi totale delle attività. Ma non escludiamo che proprio per favorire un recupero più rapido dei PIL dei paesi colpiti non si adottino politiche fiscali aggressive volte proprio a maggiori investimenti infrastrutturali.

**Nickel: il recupero dei prezzi è strettamente legato al futuro dell'auto elettrica nel post Covid-19.** Tutti i metalli hanno subito l'impatto del Covid-19 e del blocco delle attività che ne è susseguito e nemmeno il nickel ha potuto sottrarsi alla debolezza in corso. La Cina consuma il 60% di questo metallo, impiegato nell'industria siderurgica e sempre più spesso nella produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica. Nelle batterie, di più recente sviluppo, il contenuto medio di nickel dovrebbe aumentare e quello di cobalto diminuire poiché il rischio di approvvigionamento per quest'ultimo è molto alto. Ciò significa che la fornitura di nickel potrebbe a sua volta diventare critica in futuro tornando ad esercitare una forte pressione rialzista sulle quotazioni. Nel brevissimo, però, questi due settori (auto elettrica e siderurgia) soffriranno particolarmente. Anche se l'offerta di nickel resterà limitata, l'Indonesia ha anticipato a gennaio 2020 il divieto di esportazione di questo minerale; il recupero delle quotazioni potrebbe quindi non essere così immediato.

Performance di medio termine

	22.04.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.013,6	-15,4	-16,9	-19,3	-16,8
Rame (\$)	5.131,5	-14,3	-12,7	-19,9	-16,9
Alluminio (\$)	1.515,0	-15,6	-12,4	-18,8	-16,3
Zinco (\$)	1.883,5	-21,8	-24,6	-34,3	-17,4
Nickel (\$)	12.015,0	-10,0	-27,6	-3,0	-14,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale, coi metalli che non possono evitare di scontare l'ampia recessione economica in arrivo.** L'emergenza sanitaria in corso e il relativo *lockdown* generalizzato di gran

parte delle attività produttive hanno accentuato il ribasso dei metalli. E' probabile che i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali subiscano un forte peggioramento, in linea con le previsioni di drastica erosione dei consumi a livello mondiale. Non escludiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di mercato di tutti i metalli, in questo 2° quarto dell'anno, sperando che tutti gli aspetti negativi si scarichino immediatamente e totalmente in questo trimestre. Al contrario, prevediamo un moderato recupero dei prezzi a partire dal 3° trimestre, ma solo a patto che l'emergenza sanitaria rientri e vengano sospese le limitazioni a persone ed attività produttive in atto. A questo si deve sommare l'efficacia degli stimoli monetari e fiscali varati da tutti i principali paesi coinvolti, aspetto che ad oggi è solo una speranza e non una concreta evidenza. Crediamo però che i Metalli industriali possano recuperare dai minimi pur senza particolari performance positive e mantenendo comunque una forte volatilità.

#### Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	5.131,5	5.364	5.300	5.300	6.021
Alluminio (\$)	1.515,0	1.550	1.640	1.640	1.803
Zinco (\$)	1.883,5	1.872	1.988	1.988	2.113
Nickel (\$)	12.015,0	11.250	12.000	12.000	14.000

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

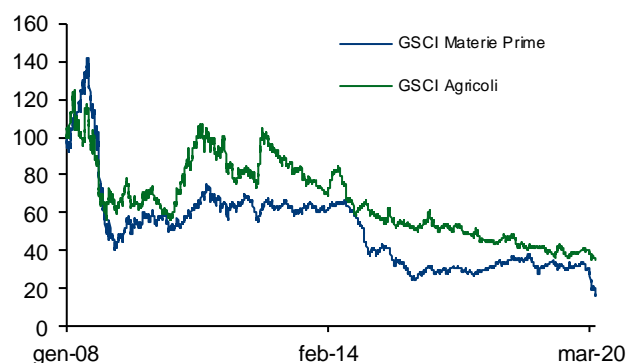
	Valore 2° trim. 22.04.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	5.131,5	5.000	5.000	5.200	5.400
Alluminio (\$)	1.515,0	1.550	1.640	1.700	1.790
Zinco (\$)	1.883,5	1.850	1.850	1.950	2.000
Nickel (\$)	12.015,0	11.000	11.700	12.200	13.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: il ribasso del petrolio e l'assenza di manodopera sono i temi chiave

