

Commodity: timori sulla domanda di risorse per il 2020

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Non cambiamo il nostro approccio cautamente ottimista sul petrolio, anche perché i prezzi sono tornati pericolosamente ai minimi delle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria non più solo in Cina ma anche in Europa: un rimbalzo appare fisiologico. Il contesto generale per il petrolio resta caratterizzato da un abbondante surplus: il mercato aspetta in maniera spasmodica il taglio della produzione da parte di OPEC e Russia, al fine di rialzare le quotazioni. L'aggravarsi dell'emergenza COVID-19, le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda globale di greggio rappresenteranno ancora dei rischi al ribasso per le quotazioni. Pur alla luce di questo quadro, manteniamo la nostra idea di consolidamento su livelli medi delle quotazioni petrolifere. Confermiamo di conseguenza il nostro outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 61,8 (da 64,8) dollari al barile per il 2020 e 60 per il 2021; 2) per il WTI: 56,8 (da 59,8) nel 2020 e 55 nel 2021.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo, previsioni di consolidamento, il grosso del rialzo potrebbe essere alle spalle. Il quadro prospettico sui Metalli Preziosi non muta: la volatilità e la conseguente avversione al rischio saranno i driver principali che alimenteranno la domanda di beni rifugio. Oro e argento esprimono ancora il loro *appeal* verso gli investitori, in scia alle tensioni generate dalle incertezze globali e ai rischi sanitari in Cina. La forte accelerazione delle quotazioni, impressa dai dubbi sugli impatti del coronavirus nelle catene produttive cinesi, ci fa ribadire come il grosso del movimento di rialzo possa forse essere definitivamente alle spalle. Anche sul lungo termine persiste solo un cauto ottimismo su oro e argento, mentre fra i preziosi di taglio più industriale continua una netta preferenza per il palladio rispetto al platino.

Metalli Industriali: Outlook Neutrale. I timori per gli effetti dell'emergenza sanitaria sul ciclo cinese e mondiale restano i temi del 2020. L'emergenza sanitaria in corso ha cancellato il cauto ottimismo legato alla sigla dell'accordo di Fase 1. Resta, a tendere, l'attesa per le trattative commerciali della cosiddetta Fase 2, ma in questo momento i timori sono per gli strascichi degli effetti del coronavirus sulla crescita globale e sulla domanda di metalli, in particolare. I fondamentali della maggior parte dei metalli industriali rischiano di deteriorarsi ulteriormente, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime soprattutto in Cina. Crediamo però che i Metalli industriali possano recuperare dai minimi segnati di recente ma senza particolari performance positive e mantenendo una forte volatilità.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. La Cina ha 90 giorni di tempo per dar seguito agli impegni Fase 1 con gli Stati Uniti, avvalendosi anche di clausole straordinarie per rimodulare i propri obblighi. E' evidente che la situazione di emergenza sanitaria rischi di dettare altre priorità per l'agenda cinese. Già prima della frenata della crescita cinese, dovuta all'epidemia, l'impegno di importare circa il 30% di prodotti agricoli in più rispetto agli acquisti precedenti, ma a parità di export agricolo USA, sarebbe risultato un obiettivo pressoché utopistico. Per queste ragioni, l'outlook viene confermato Moderatamente Positivo ma si accentuano i rischi che rendono il quadro decisamente meno positivo, almeno nel breve. Le *soft commodity* sembrano godere di fondamentali più positivi, candidandosi come valide alternative di investimento nella rotazione di portafoglio degli operatori.

27 febbraio 2020

14:57 CET

Data e ora di produzione

27 febbraio 2020

15:05 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*

	Feb.	Gen.
WTI	+	+
Brent	+	+
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	+	+
Argento	+	+
Rame	=	=
Alluminio	=	=
Zinco	=	=
Nickel	+	+
Mais	+	+
Frumento	=	=
Soia	=	=
Cotone	+	+

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

Performance commodity

(%)	2020	2019
WTI	-20,2	34,46
Brent	-19,0	22,68
Gas Naturale	-16,8	-25,54
Gasolio	-23,7	20,22
Oro	7,7	18,87
Argento	-0,5	15,32
Rame	-8,2	3,50
Alluminio	-6,3	-1,95
Zinco	-11,0	-9,49
Nickel	-10,5	31,20
Mais	-4,4	3,40
Frumento	-3,3	11,03
Soia	-6,6	6,86
Cacao	11,3	5,13
Zucchero	10,2	11,55
Caffè	-15,9	27,34
Cotone	-5,1	-4,36

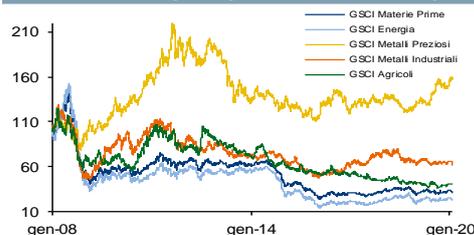
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 26.02.2020

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.02.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	2.222,1	-14,3	-14,3	-30,2
GSCI Energia	396,8	-20,2	-15,6	-37,8
GSCI Met. Preziosi	1.913,0	7,0	21,2	27,5
GSCI Met. Industriali	1.123,2	-7,8	-21,2	-6,5
GSCI Prod. Agricoli	334,5	-3,9	-15,7	-34,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 26.02.2020

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.02.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: forte storno, crescono i timori sulla futura domanda di petrolio

Commodity: il passaggio dell'emergenza sanitaria dalla Cina all'Europa ha depresso ulteriormente le commodity. Le materie prime dimenticano in fretta il sostegno allo scenario dovuto alla firma dell'accordo Fase 1 e sembrano scontare con maggior forza i timori sul rallentamento dell'economia globale, specie dopo il propagarsi dell'emergenza sanitaria. Nelle ultime settimane il diffondersi del COVID-19 ha depresso ulteriormente il prezzo del petrolio, così come tutte le asset class legate alla propensione al rischio, che soffrono quando la tensione negativa sui mercati aumenta. In una fase, per di più, in cui il ciclo economico mondiale era già stato messo alla prova dalla guerra commerciale e si pensava potesse risollevarsi dopo la sigla dell'accordo commerciale Fase 1. L'impressione è che quest'anno la maggior parte dei comparti delle commodity possa rischiare di muoversi lateralmente: la crescita economica globale infatti potrebbe essere ulteriormente minata dagli effetti dell'emergenza sanitaria, pur se, almeno nelle speranze, limitata al 1° trimestre dell'anno. Quello che appare certo è che le asset class più speculative stanno nettamente pagando le conseguenze di una fortissima impennata dell'avversione al rischio. Le commodity, in questo senso, rischiano di essere penalizzate doppiamente: sia come classe di investimento definita rischiosa, sia per l'oggettivo ruolo svolto nella catena del ciclo produttivo mondiale, previsto in frenata almeno nel breve.

Prezzi del petrolio, di <i>break-even</i> , per i membri OPEC						
	Media 2000-2015	2016	2017	2018	Stime 2019	Stime 2020
Algeria	102,6	102,5	91,4	104,2	129,8	109,0
Bahrain	74,1	105,7	112,6	118,4	95,1	91,8
Iran	55,9	58,4	64,8	82,0	155,6	194,6
Iraq	-	46,3	42,3	45,4	62,5	60,3
Kuwait	43,8	43,4	45,7	54,2	54,3	54,7
Libia	70,4	244,5	102,8	95,6	94,8	99,7
Oman	62,5	101,7	96,9	99,5	87,3	87,6
Qatar	45,0	54,0	50,6	50,3	48,8	45,7
Arabia Saudita	78,0	96,4	83,7	88,6	86,5	83,6
Emirati Arabi	47,6	51,1	59,8	66,7	70,2	70,0
Yemen	197,1	364,0	125,0	-	-	-

Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, ottobre 2019, elaborazioni Intesa Sanpaolo