**Agricoli: il lockdown delle persone e delle attività penalizza il sistema agricolo mondiale.** Insieme alle quotazioni del petrolio, nelle ultime settimane sono scese anche quelle di molte materie prime alimentari: mais, soia, zucchero. La prima causa è la rilevanza che hanno i carburanti e i fertilizzanti nella catena alimentare, soprattutto nell'agro-industria. Pensiamo al consumo di combustibili per trattori e macchinari, per la trasformazione, per il trasporto del cibo, così come alla quantità di derivati del petrolio impiegati come base per i fertilizzanti e pesticidi. Tutto è legato all'andamento del coronavirus e alla sua diffusione e alle azioni di contenimento del virus, col distanziamento sociale che è sostanzialmente l'unica forma efficace di prevenzione. Questo aspetto sta mettendo in crisi il comparto agricolo dal lato della manodopera, impossibilitata al lavoro nei campi, effetto che non si sta scaricando però sulle stime di crescita dei prezzi. Dal lato dei consumi, invece, tolti alcuni comportamenti volatili dei consumatori nella fase di massima tensione circa la presenza delle derrate alimentari nei negozi, bisognerà comunque essere molto prudenti sulle riaperture future. Lo scorso mese, all'inizio della pandemia, erano aumentati i prezzi dei cereali, ma non di molto, nell'ordine del +5-10%, senza intaccare la disponibilità di prodotto, aspetto che non dovrebbe impensierire e, dunque, non dovrebbe generare forti oscillazioni delle quotazioni sui listini. Difficilmente si registreranno dei problemi per mais o soia, quest'ultima al centro del solito triangolo commerciale fra Brasile, Stati Uniti e Cina, i primi due paesi che si contendono il ruolo di principali produttori a livello mondiale e Pechino che è il maggior consumatore al mondo. In questo momento, possibili shock dal lato dell'offerta, intesi come carenza di prodotto, sono da intendersi come momentanei e non di portata tale da generare tensioni sui mercati. Le riserve sono più che in sicurezza e i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo hanno il vantaggio di essere distanziati di sei mesi fra loro consentendo una certa programmazione in caso di difficoltà che, ad oggi, non è in vista. Preoccupa invece il possibile blocco degli scambi e la chiusura delle frontiere; alcuni paesi potrebbero infatti attuare politiche protezionistiche e quindi impedire il flusso delle granaglie dai produttori ai paesi consumatori con distorsioni sui prezzi. Infine, come ultimo tema, abbiamo il petrolio: il crollo delle quotazioni a livelli minimi dal 1999 difficilmente innescherà un qualsiasi effetto sostituzione coi biocarburanti né alcun governo, probabilmente, varerà manovre di sostegno in quel senso, almeno in questa fase. E' da escludersi, quindi, che una pressione sui prezzi in questo senso, possa arrivare da una domanda inattesa di colture agricole per la produzione di carburanti alternativi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

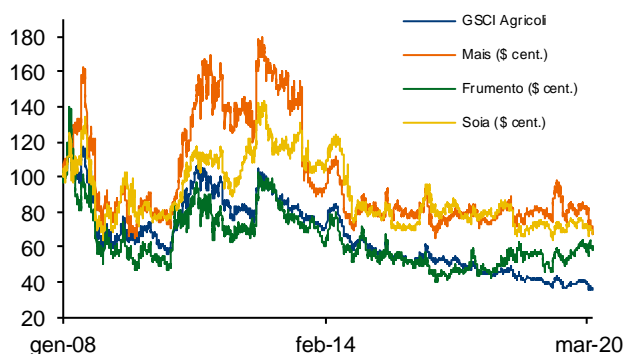
	Valore 22.04.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.296,1	-50,0	-52,5	-59,7
GSCI Agricoli	302,7	-13,0	-22,2	-38,3
Mais (\$ cent)	317,5	-18,1	-16,1	-14,4
Frumento (\$ cent.)	543,0	-2,8	17,7	9,1
Soia (\$ cent)	834,8	-11,5	-18,2	-14,7
Cotone (\$ cent)	56,3	-18,5	-32,3	-12,9
Cacao	2.355,0	-7,3	-14,3	-15,0
Zucchero	9,8	-26,8	-12,3	-24,9
Caffè (arabica)	110,6	-14,7	-4,4	-22,3
Caffè (robusta)	1.084,0	-19,9	-37,6	-40,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di aprile: revisioni al ribasso per i consumi a causa della pandemia.** Nel rapporto WASDE World Agricultural Supply and Demand Estimates) pubblicato il 9 aprile, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2020. Il quadro che emerge dal documento è di un ridimensionamento dei consumi a causa del Covid-19. Modeste invece le revisioni per la produzione anche se tale shock potrebbe, nel medio termine, influenzare le scelte di semina e quindi di offerta futura per le prossime stagioni. Nello specifico, sono state lasciate invariate le previsioni di produzione per il **frumento**, che dovrebbe quindi confermarsi in crescita del 4,5% a/a rispetto al 2019, mentre sono state riviste al ribasso quelle sui consumi, ridimensionando la crescita attesa rispetto alla stagione precedente a 1,7% a/a. Le scorte finali sono quindi previste in crescita al 5,3% a/a, a tassi superiori rispetto a quanto stimato a marzo. Per quanto riguarda invece il **mais** sono state invece riviste verso l'alto rispetto a marzo le previsioni sul raccolto, che dovrebbe comunque attestarsi su livelli di poco inferiori (-0,9% a/a) rispetto all'annata precedente; più robuste invece le limature circa i consumi, che sono ora attesi in calo

dell'1,2% a/a rispetto al 2019. Nel complesso, le scorte sono state riviste verso l'alto rispetto a marzo ma dovrebbero comunque calare del 5,5% a/a (-7% a/a nel rapporto precedente). Modeste invece le limature su domanda e offerta di **riso**. La produzione globale di riso dovrebbe calare rispetto alla scorsa stagione (-0,6% a/a), mentre la domanda è attesa aumentare (+0,9% a/a); nel complesso, però, i consumi dovrebbero comunque attestarsi su livelli inferiori rispetto ai raccolti, in linea con una crescita delle scorte finali del 3,4% a/a. Infine, sul mercato della **soia** la produzione è attesa in calo del 5,7% a/a, mentre i consumi sono previsti in crescita di 1,5% con limature complessivamente modeste per entrambi i fattori. Le scorte dovrebbero quindi calare, più di quanto stimato a marzo, di oltre il 9% a/a.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

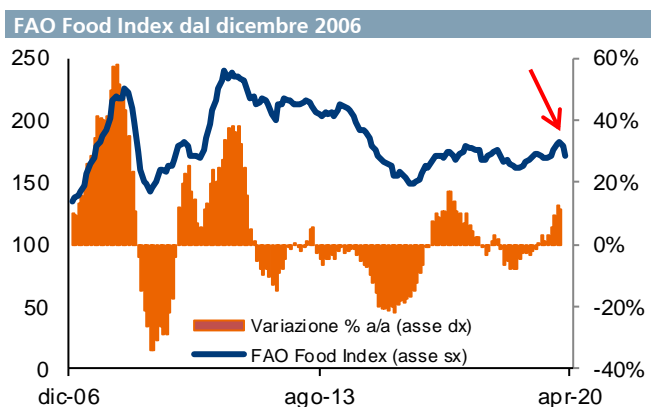
	22.04.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	302,7	-13,9	-13,9	-13,9	-13,0
Mais (\$ cent.)	317,5	-19,4	-18,1	-9,6	-18,1
Frumento (\$ cent.)	543,0	-6,5	4,3	23,8	-2,8
Soia (\$ cent.)	834,8	-8,2	-10,6	-3,2	-11,5
Cotone (\$)	56,3	-19,6	-13,3	-26,5	-18,5
Cacao	2.355,0	-16,0	-3,8	0,4	-7,3
Zucchero	9,8	-32,5	-19,1	-22,6	-26,8
Caffè (arabica)	110,6	-0,4	11,8	21,4	-14,7
Caffè (robusta)	1.084,0	-19,0	-10,6	-20,8	-19,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: accelerano al ribasso i prezzi delle materie prime alimentari a marzo.** Dopo che febbraio ha interrotto quattro mesi consecutivi di rialzi dei listini delle materie prime alimentari, l'intensificarsi dell'epidemia di Covid-19 ha trascinato al ribasso l'indice dei prezzi FAO, che a marzo è sceso del 4,3% m/m, con i cali più pronunciati che sono stati registrati tra gli oli vegetali e lo zucchero. I corsi internazionali hanno risentito sia della minore domanda a causa delle misure restrittive sia del crollo delle quotazioni del greggio, che hanno ridotto la convenienza dei biocarburanti. I prezzi dei **cereali** (-1,9% m/m) hanno infatti subito le flessioni di tutti i comparti ad eccezione del riso. Nonostante l'imposizione di alcuni limiti alle esportazioni, come quelli russi, un mercato ancora ben