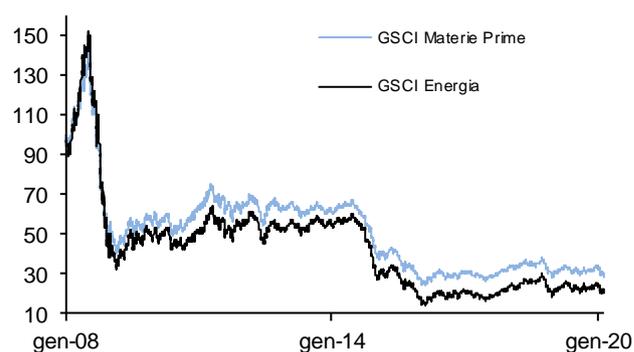
Meeting OPEC del 5-6 marzo: attesa per un taglio della produzione. L'OPEC si dice pronta a nuove misure di sostegno al mercato petrolifero. Il Ministro dell'energia saudita, il principe Abdulaziz bin Salman, tenta da qualche giorno di dare un'immagine compatta del Cartello, in vista del prossimo meeting di Vienna del 5-6 marzo, confermando che le opzioni di azione a disposizione sono più d'una. Le indiscrezioni, in realtà, descrivono tensioni fra i membri OPEC circa la possibilità di ridurre ulteriormente l'output di petrolio dopo che, nelle ultime settimane, il diffondersi del coronavirus ne ha depresso ulteriormente il prezzo. Poco coesa anche la compagine OPEC+ (OPEC più la Russia): l'Arabia Saudita, il Kuwait e gli Emirati Arabi Uniti, che rappresentano più della metà della capacità produttiva dell'OPEC, hanno tenuto colloqui per discutere di un possibile taglio congiunto di

ulteriori 300.000 barili al giorno. La Russia non intende, preliminarmente, avallare questa posizione ma attende segnali più concreti di calo della propria domanda di petrolio, dettati dal coronavirus. Situazione che, ovviamente, crea debolezza sul petrolio. Al momento, l'OPEC+ mette in campo una riduzione volontaria della produzione di petrolio aggregata di 1,7 milioni di barili; sembrerebbe esserci la forte volontà di portarli almeno a 2 milioni.

Performance di lungo termine				
	Valore 26.02.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.222,1	-14,3	-14,3	-30,2
GSCI Energia	396,8	-20,2	-15,6	-37,8
WTI (\$)	48,7	-20,2	-22,7	-2,1
Brent (\$)	53,4	-19,0	-19,8	-14,6
Gas Naturale (\$)	1,8	-16,8	-32,1	-33,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

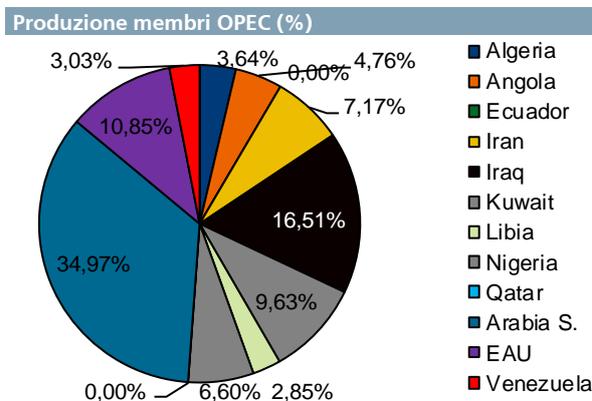


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: coronavirus e temperature superiori alla media fanno rivedere al ribasso le stime per la domanda globale di petrolio, si dovrebbe però assistere a un rialzo dei prezzi del greggio nella seconda metà dell'anno. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di febbraio l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha rivisto verso il basso le proprie previsioni relative ai consumi globali di petrolio a causa dell'impatto economico della diffusione del COVID-19 e di temperature superiori alla media nel mese di gennaio. Nel 1° trimestre del 2020 l'EIA prevede infatti una domanda a 100,3 milioni di barili al giorno (mb/g), una limatura di quasi 1 mb/g rispetto alle stime di gennaio e un calo di 1,1 mb/g rispetto al trimestre finale del 2019; nel complesso dell'anno i consumi sono previsti in crescita di 1,0 mb/g (1,3 mb/g a gennaio) a 101,7 mb/g e di 1,5 mb/g nel 2021. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC, dopo essersi attestata a 65,5 mb/g nel 2019, è attesa in aumento a 68,0 mb/g (rivista al ribasso da 68,1 mb/g precedente) per poi salire a 68,8 mb/g l'anno successivo (rivista da 69,1 mb/g). La produzione statunitense di greggio nel 2020 dovrebbe attestarsi a 13,2 mb/g, in crescita di 1,0 mb/g dal 2019, per poi salire a 13,6 mb/g nel 2021 (rivista

verso il basso da 13,7 mb/g). Per quanto riguarda invece la produzione nei paesi OPEC, l'EIA prevede che, in aggiunta ai tagli concordati a dicembre, l'Organizzazione riduca le estrazioni di ulteriori 0,5 mb/g da marzo a maggio. Nel corso del 2020 si prevede una media annua di 28,9 mb/g, rivista al ribasso di 0,3 mb/g (nel 2019 l'offerta proveniente da paesi OPEC si era attestata a 29,8 mb/g). Nei primi tre mesi dell'anno le estrazioni dovrebbero attestarsi a 28,6 mb/g prima di salire a 28,8 mb/g nel trimestre primaverile e poi normalizzarsi gradualmente verso quota 29,2 mb/g nella seconda metà dell'anno. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 2,0 mb/g nel 2019 a 2,6 mb/g nel 2020 (rivista da 2,4 mb/g) e nel 2021. Alla luce dei fondamentali delineati l'Istituto prevede un prezzo medio per il Brent di 61 dollari al barile (\$/b) nel 2020 e di 68 \$/b l'anno successivo. Per quanto riguarda il 2020, però, si stima un prezzo in media più basso nel 1° semestre, intorno a 58 \$/b, prima di una risalita dei corsi di mercato a 64 \$/b nei sei mesi successivi in scia alla riduzione delle scorte.

IEA: si prevede la prima contrazione della domanda di greggio da oltre dieci anni nel 1° trimestre del 2020. Nell'Oil Market Report (OMR) di febbraio l'IEA (International Energy Agency), dopo che nel rapporto precedente aveva ridimensionato i rischi per l'offerta provenienti dalle tensioni geopolitiche a inizio anno, ha sottolineato i potenziali effetti sulla domanda della diffusione del virus COVID-19. Secondo l'IEA, e in linea con le indicazioni emerse da altre fonti, nel 1° trimestre del 2020 si dovrebbe registrare la prima contrazione della domanda da oltre dieci anni, di circa 0,4 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale revisione si riflette anche nelle previsioni per il complesso del 2020, che hanno subito una limatura di 0,2 mb/g a 101,0 mb/g, una crescita annua di 0,8 mb/g, il ritmo più contenuto dal 2011. Il taglio delle stime, secondo l'IEA, è giustificato dal maggior ruolo dell'economia cinese nel sistema internazionale anche in termini di consumi energetici rispetto all'evento comparabile della SARS nel 2003: nel 2019 infatti la crescita della domanda cinese di greggio ha rappresentato circa tre quarti di quella globale implicando quindi un impatto non indifferente sui consumi petroliferi a inizio 2020. Sul fronte dell'offerta, le estrazioni non-OPEC nell'anno in corso dovrebbero salire di 2,0 mb/g a 67,0 mb/g, stima sostanzialmente invariata rispetto a gennaio. Se prima dello scoppio dell'epidemia si prevedeva un ritorno del mercato in equilibrio a partire dalla seconda metà del 2020 grazie alla riduzione dell'offerta decisa dall'OPEC e alla ripresa della domanda globale, ora i rischi provenienti dal coronavirus potrebbero spingere l'Organizzazione dei paesi produttori a nuovi tagli. L'IEA stima una limatura necessaria di 0,6 mb/g, portando la produzione OPEC richiesta a 27,2 mb/g nei primi tre mesi del 2020, 1,7 mb/g al di sotto delle estrazioni dei paesi membri di gennaio, per una media annua di 28,4 mb/g.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.01.2020