fornito e attese per un'offerta ancora sostenuta hanno frenato i corsi del frumento, mentre quelli del mais hanno subito soprattutto la minore domanda di biocarburanti. I prezzi del riso sono stati invece supportati dalla corsa agli approvvigionamenti dopo che il Vietnam ha =BDP("C 1 Comdy", "VOLUME")temporaneamente sospeso le esportazioni. Ben più marcate le flessioni tra gli **oli vegetali** (-12% m/m) soprattutto a causa della minore domanda di biocarburanti. Tornano invece a scendere dopo quattro mesi di rialzi i corsi dei **prodotti lattiero-caseari** (-3,0% m/m) a causa della minore domanda di importazione e di una minore attività di trasformazione che ha limitato gli acquisti di latte in polvere. Complessivamente invariati invece i prezzi dalle carni (-0,6% m/m): a fronte di una sostanziale stabilità per il pollame e di cali tra ovini e bovini, che dispongono ancora di un'offerta sufficiente a soddisfare la domanda, sono aumentati i listini della carne suina per effetto della crescita dei consumi. È stato però lo **zucchero** a registrare la flessione più marcata (-19,1%), causata sia dalla minore domanda di dolcificante che di etanolo.

**FAO: mercato ancora ben fornito, il recente shock potrebbe influenzare le scelte di semina per la prossima stagione.** Nel rapporto del 2 aprile sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali, la FAO ha confermato lo scenario di mercato complessivamente ben fornito nonostante l'impatto dell'epidemia di Covid-19. L'emergenza sanitaria e le relative misure restrittive dovrebbero comportare una serie di interruzioni e ritardi nelle catene produttive e di fornitura ma, secondo la FAO, non dovrebbero lasciare un'impronta permanente sui mercati internazionali delle materie prime alimentari. Le stime di offerta per il **frumento** nel 2020 sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al mese precedente e stabili dal 2019, con i minori raccolti in Unione Europea, Ucraina e negli Stati Uniti che dovrebbero risultare compensati da quelli attesi in Russia e nei paesi asiatici; i rischi per la previsione sono però verso il basso a causa delle infestazioni e delle condizioni climatiche sfavorevoli che hanno colpito India e Pakistan. Le stime sulla domanda sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al rapporto di marzo, in aumento rispetto al 2019 ma comunque non su livelli sufficienti da impedire un calo delle scorte. Per quanto riguarda invece il **mais**, il raccolto dovrebbe incominciare a breve nell'Emisfero Australe e se in America Latina dovrebbe confermare i livelli eccezionalmente ricchi del 2019, in Sud Africa la produzione è attesa in recupero dopo la siccità della scorsa stagione. La FAO segnala però come il recente calo dei prezzi del mais potrebbe ridimensionare le decisioni di semina per il 2021. La crescita dei consumi dovrebbe invece comportare una contrazione delle scorte finali.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

**Focus cacao: domanda in calo, ma la limitata visibilità sull'emergenza sanitaria in Africa aumenta la volatilità dei prezzi.** Dopo la brusca correzione delle quotazioni del cacao subita a causa del clima generalizzato di avversione al rischio diffuso sui mercati delle materie prime, a partire da metà marzo i prezzi si sono stabilizzati tra i 2200 e i 2300 dollari la tonnellata prima di evidenziare una maggiore volatilità nella parte iniziale del mese corrente. La pandemia di Covid-19 ha ridotto la domanda di cacao e prodotti derivati: nel 1° trimestre i dati sulla macinatura hanno evidenziato una contrazione del 5,1% a/a in Nord America e dello 0,5% a/a in Asia, flessioni che dovrebbero accentuarsi nel trimestre primaverile. Nel corso della crisi del 2008 i consumi globali di cacao calarono di oltre il 6%, contrazione che potrebbe essere ampiamente superata nella recessione prevista per il 2020. Ad una domanda meno vivace si associano però i rischi, di difficile valutazione, per l'offerta che potrebbero spingere al rialzo, nel più lungo termine, i prezzi del cacao o comunque incrementarne la volatilità. L'epidemia si sta diffondendo anche in Africa, da dove proviene la gran parte della produzione, con i numeri ufficiali che probabilmente sottostimano i contagi. Al momento i principali produttori di cacao non hanno ancora segnalato significativi problemi nelle catene del valore, ma in Nigeria, il quarto paese produttore globale, dove i casi di contagiati sono inferiori rispetto a quelli registrati in Ghana e Costa d'Avorio (i due principali produttori a livello internazionale), sono state riportate impossibilità dei lavoratori nel raggiungere le coltivazioni, elemento che potrebbe mettere a rischio le produzioni e portare a una riduzione della quantità e della qualità dell'offerta. La stagione principale dei raccolti è ormai alla fine ma il protrarsi dell'emergenza, in attesa della stagione secondaria che inizia a maggio, porrebbe rischi, oltre a raccolti e produzione, anche al trasporto, al controllo della qualità e nella definizione dei prezzi a livello locale; fattori che potrebbero incrementare incertezza e volatilità per i prezzi del cacao nei prossimi mesi.

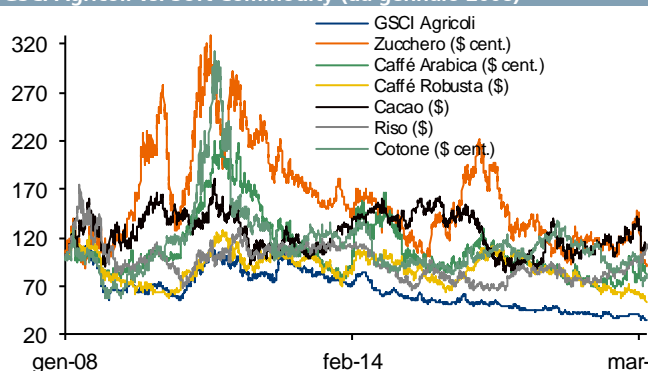
**Focus zucchero: il crollo del petrolio azzerò la domanda di biocarburanti.** Insieme alle quotazioni del petrolio, nelle ultime settimane sono scese anche quelle di molte materie prime alimentari, tra cui lo zucchero. La prima causa è il peso del

petrolio nella catena alimentare, soprattutto nell'agro-industria. A ciò si aggiunge un altro elemento, ovvero la quota di prodotti agricoli usati per produrre biocarburanti, il cui prezzo segue direttamente quello del petrolio, fra questi lo zucchero appare quello maggiormente penalizzato. Non escludiamo che alcuni Paesi emergenti possano attuare delle politiche protezionistiche che appaiono salvaguardare i prezzi del prodotto nel breve termine ma che non sortiscono grande efficacia nel lungo periodo. Complessivamente infatti spesso la domanda cresce e la produzione di zucchero rimane sempre al di sopra della domanda, salvo che anche in questo comparto non si faccia sentire il problema della mancanza di manodopera per la raccolta dei prodotti.