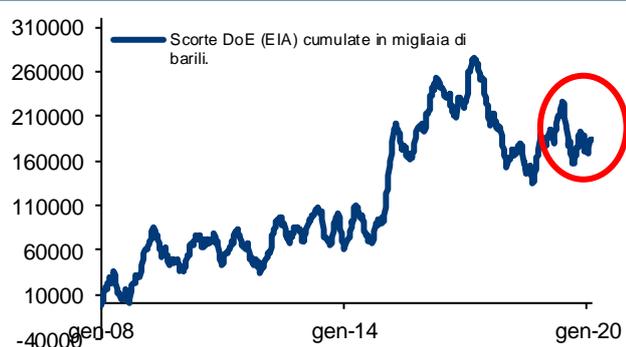
OPEC: gli effetti del coronavirus pesano sulle stime di domanda di greggio nella prima metà del 2020. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di febbraio, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato proprie stime per i fondamentali di domanda e di offerta per il 2019/20 alla luce dei potenziali impatti sull'economia globale dell'epidemia di coronavirus. Secondo le previsioni dell'OPEC, la domanda di greggio nel 2020 è destinata a crescere di 0,99 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto all'annata precedente, portandosi a 100,73 mb/g; la revisione verso il basso di 0,23 mb/g rispetto al rapporto di gennaio è imputabile prevalentemente all'impatto del COVID-19 sui consumi internazionali di petrolio nella prima metà del 2020. Si dovrebbe assistere ad un rimbalzo degli utilizzi nella seconda parte dell'anno, che sono stati comunque rivisti verso il basso rispetto al rapporto precedente. Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire da 64,4 mb/g del 2019 (rivista solo marginalmente al rialzo rispetto a gennaio) a 66,6 mb/g (rivista al ribasso di 0,08 mb/g). Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC (Call on OPEC) di 29,3 mb/g (rivista al ribasso da 29,5 mb/g) nel 2020, 1,3 mb al di sotto di quella richiesta nel 2019. La revisione riflette la frenata della domanda imputabile al coronavirus nel primo semestre del 2020: in particolare, per garantire un mercato in equilibrio l'Organizzazione dovrebbe estrarre 28,9 mb/g nel 1° trimestre del 2020 (rivisto da 29,2 mb/g) e 28,3 mb/g (rivisto da 28,6 mb/g) in quello successivo. A partire dalla seconda metà dell'anno, in scia alla ripresa della domanda, la produzione OPEC potrebbe ricominciare a salire: 30,0 mb/g (rivisto da 30,3 mb/g) nel corso dell'estate e 29,9 mb/g in autunno (invariato). Secondo fonti secondarie, a gennaio l'OPEC ha ridotto le estrazioni a 28,9 mb/g dai 29,4 mb/g di dicembre, 1,0 mb/g al di sotto della media registrata lo scorso anno e in linea con la produzione necessaria per garantire l'equilibrio nel mercato fisico. Le scorte commerciali dei Paesi OCSE a dicembre 2019 dovrebbero invece essere salite di 6,8 mb rispetto al mese precedente a 2.918 mb, superiori di 45 mb rispetto a quelle dello stesso periodo dell'anno precedente e di 38 mb rispetto alla media a cinque anni. In termini di copertura, le scorte sono cresciute di 0,6 giorni m/m a 61 giorni, 0,8 giorni al di sopra di

quelle di dicembre 2018, ma 0,1 giorni al di sotto della media quinquennale.

Performance di medio termine					
	26.02.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	396,8	-16,7	-5,3	-11,0	-20,2
WTI (\$)	48,7	-16,1	-11,3	-14,4	-20,2
Gas Naturale (\$)	1,8	-27,2	-17,3	-34,9	-16,8
Gasolio (\$)	468,8	-20,2	-15,3	-24,8	-23,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

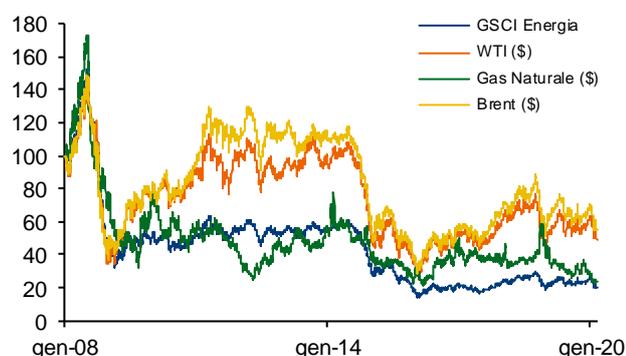
WTI: scorte DoE



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

La dinamica delle scorte USA. Le scorte API (American Petroleum Inst.) sono cresciute moderatamente di soli 1,3 milioni di barili nella settimana terminata il 21 febbraio, rispetto all'accumulo di oltre 4,2 milioni riportato la settimana precedente. Secondo l'EIA, divisione del Dipartimento dell'Energia americano, le scorte di petrolio al 21 febbraio 2020 sono aumentate di 500 mila barili; il consenso prevedeva un aumento di 1,81 milioni di barili. Gli stock di distillati hanno registrato un calo di 2,1 milioni, contro attese per un decremento di 1,58 milioni; le scorte di benzine sono scese di 2,69 milioni (erano attesi -2 milioni). Il mercato resta preoccupato riguardo agli impatti di una riduzione della domanda globale qualora si aggravasse ulteriormente la situazione sanitaria, in un contesto in cui il surplus di offerta di greggio resta notevole.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Non cambiamo il nostro approccio cautamente ottimista sul petrolio, anche perché i prezzi sono tornati pericolosamente ai minimi delle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria non più solo in Cina ma anche in Europa: un rimbalzo appare fisiologico. Nell'accordo commerciale Fase 1 è compreso l'impegno da parte della Cina all'acquisto di energia statunitense nel biennio 2020-21, per un controvalore di circa 52,4 miliardi di dollari; le ultime statistiche indicano però un fisiologico calo dei consumi di energia. Nonostante ciò, il contesto generale resta caratterizzato da un abbondante surplus di petrolio, come evidenziato anche dalle stime dei report mensili pubblicati questo mese da EIA, IEA e OPEC. Il mercato aspetta in maniera spasmodica il taglio della produzione da parte di OPEC e Russia, al fine di rialzare le quotazioni del petrolio. L'aggravarsi dell'emergenza COVID-19, le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresenteranno ancora dei rischi al ribasso per le quotazioni. Alla luce di questo quadro, manteniamo comunque la nostra idea di consolidamento su livelli medi delle quotazioni petrolifere. Confermiamo di conseguenza il nostro outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 61,8 (da 64,8) dollari al barile per il 2020 e 60 per il 2021; 2) per il WTI: 56,8 (da 59,8) nel 2020 e 55 nel 2021. 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 1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.20	2020	2020	2020	2021
WTI (\$)	48,7	56,5	56,0	57,0	56,8
Brent (\$)	53,4	60,7	60,0	60,0	61,9
Gas Nat. (\$)	1,8	2,3	2,4	2,3	2,4

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.20	2020	2020	2020	2021
WTI (\$)	48,7	53,0	57,0	60,0	56,8
Brent (\$)	53,4	58,0	62,0	65,0	61,8
Gas Nat. (\$)	1,8	2,00	2,10	2,30	2,20

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: i dubbi sulla produttività cinese alimentano la corsa dell'oro

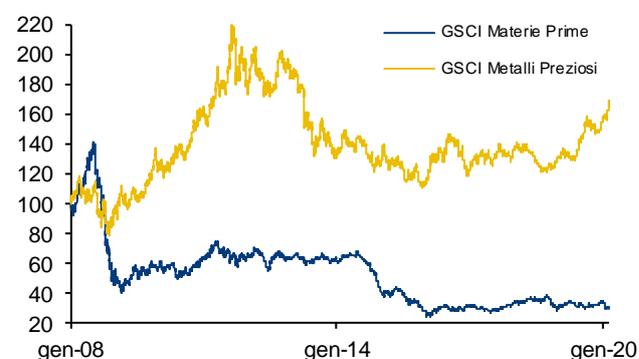
Prosegue l'appeal dei Preziosi in scia agli allarmi sulle catene produttive in Cina, dovuti all'emergenza sanitaria. A sostenere i Preziosi sarà ancora l'avversione al rischio sui mercati, che alimenta la ricerca di asset difensivi. L'apprensione degli operatori, da un lato rassicurati dal rientro dell'emergenza dal punto di vista strettamente sanitario, è accentuata dai dubbi circa l'impatto della malattia sulla catena produttiva cinese. A scatenare nuovamente il sentiment di avversione al rischio è stata Apple che, prima fra tutte, ha indicato nel coronavirus la causa delle difficoltà nel raggiungere i target inizialmente stimati per il 2° trimestre sul fronte ricavi. L'allarme di Apple sulle vendite, legato proprio alle difficoltà produttive in Cina, ha di nuovo posto l'attenzione sull'impatto della malattia sull'offerta di prodotti finiti o semi-lavorati di manifattura cinese. Non muta invece la questione relativa al costo opportunità minimo di detenere metalli preziosi. Lo scenario di bassi tassi di interesse erode il costo opportunità di detenere fisicamente tali metalli: questo genere di investimento non genera infatti interessi e non produce profitti immediati. E' evidente che, nell'attuale contesto di tassi addirittura negativi (in Europa), questa situazione risulta meno penalizzante, visto l'attuale quadro caratterizzato da politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali Istituti centrali mondiali. Banche centrali che, vista l'incertezza in atto, sono fortemente al centro della scena sostenendo le economie, *in primis* proprio Governo e Banca centrale cinese. Il sostegno all'economia ha preso forma nell'atteso taglio del tasso di riferimento sui prestiti (LPR). Scendono di 10 punti base il tasso a 1 anno e di 5 punti base quello a 5 anni, rispettivamente a 4,05% e 4,75%, nella speranza di garantire la massima liquidità per il sistema economico, spaventato dalla crisi sanitaria.

Performance di lungo termine

	Valore 26.02.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.222,1	-14,3	-14,3	-30,2
GSCI Preziosi	1.913,0	7,0	21,2	27,5
Oro (\$)	1.640,3	7,7	24,7	35,2
Argento (\$)	17,9	-0,5	9,0	7,7
Platino (\$)	915,6	-6,0	-6,8	-23,0
Palladio (\$)	2.771,5	42,7	167,2	239,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

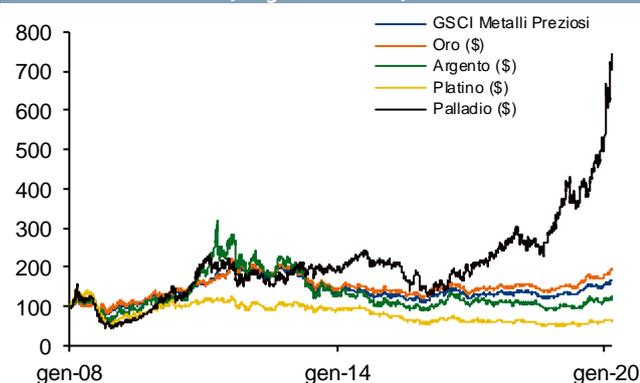
Oro e argento accelerano sulle tensioni legate al coronavirus. Il mercato, già cauto dopo la sigla dell'accordo di Fase 1 fra USA e Cina sul commercio, ha dovuto metabolizzare la volatilità legata all'esplosione dell'emergenza sanitaria in Cina. Questa avversione al rischio è diventata il fattore determinante per il rialzo di oro e argento: aspetto che ha consentito di limitare gli effetti negativi sui Preziosi, legati al rafforzamento del dollaro (dovuto anche alla conferma nella pausa del ciclo di taglio dei tassi della Fed) e alla forza dell'obbligazionario USA.

Nello specifico, l'oro ha infranto la soglia psicologica dei 1.600 dollari l'oncia, nonostante anche il dollaro abbia attirato l'interesse degli investitori come bene rifugio. Il biglietto verde è salito ai massimi da 4 mesi nei confronti delle principali valute. Stesso *appeal* esercitato anche dai titoli di stato USA, che hanno attirato l'interesse degli investitori. Appare sempre più chiaro come gli operatori, timorosi del rallentamento economico causato anche dal coronavirus, si rifugino negli asset in dollari, individuando nel sistema americano l'economia più solida. Prevediamo un prezzo medio di 1.560 dollari per il 2020 e 1.575 per il 2021. Le tensioni geopolitiche di fine 2019 e inizio 2020 avevano già contribuito a far recuperare l'argento. La spinta al rialzo è però arrivata in scia all'oro, a seguito delle tensioni legate al coronavirus. Sul fronte dei fondamentali, i fattori produttivi rimangono un aspetto chiave nel settore dell'argento: i giacimenti minerari vedono un calo della redditività in termini di materiale estratto, cosa che potrebbe portare ad un declino della produzione in futuro. A ciò si somma un calo della qualità mineraria (meno argento nel minerale estratto), aspetto che potrebbe dare sostegno ai prezzi in questo 2020. L'impiego industriale dell'argento è visto in crescita in particolare nel settore automobilistico e nel fotovoltaico. Prevediamo un prezzo medio di 18,4 (da 18,4) dollari per il 2020 e 19 per il 2021.

Platino e palladio. Nuovi massimi del palladio (sopra 2.700 dollari l'oncia): la sensibilità verso i temi climatici e la necessità di contenere le emissioni di CO2 sta ormai assegnando al palladio un ruolo chiave nella produzione di marmitte

catalitiche dei motori a benzina. I motori diesel utilizzano invece il platino e vedono una decisa riduzione della produzione, in linea con l'esclusione dei motori diesel dal trasporto privato. Non è da escludere che i rincari del palladio possano indurre ad un effetto di sostituzione tecnica che, per ora, non viene preso in considerazione. Dal punto di vista dell'equilibrio di mercato è confermato che la produzione globale ammonterà a circa 200 tonnellate quest'anno, una quantità stimata come insufficiente per soddisfare la domanda. Questo ha portato ad una forte pressione sulle riserve (specie russe e sudafricane), che sono in costante calo, con relativo surriscaldamento dei prezzi. La situazione rischia di diventare ancora più esplosiva quando la mancanza di palladio risulterà abbastanza grave da impattare con forza sulla produzione di auto. Di conseguenza ci aspettiamo, anche per il 2020, che la dinamica industriale in atto prosegua, col platino che dovrebbe mantenersi strutturalmente più debole rispetto al palladio. Stimiamo una quotazione per il platino di 990 dollari l'oncia nel 2020 e 960 dollari per tutto il 2021. Per il palladio stimiamo una quotazione media di 2.075 dollari l'oncia nel 2020 e 1.750 dollari per tutto il 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.02.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.913,0	11,8	5,0	22,4	7,0
Oro (\$)	1.640,3	12,6	6,3	24,3	7,7
Argento (\$)	17,9	5,2	-1,6	13,7	-0,5
Platino (\$)	915,6	2,4	5,6	5,7	-6,0
Palladio (\$)	2.771,5	51,2	86,3	82,0	42,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, previsioni di consolidamento, il grosso del rialzo potrebbe essere alle spalle. Il quadro prospettico sui Metalli Preziosi non muta: la volatilità e la conseguente avversione al rischio saranno i driver principali che alimenteranno la domanda di beni rifugio. Oro e argento esprimono ancora il loro appeal verso gli investitori, in scia alle tensioni generate dalle incertezze globali e ai rischi sanitari in Cina. La forte accelerazione delle quotazioni, impressa dai dubbi sugli impatti del coronavirus nelle catene produttive cinesi, ci fa ribadire come il grosso del movimento di rialzo sia

forse definitivamente alle spalle. Anche sul lungo termine persiste solo un cauto ottimismo su oro e argento mentre, fra i preziosi di taglio più industriale, continua una netta preferenza per il palladio rispetto al platino, a conferma dei mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale e che vedono il palladio come metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina. Il tutto nonostante la sigla dell'accordo di Fase 1 (che avrebbe dovuto rasserenare la situazione) e in un quadro di tassi d'interesse bassi, che consente agli investitori di considerare pressoché ininfluente il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in metalli preziosi. I fattori da tenere sotto controllo sono ancora: a) il prosieguo delle trattative commerciali USA-Cina (Fase 2); b) la dimensione reale del rallentamento della crescita globale causato dall'emergenza sanitaria; c) le scelte sui tassi della Fed e il conseguente movimento del dollaro (decisamente forte); d) le tensioni geopolitiche globali.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 26.02.20	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.640,3	1.517,5	1.500,0	1.522,5	1.500,0	1.525,0
Argento (\$)	17,9	17,6	17,5	17,5	17,4	18,4
Platino (\$)	915,6	962,5	947,5	965,0	957,5	978,8
Palladio (\$)	2.771,5	2.170,0	2.000,0	2.000,0	2.010,0	1.750,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

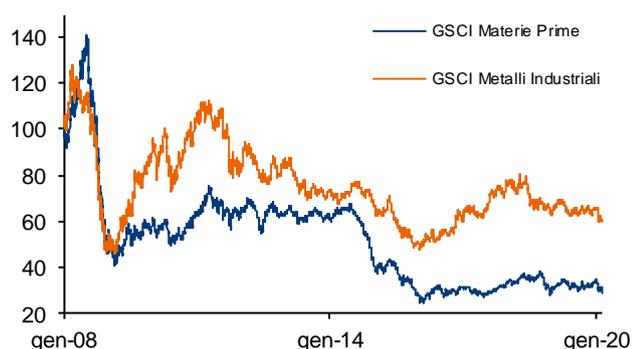
	Valore 26.02.20	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.640,3	1.550	1.550	1.570	1.560	1.575
Argento (\$)	17,9	18,0	18,0	18,5	18,4	19,0
Platino (\$)	915,6	1.000	995	985	990	960
Palladio (\$)	2.771,5	2.250	2.100	2.000	2.075	1.750

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: desta timori l'impatto dell'emergenza sanitaria sul ciclo

L'enfasi sull'emergenza sanitaria azzerava l'effetto positivo della sigla dell'intesa fra Cina e USA e amplifica i timori sulla domanda di metalli. Il 2019 si è chiuso, per la maggior parte dei metalli industriali, con un deficit fisico e una contrazione delle scorte mondiali; il 2020 prosegue ancora in sofferenza, a causa del diffondersi dell'emergenza sanitaria anche fuori dalla Cina. L'epidemia in Cina ha inciso, e anche in modo notevole, sull'industria dell'auto; proprio nell'area di Wuhan infatti hanno sede molti produttori di componentistica destinata sia al mercato interno che a quello estero. La crescita è in rallentamento in tutta l'area asiatica del Pacifico, mentre il coronavirus agisce su due fronti: da un lato indebolisce la domanda e dall'altro interrompe la catena di approvvigionamento proprio per l'assenza delle persone o per la chiusura forzata degli impianti. Per cui, soprattutto per il comparto in oggetto, una domanda di importazione cinese inferiore è il motivo principale per cui la richiesta di metalli potrebbe rallentare. Nel 2021 rischiamo di vedere un più accentuato calo dei prezzi dei metalli industriali, dovuto all'ulteriore rallentamento dei consumi globali, frenati dalla contrazione di quelli in Cina. Rafforziamo l'idea che da questo scenario possa emergere forse solo il nickel, caratterizzato da dinamiche specifiche legate, dal lato della domanda, all'auto elettrica e, dal lato dell'offerta, alla riduzione della produzione di materiale in più di uno dei paesi produttori. Un quadro che potrebbe salvaguardarlo dal generale clima di pessimismo sul comparto. In conclusione, alla luce di quanto descritto, risulta difficile 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

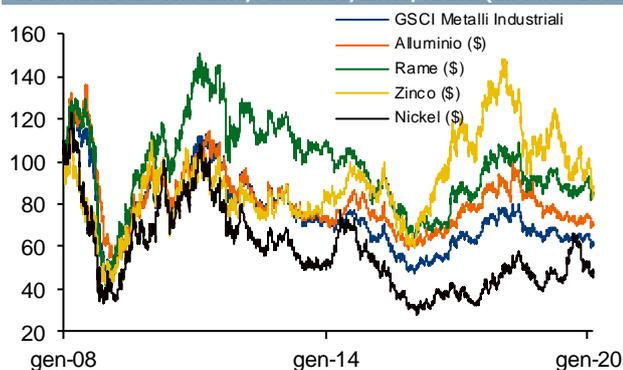
	Valore 26.02.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.222,1	-14,3	-14,3	-30,2
GSCI Industriali	1.123,2	-7,8	-21,2	-6,5
Rame (\$)	5.670,0	-8,2	-19,2	-3,8
Alluminio (\$)	1.696,0	-6,3	-21,0	-6,6
Zinco (\$)	2.028,5	-11,0	-43,2	-1,3
Nickel (\$)	12.550,0	-10,5	-9,4	-11,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: la diffusione del virus dovrebbe frenare la crescita a inizio anno ma l'impatto potrebbe essere a "V". Al momento abbiamo a disposizione pochi dati reali per una valutazione dell'impatto ma, alla luce delle informazioni relative ai trasporti e alle vendite di auto, unite a quelle provenienti da paesi come Corea del Sud, Vietnam e Cambogia, strettamente legati all'economia cinese, è probabile che nel 1° trimestre del 2020 il gigante asiatico possa subire una frenata abbastanza marcata. Si segnala inoltre come l'esplosione dell'epidemia sia risultata coincidente con le festività del Capodanno lunare, quando di norma l'attività si ferma, e che i dati economici relativi a gennaio e febbraio, come di consueto, dovrebbero essere resi pubblici congiuntamente e solo a marzo. Si consideri inoltre come, a fronte dell'elevato grado di internazionalizzazione dell'economia cinese, del peso sulla crescita globale e dell'integrazione delle catene produttive globali, siano possibili effetti a cascata sulla crescita globale, almeno a inizio anno, e soprattutto per quei paesi particolarmente dipendenti dalla domanda di beni finali e intermedi da parte di Pechino, come per esempio le economie australi e asiatiche. A gennaio gli indici PMI Caixin avevano evidenziato un contenuto deterioramento del morale manifatturiero (51,1 da 51,5) e nei servizi (51,8 da 52,5), indicando come i segnali di ripresa prima dello scoppio dell'epidemia fossero comunque ancora contenuti, mentre le indagini relative al mese di febbraio, che verranno pubblicate nel corso della prima settimana di marzo, dovrebbero offrire i primi effetti sul morale delle imprese della diffusione del virus, con sia gli indici relativi alla manifattura che quelli sui servizi che potrebbero scendere al di sotto della soglia critica di 50, che separa l'espansione dalla contrazione. Nel complesso, però, è possibile che l'impatto economico del virus sia a "V", cioè con un rimbalzo dell'espansione una volta ridimensionata l'emergenza, grazie anche alle misure di supporto economico messe in campo dalle autorità di politica monetaria e fiscale. Nello scenario centrale, infatti, si potrebbe assistere a una riaccelerazione già a partire dal trimestre primaverile, anche se, considerando la visibilità limitata sul fenomeno, i rischi restano verso il basso. Tra le mosse espansive varate la Banca centrale ha deciso di ridurre i requisiti di riserva per le banche, incrementare i flussi di liquidità sul mercato e di tagliare i tassi di riferimento sia a 1 che a 5 anni, confermando la volontà dell'istituto di supportare l'economia nel momento di difficoltà

e segnalando l'ampia disponibilità di spazio di manovra sul fronte monetario, oltre che su quello fiscale. In attesa del ridimensionamento dell'emergenza riteniamo probabile che la Banca centrale cinese preferisca focalizzarsi su misure atte a sostenere l'espansione, anche a fronte di una dinamica inflattiva ancora elevata ma che non dovrebbe comunque rappresentare un fattore di rischio. A gennaio, infatti, l'inflazione *headline* è salita a 5,4% a/a da 4,5% a/a precedente, spinta ancora una volta dal rincaro dei listini alimentari. Nei prossimi mesi il surriscaldamento dei prezzi agricoli, imputabile, oltre alla peste suina, al blocco di alcune attività nel settore primario, dovrebbe venir meno e risultare compensato dalle pressioni verso il basso provenienti dalla riduzione della domanda e dall'effetto sui prezzi alla produzione del calo dei corsi delle materie prime.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: timido rimbalzo dai minimi sotto 5.600, resta la zavorra dell'emergenza sanitaria. Proprio per il suo storico ruolo di cartina al tornasole della salute dell'economia, il rame è fra gli industriali ad aver maggiormente subito l'avversione al rischio sui mercati dettata dall'emergenza sanitaria in corso. La discesa sotto 5.600 è stata repentina ed ora faticosamente le quotazioni devono provare a rientrare sopra 5.800, area chiave per poter sperare in un'inversione di trend. Il rame, come molti altri metalli, va incontro a un 2020 di peggioramento delle condizioni sui mercati fisici, con Pechino che consuma metà del rame mondiale (importandone oltre il 70% dei concentrati). Il rame resterà ancora in balia dei flussi speculativi e delle oscillazioni dell'avversione al rischio che si verificheranno quest'anno. Prevediamo un prezzo di 5.940 dollari in media per l'intero 2020 e 5.250 per il 2021.

Alluminio: permane la debolezza a causa del coronavirus ma sembrano sospesi i dazi dell'8 febbraio. L'emergenza legata al coronavirus, che ha depresso l'alluminio fin sotto 1.700, ha portato però al parziale rinvio dei dazi su acciaio e alluminio. Donald Trump aveva firmato un nuovo decreto per aumentare i dazi ad alcuni Paesi dall'8 febbraio. La misura prevede l'aumento del 25% dei dazi sui prodotti derivati dall'acciaio e del 10% su quelli dell'alluminio, che si vanno ad aggiungere a quelli già esistenti, rispettivamente del 25% e del 10%.

Esonerati diversi paesi da questo provvedimento: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Mexico e Corea del Sud sono esclusi dalle tariffe aggiuntive sull'acciaio; Argentina, Australia, Canada e Messico da quelle aggiuntive sull'alluminio. Il congelamento della misura e l'ipotesi di un rimbalzo delle quotazioni consolidano una cauta speranza di recupero per l'alluminio. Prevediamo un prezzo di 1.750 dollari in media per l'intero 2020 e 1.670 per il 2021.

Zinco: scivola ai minimi dal 2016, dubbi sulla ripresa nel 2020.

Tra i metalli industriali, tutti depressi dalla volatilità sui mercati legata all'emergenza sanitaria, spicca in negativo la performance dello zinco, che è sceso fino ai minimi da giugno 2016: le scorte nei magazzini della borsa londinese sono aumentate di oltre il 50%. Nel 2019 avevamo assistito alla ripresa della produzione cinese di zinco raffinato, questo nonostante la produzione mineraria sia risultata inferiore all'atteso. Il 2020 è probabile che registri ancora un surplus di concentrato di zinco, mentre il mercato dello zinco raffinato dovrebbe rimanere in deficit nonostante la domanda più debole del previsto. Un fattore che potrebbe rendere meno fosco il quadro e consentire allo zinco di guadagnare terreno è il basso livello delle scorte mondiali. Tuttavia, la produzione industriale ridotta e un contesto economico incerto e scosso dagli effetti negativi del virus sull'economia mondiale, costituiscono i principali rischi al ribasso. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.315 dollari nel 2020 e di circa 2.150 per l'intero 2021.

Nickel: prosegue la correzione da coronavirus, probabile un rimbalzo dei prezzi nel 2020.

La paura per il coronavirus ha spinto il nickel a livelli che non si vedevano dall'estate scorsa. Tutti i metalli hanno subito questo scivolone e nemmeno il nickel ha potuto sottrarsi alla debolezza, visto che Pechino consuma il 60% di questo metallo, usato nell'industria siderurgica e sempre più spesso nella produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica: due settori industriali in cui il gigante asiatico è ormai leader. Confermiamo tuttavia il nostro cauto ottimismo sulle quotazioni del nickel rispetto agli altri metalli proprio per i fondamentali più solidi. Nel quadro dei fondamentali resta il tema dell'Indonesia, uno dei due maggiori produttori al mondo (l'altro sono le Filippine con 340.000 tonnellate), che ha annunciato l'introduzione del divieto di esportazione di minerale contenente il nickel a partire da gennaio 2020, due anni in anticipo rispetto alla data di gennaio 2022 inizialmente prevista. Prevediamo per il nickel un prezzo medio di 14.700 dollari per il 2020 e di 15.000 per il 2021.

Performance di medio termine					
	26.02.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.123,2	-6,1	-5,0	-12,9	-7,8
Rame (\$)	5.670,0	-4,6	-0,2	-12,9	-8,2
Alluminio (\$)	1.696,0	-3,9	-3,7	-11,8	-6,3
Zinco (\$)	2.028,5	-12,7	-10,0	-26,6	-11,0
Nickel (\$)	12.550,0	-12,7	-20,1	-3,9	-10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale. I timori per gli effetti dell'emergenza sanitaria sul ciclo cinese e mondiale restano i temi del 2020.

L'emergenza sanitaria in corso ha spazzato via il cauto ottimismo legato alla sigla dell'accordo di Fase 1. Resta, a tendere, l'attesa per le trattative commerciali della cosiddetta Fase 2, ma in questo momento i timori sono per gli strascichi degli effetti del coronavirus sulla crescita globale e sulla domanda di metalli, in particolare. Manteniamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative sia ai dazi, sia alla crescita mondiale, come riflesso di un deterioramento dovuto all'emergenza sanitaria, che si spera possa essere meno impattante. I fondamentali della maggior parte dei metalli industriali rischiano di deteriorarsi ulteriormente, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime soprattutto in Cina. Crediamo però che i Metalli industriali possano recuperare dai minimi segnati di recente ma senza particolari performance positive e mantenendo una forte volatilità. Se si concretizzerà il rallentamento dei consumi legato a un'ulteriore frenata del ciclo mondiale (cinese in particolare), allora nel 2021 permane il rischio di una diminuzione più accentuata delle quotazioni del comparto.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.20	2020	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.670,0	6.034	6.000	6.100	6.100	6.250
Alluminio (\$)	1.696,0	1.790	1.750	1.800	1.818	1.894
Zinco (\$)	2.028,5	2.304	2.258	2.250	2.315	2.300
Nickel (\$)	12.550,0	13.590	14.125	14.750	14.300	15.000

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.20	2020	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.670,0	6.000	5.860	5.750	5.940	5.250
Alluminio (\$)	1.696,0	1.750	1.750	1.710	1.750	1.670
Zinco (\$)	2.028,5	2.300	2.300	2.280	2.315	2.150
Nickel (\$)	12.550,0	14.600	15.000	15.000	14.700	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

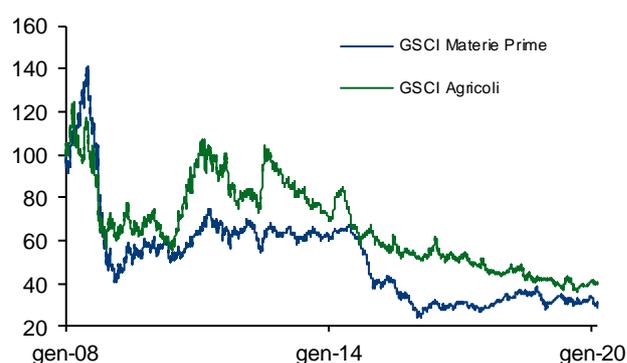
Prodotti Agricoli: l'emergenza sanitaria offusca la sigla dell'accordo di Fase 1

Agricoli: coronavirus e attese per gli acquisti cinesi di prodotti agricoli, dopo la sigla dell'accordo di Fase 1. Dopo un inizio d'anno sopra 350 in scia all'accordo cosiddetto di Fase 1 tra USA e Cina, il diffondersi dei timori relativi all'emergenza sanitaria ha raffreddato l'entusiasmo degli operatori sugli Agricoli. Questo ha fatto sì che i rialzi di inizio anno si siano sostanzialmente esauriti dopo la firma dell'accordo, portando l'indice ai livelli di dicembre, quando, sfruttando l'attesa per i contenuti concreti dell'accordo, l'intero comparto aveva già fatto registrare un forte recupero. Le difficoltà dell'economia cinese, ancora non quantificabili nel dettaglio ma si auspica limitate al 1° trimestre, rischiano di non consentire il mantenimento degli impegni proprio sul comparto agricolo. Dal punto di vista degli investitori, gli Agricoli restano una asset class che si candida come elemento di diversificazione all'interno dei portafogli finanziari ma non come investimento difensivo. E' evidente che un inasprimento dell'avversione al rischio, dovuto a un'ulteriore escalation dell'epidemia in Cina, potrebbe far dissolvere questo possibile elemento di appeal degli Agricoli.

Cina: coronavirus, agricoltura e accordo di Fase 1. L'agricoltura cinese ha subito un duro colpo dalla nuova epidemia di coronavirus, con gravi rischi per quanto riguarda i rapporti commerciali con molti paesi. Governo e Banca centrale hanno da subito mostrato il loro impegno per contenere gli effetti negativi sul ciclo economico. Nello specifico, la Agricultural Bank of China (ABC), uno dei maggiori istituti di credito commerciali cinesi, ha implementato una serie di misure per facilitare la ripresa della produzione soprattutto delle piccole e microimprese in occasione dello scoppio del coronavirus. Le piccole e microimprese le cui attività coinvolgono la produzione, la commercializzazione e la vendita di beni di prima necessità, come cereali e ortaggi, avranno la priorità affinché possano fornire un supporto sufficiente per la lotta contro l'epidemia. Gli accordi prevedono piani flessibili di rimborso dei prestiti pur di garantire la circolazione, almeno all'interno del Paese, di frutta e verdura. L'ammontare dei prestiti della ABC alle piccole imprese potrà raggiungere quest'anno i 100,6 miliardi di yuan (circa 14,33 miliardi di dollari USA). Dal punto di vista sanitario, i metodi di allevamento intensivo degli animali hanno ridotto il costo delle proteine animali sul mercato ma hanno fatto sì che grandi popolazioni di animali domestici crescano vicino a fitte popolazioni umane e, nel caso cinese, non nelle migliori condizioni sanitarie. Ambienti che ovviamente rischiano di essere forti incubatori di nuovi virus. La nuova epidemia sta mettendo a rischio le relazioni commerciali tra USA e Cina. Nell'ambito dell'accordo di Fase 1, la Cina si è impegnata ad acquistare 200 miliardi di dollari in ulteriori importazioni statunitensi nell'arco di due anni. Questo include acquisti fino a 77 miliardi di dollari nel settore manifatturiero, fino a 52 miliardi di dollari in quello dell'energia, fino a 32 nell'agricoltura e fino a 38 nei servizi. Nello specifico, appunto, gli acquisti di prodotti agricoli dagli USA sarebbero dovuti aumentare a 32 miliardi rispetto ai 24 spesi nel 2017, e a 36,5

miliardi quest'anno e a 43,5 miliardi il prossimo, un traguardo che appare irraggiungibile. I rischi potrebbero essere un'eccessiva dipendenza degli USA da un singolo "cliente" (come in effetti già accadeva per soia e carne di maiale) e la possibilità che i fornitori concorrenti infiammino una guerra dei prezzi per difendere le quote di mercato in Cina, fino a ipotizzare un possibile calo dell'offerta per alcuni prodotti rivolti ai consumatori americani. Il record di esportazioni agricole americane è stato di 42,4 miliardi di dollari nel 2011. La Cina assorbiva il 60% del raccolto di soia degli USA, ora potrebbe chiudere i rapporti commerciali col Brasile da cui si è approvvigionata di recente (per altro suscitando l'irritazione di Trump verso Bolsonaro) poiché nel frattempo il suo fabbisogno è calato anche a causa dell'emergenza sanitaria. La Cina non solo ha ridotto i dazi su oltre 1.700 prodotti importati dagli USA ma ricorda che nell'accordo di Fase 1 sono previste comunque delle clausole di salvaguardia, in caso di eventi straordinari. La sigla dell'intesa fra USA e Cina vede i prodotti agricoli come protagonisti dell'accordo ma non per questo esenti da possibili ridiscussioni proprio in virtù della straordinaria situazione in corso. Senza dimenticare come per Trump sia giunto il momento di negoziare un accordo commerciale anche con l'Unione Europea. Il presidente USA vorrebbe, infatti, che la UE aprisse il proprio mercato, in particolare ai prodotti agricoli. Nell'anno che porta alle elezioni presidenziali di novembre era necessario ottenere un risultato positivo da mostrare all'elettorato della cosiddetta *Corn Belt* statunitense, ovvero l'insieme degli Stati a spiccata vocazione agricola, bacino elettorale proprio della presidenza Trump.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

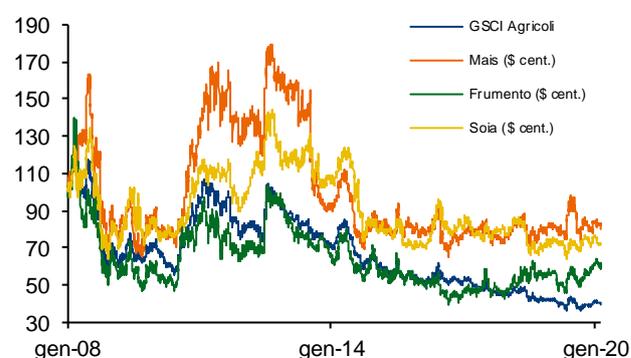
Performance di lungo termine				
	Valore 26.02.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.222,1	-14,3	-14,3	-30,2
GSCI Agricoli	334,5	-3,9	-15,7	-34,6
Mais (\$ cent.)	370,5	-4,4	0,0	-3,6
Frumento (\$ cent.)	540,3	-3,3	16,6	4,4
Soia (\$ cent.)	881,0	-6,6	-15,1	-14,5
Cotone (\$ cent.)	65,6	-5,1	-19,8	0,6
Cacao	2.828,0	11,3	27,2	-7,3
Zucchero	14,8	10,2	13,7	6,2
Caffè (arabica)	109,1	-15,9	-9,0	-20,2
Caffè (robusta)	1.268,0	-6,4	-28,9	-32,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di febbraio: trascurabili le revisioni per i fondamentali di domanda e offerta, l'USDA al momento conferma lo scenario per gli Agricoli. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di febbraio, 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 2019/20. Nel complesso, il rapporto pubblicato a inizio febbraio, e che quindi ancora non comprende eventuali revisioni imputabili a potenziali effetti della diffusione del coronavirus, ha sostanzialmente confermato il quadro già emerso nel mese precedente e non offre, al momento, novità significative. I consumi globali di **frumento** dovrebbero aumentare del 2,3% a/a, su livelli storicamente molto elevati, a 754 milioni di tonnellate (mt), rivisti solo marginalmente verso il basso rispetto a gennaio. Complessivamente modeste anche le revisioni per le previsioni sulla produzione, che è comunque attesa in crescita a tassi superiori alla domanda a 764 mt (+4,4% a/a). Le scorte dovrebbero quindi terminare la stagione in crescita del 3,5% rispetto al 2018/20 a 288 mt (invariate rispetto a gennaio). Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi salire al 38,2% (stima invariata) dal 37,8% del 2018/19. L'USDA segnala però come, a fronte della maggiore competitività attesa per la produzione statunitense di frumento, nella stagione 2019/20 si dovrebbe assistere a una crescita di quasi il 7% delle esportazioni (4% secondo il rapporto del mese precedente), con le scorte statunitensi che dovrebbero quindi scendere ai minimi da cinque anni a 256 mt. Per quanto riguarda invece il **mais**, i consumi sono stati rivisti al rialzo di circa 2 mt a 1.135 mt, sostanzialmente in stagnazione (-0,7%) rispetto alla stagione precedente. Alla marginale flessione dei consumi corrisponde un altrettanto contenuto calo della produzione (-1,0% a/a) – che dovrebbe fermarsi a 1.112 mt, rivista al rialzo di quasi 1 mt – comunque sufficiente per permettere una flessione delle scorte, che sono previste a 297 mt (riviste al ribasso da 298 mt) a fine 2019/20 da 320 mt di inizio stagione. Per la **soia** l'USDA ha rivisto al rialzo sia le previsioni di produzione che di consumo ma continua a prevedere una domanda in crescita a fronte di un calo dell'offerta, che dovrebbe comunque portare a una normalizzazione delle scorte dopo l'aumento registrato nel corso della stagione

2018/19. In particolare, il consumo di soia è previsto nel 2019/20 a 351 mt (rivisto da 350 mt), in crescita di 2,2% a/a. L'offerta dovrebbe invece flettere del 5,4% a/a a 339 mt (rivista dai 337 mt precedenti). Si ricorda però che tali stime sono dipendenti da una riaccelerazione delle importazioni cinesi, eventualità che al momento, alla luce dei rischi, non è completamente scontata. Le scorte dovrebbero flettere a 99 mt (riviste da 97 mt) da 111 mt della stagione 2018/19 (riviste da 110 mt). Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi a 28,1% (rivisto da 27,6%) da 32,4% della stagione precedente, su di un livello poco al di sotto del 29,2% della stagione 2017/18.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.02.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	334,5	1,7	1,7	1,7	-3,9
Mais (\$ cent.)	370,5	2,1	3,8	1,9	-4,4
Frumento (\$ cent.)	540,3	2,2	14,0	17,2	-3,3
Soia (\$ cent.)	881,0	-0,1	4,1	-2,5	-6,6
Cotone (\$)	65,6	1,0	13,7	-7,5	-5,1
Cacao	2.828,0	4,5	28,7	24,7	11,3
Zucchero	14,8	15,6	31,6	14,6	10,2
Caffè (arabica)	109,1	-7,0	16,3	14,0	-15,9
Caffè (robusta)	1.268,0	-8,2	-3,6	-17,1	-6,4

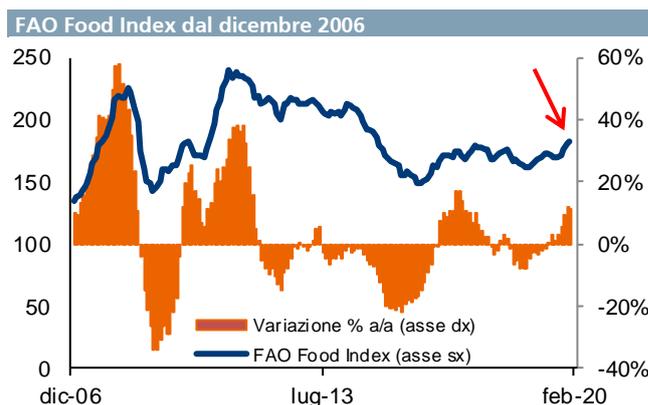
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: crescono anche a gennaio i prezzi delle materie prime alimentari. A gennaio l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha registrato il quarto mese consecutivo di rialzo ed è salito dello 0,7% rispetto a dicembre, trainato da oli vegetali, zucchero e, in misura minore, cereali e prodotti lattiero-caseari, che hanno compensato la brusca flessione registrata dai prezzi delle carni. I corsi dei **cereali** sono saliti per il secondo mese di fila, con una variazione di 2,9% m/m, toccando i livelli massimi dal maggio del 2018. È stato il frumento a guidare i rialzi, spinto da due fattori: gli scioperi in Francia che hanno ritardato le spedizioni e l'ipotesi di una possibile reintroduzione di un limite alle esportazioni russe per tutta la prima metà del 2020. Fattori stagionali hanno offerto supporto ai prezzi del mais, mentre le quotazioni del riso hanno beneficiato di condizioni climatiche sfavorevoli nei

principali paesi esportatori. Ai massimi da tre anni invece i prezzi degli **oli vegetali**, che balzano del 7,0% m/m. In particolare, sono prevalsi gli acquisti di olio di palma, con quotazioni in crescita per il sesto mese consecutivo, supportati da maggiori utilizzi come biofuel e da previsioni di contrazione dell'offerta. In aumento anche i prezzi degli oli di soia e di girasole grazie a una domanda solida e che fa fronte a un mercato che sta risultando meno ben fornito del previsto. Toccano i massimi dal 2014 i corsi dell'olio di colza. La FAO segnala però come a partire dalla seconda metà del mese i prezzi degli oli vegetali abbiano iniziato ad evidenziare minore forza, frenati dalle incertezze relative all'accordo di Fase1 raggiunto tra Cina e Stati Uniti e dai rischi provenienti dagli effetti economici della diffusione del coronavirus. Nel caso dell'olio di palma si aggiungono anche le recenti tensioni commerciali tra India, uno dei principali paesi importatori, e Malesia, uno dei principali paesi produttori, a frenare i mercati. Contenuto rialzo per i **prodotti lattiero-caseari** (+0,9% m/m), grazie a una domanda ancora robusta di burro, formaggio e latte scremato in polvere, che è riuscita a compensare il minor consumo di latte intero nella prima metà del mese. Dopo undici mesi consecutivi di crescita, scendono del 4,0% m/m i prezzi delle **carni**, con cali diffusi a tutte le categorie, guidate nell'ordine da ovini, bovini, suini e pollame, a fronte di minori acquisti dalle regioni asiatiche dopo le massicce importazioni registrate nella parte finale del 2019. Infine, i prezzi dello **zucchero** sono saliti del 5,5% m/m, marcando il quarto mese consecutivo di rialzo e attestandosi su livelli ai massimi dal dicembre del 2017. Previsioni per un calo della produzione in India, Brasile e Messico hanno sostenuto le quotazioni nonostante il recente declino del prezzo del greggio e la debolezza del real brasiliano contro il dollaro, che ne limitano il potenziale di rialzo.

FAO: confermato il quadro sui fondamentali già emerso a dicembre, revisione verso l'alto per le previsioni sul commercio internazionale di cereali. Nel primo rapporto dell'anno sui fondamentali di mercato per i cereali la FAO ha sostanzialmente confermato le previsioni di offerta per il 2019/20 a 2.715 milioni di tonnellate (mt), in crescita del 2,3% rispetto alla stagione precedente. Le revisioni al ribasso per le stime di offerta di riso e frumento dovrebbero risultare compensate da quelle verso l'alto di mais e orzo. Le prospettive per i raccolti di cereali secondari nell'emisfero australe, che dovrebbero iniziare a marzo, offrono un quadro variegato: l'offerta argentina dovrebbe beneficiare di condizioni climatiche favorevoli e aree coltivate superiori alla media per la seconda stagione consecutiva; in Brasile invece i ritardi imputabili ai raccolti di soia hanno frenato le coltivazioni di mais, che spesso segue la soia come coltura sostitutiva nel medesimo terreno. In Sud Africa invece le piogge dei mesi scorsi e la crescita delle aree coltivate puntano verso un rimbalzo dei raccolti verso la media. Nell'emisfero boreale, invece, dove i raccolti dovrebbero iniziare all'inizio dell'estate, si stima una contrazione della semina di mais negli Stati Uniti,

così come per il frumento europeo, limitati da condizioni climatiche sfavorevoli. Al contrario in Russia le stime ufficiali puntano verso aree coltivate a frumento record e i raccolti dovrebbero risultare superiori a quelli registrati nel 2018/19. Per quanto riguarda invece i consumi, le previsioni per il 2019/20 sono state riviste solo marginalmente verso l'alto a 2.714 mt da 2.709 mt del rapporto di dicembre, in crescita di 1,2% rispetto alla stagione precedente. La revisione riflette stime per una maggiore domanda di mais negli allevamenti statunitensi. Il consumo di cereali secondari dovrebbe quindi salire a 1.439 mt (rivisto al rialzo di 4 mt) nel 2019/20 da 1.425 mt della stagione precedente, mentre quello di frumento è previsto in crescita a 759 mt (stima sostanzialmente invariata rispetto a dicembre) da 748 mt del 2018/19. Sono state invece riviste verso il basso di 1 mt le previsioni di domanda per il riso a 516 mt, che dovrebbe risultare comunque in crescita da 509 mt della stagione precedente. Secondo la FAO, la stagione dovrebbe registrare un marginale calo delle scorte globali di cereali a 863 mt (invariato da dicembre) da 868 mt precedente, mentre il rapporto scorte/consumi dovrebbe portarsi a 30,9% (rivisto da 30,8%) da 32,0% del 2018/19 (rivisto da 31,9% precedente). A livello di singoli comparti si confermano le stime di crescita delle scorte finali di frumento a 275 mt (rivisto da 278 mt) da 271 mt precedente, a fronte di un calo per quelle di cereali secondari (408 mt da 414 mt) e per quelle di riso (181 mt da 184 mt). Riviste verso l'alto di 4 mt le previsioni per il commercio internazionale in cereali, che dovrebbe raggiungere nel 2019/20 420 mt (rivisto da 416 mt del rapporto di dicembre) da 411 mt della stagione precedente, registrando il secondo livello più elevato di sempre.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Focus cotone: dopo il surplus della stagione precedente, nel 2020-21 il mercato dovrebbe tornare in deficit; alla luce dei rischi il potenziale rialzo per i prezzi è però limitato. In occasione dell'Agricultural Outlook Forum il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA) ha rilasciato il rapporto annuale con le prime stime sui fondamentali di domanda e offerta del cotone per la stagione 2020-21. Dopo il surplus del 2019/20, nella stagione 2020/21 il mercato dovrebbe tornare in deficit. Secondo l'USDA, infatti, la produzione globale di

cotone è attesa calare del 2,3% a/a a 118,5 milioni di balle (mb, una balla di cotone corrisponde a 218 chilogrammi), mentre il consumo dovrebbe tornare a crescere di 1,7% a/a a 121,2 mb dopo due stagioni consecutive di flessioni. Nel 2019/20 la domanda di cotone aveva risentito delle tensioni commerciali che avevano frenato le filiere tessili, così come gli effetti del coronavirus dovrebbero penalizzare la parte finale della stagione prima di un rimbalzo in quella 2020/21. Il calo dell'offerta dovrebbe essere invece imputabile alla riduzione delle aree coltivate a livello globale, che dovrebbe compensare i maggiori rendimenti attesi. Alla luce dei fondamentali le scorte sono quindi attese in calo di 3,3% a/a a 79,4 mb; gran parte della flessione dovrebbe essere concentrata in Cina ma anche nel resto del mondo gli inventari sono attesi in calo. Secondo l'USDA, la contrazione delle scorte e la crescita dei consumi, dopo due annate di debolezza, dovrebbero quindi supportare i prezzi. Nel complesso, però, il mercato mondiale di cotone non dovrebbe evidenziare importanti capovolgimenti e le dinamiche di domanda e di offerta, seppur più favorevoli, non dovrebbero discostarsi in maniera significativa da quelle registrate nelle stagioni precedenti, limitando il potenziale di rialzo per le quotazioni del cotone, che potrebbero inoltre subire i rischi derivanti dagli sviluppi dell'epidemia di coronavirus e l'incognita rappresentata dal rispetto dell'accordo di Fase1 e i relativi effetti, non solo sui produttori statunitensi ma anche sui concorrenti globali.

Cacao: il clima arido in Costa d'Avorio spinge al rialzo i prezzi del cacao. Nelle settimane a cavallo fra il 2019 e l'inizio del 2020, i prezzi del cacao hanno registrato una performance fra le più alte tra le commodity agricole in scia ai timori di un raccolto medio-basso in Costa d'Avorio, il più grande produttore al mondo, a causa delle piogge scarse registrate negli ultimi tre mesi. Le piogge giunte invece in maniera irregolare nelle ultime settimane non compenseranno probabilmente la mancanza di acqua pregressa, aspetto che potrebbe limitare la crescita di volume dei baccelli. Tuttavia, le preoccupazioni per la carenza di raccolto potrebbero rivelarsi eccessive; esiste infatti ancora una finestra temporale sufficiente per le piogge, tale da consentire una corretta irrigazione delle piantagioni, prima di rassegnarsi a una resa inferiore dei raccolti. Inoltre, alcuni coltivatori di cacao continuano ad esprimere un cauto ottimismo sulle prospettive del raccolto, che avrà inizio in aprile e continuerà fino a settembre a seconda delle aree geografiche poste a coltura. La domanda di cacao è al momento sostenuta dai consumi asiatici, anche se ancora limitati rispetto a Europa e Stati Uniti ma in forte crescita. Secondo l'International Cocoa Organization (ICCO), infatti, i consumi di cioccolato