**Focus caffè: i rischi per l'offerta e le diverse modalità di consumo sembrerebbero spiegare la divergenza tra i prezzi di Arabica e Robusta.** Secondo uno studio dell'International Coffee Organization (ICO), un calo di 1pp della crescita del PIL globale si associa a una frenata della crescita dei consumi internazionali di caffè di 0,95pp (quantificato intorno a 1,6 milioni di sacchi). La severa recessione che dovrebbe caratterizzare il 2020 a causa della pandemia di Covid-19 dovrebbe quindi avere un significativo impatto sulla domanda di caffè. La contrazione del PIL di circa il 3% stimata dal Fondo Monetario Internazionale potrebbe quindi portare a una flessione dei consumi di caffè intorno ai 5 milioni di sacchi, contrazione che potrebbe anche risultare amplificata dalle misure di distanziamento sociale ormai implementate su scala internazionale. L'eccesso di domanda inizialmente previsto per la stagione 2019/20 potrebbe quindi trasformarsi in un eccesso di offerta. A partire dalla metà del mese di marzo, con la diffusione dell'emergenza sanitaria su scala globale, i prezzi delle diverse qualità di caffè hanno però presentato un andamento divergente, con le quotazioni della varietà Robusta che hanno accelerato al ribasso a fronte di una maggiore tenuta da parte dell'Arabica. La Robusta è probabilmente penalizzata dalla minore domanda asiatica, ove i consumi hanno spesso una dimensione sociale e aggregativa e quindi risentono maggiormente delle misure di distanziamento sociale. Per quanto riguarda invece l'Arabica, la qualità più consumata in Nord America ed Europa, i minori consumi "out of home", cioè nelle strutture ricettive e ricreative, sembrerebbero essere, almeno parzialmente, compensati dall'incremento di quelli all'interno della dimensione abitativa e familiare. Secondo l'Istituto di ricerca di mercato IRI, infatti, il caffè ha registrato un marcato incremento degli acquisti al dettaglio, soprattutto in Europa, durante il periodo di *lockdown*; in particolare, in Italia e in Francia le vendite sono salite di circa il 30% rispetto alla media. Inoltre, a sostenere le quotazioni dell'Arabica contribuiscono le preoccupazioni circa la produzione in Colombia, Brasile e Perù, da dove provengono quasi due terzi dell'offerta globale. In particolare, la diffusione dei contagi anche in America Latina può comportare un calo della manodopera, soprattutto in quelle aree dove la produzione è meno meccanizzata e il processo con una

maggiore intensità di lavoro. Le differenze nelle modalità di consumo e i rischi sul fronte dell'offerta sembrerebbero dunque spiegare la divergenza tra i prezzi delle due varietà di caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Agricoli: outlook Moderatamente Positivo.** Il forte ribasso delle commodity agricole va di pari passo con quello del petrolio a cui sono strettamente legate. Nel breve l'emergenza ha ridotto gli scambi commerciali, anche a causa della chiusura delle frontiere, accentuando le difficoltà nei trasporti: situazione che inizialmente aveva spinto al rialzo le quotazioni delle materie prime agricole a livello internazionale ma che ora invece provoca fortissimi accumuli di derrate alimentari non vendute. Pur facendo riemergere una forte consapevolezza circa il valore strategico rappresentato dal cibo e dalla sua necessità di essere garantito e costantemente approvvigionato, lo shock positivo sui prezzi fatica a concretizzarsi e anzi il mercato appare ben fornito. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero accentuare i rialzi, qualora le difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e l'assenza di manodopera per la raccolta dei prodotti mettessero eccessivamente sotto pressione l'intera filiera alimentare. Dal punto di vista degli investitori, gli Agricoli potrebbero diventare un'asset class di possibile investimento speculativo, scommettendo appunto sul fatto che sia una contrazione della lavorazione dei terreni (per il blocco delle persone) sia una veloce erosione delle scorte possano portare a un deficit di offerta generalizzato.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	22.04.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	317,5	352,5	370,0	370,0	415,0	431,0
Frumento (\$ cent.)	543,0	520,0	515,0	515,0	491,5	515,0
Soia (\$ cent.)	834,8	870,0	900,0	900,0	935,0	955,0
Cotone (\$)	56,3	56,5	59,0	59,0	68,0	65,0
Cacao	2.355,0	2.400	2.400	2.400	2.600	2.561
Zucchero	9,8	11,1	12,3	12,3	13,9	14,0
Caffè (arabica)	110,6	115,0	110,0	110,0	120,0	117,5
Caffè (robusta)	1.084,0	1.200	1.250	1.250	1.360	1.400

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	22.04.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	317,5	350	360	380	440	470
Frumento (\$ cent.)	543,0	520	510	500	510	515
Soia (\$ cent.)	834,8	860	860	870	925	975
Cotone (\$)	56,3	55	58	60	62	64
Cacao	2.355,0	2.400	2.400	2.600	2.600	2.600
Zucchero	9,8	10,4	10,4	10,8	11,5	12,0
Caffè (arabica)	110,6	107	107	110	120	125
Caffè (robusta)	1.084,0	1.200	1.250	1.300	1.360	1.400

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

## Avvertenza generale

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

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, 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.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv Datastream, 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.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 26.03.2020.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e 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 ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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>

## 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>.

## 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>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>) 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 degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) uno degli analisti citati nel presente documento (Mario Romani) è socio AIAF.

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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

Serena Marchesi  
Fulvia Risso  
Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi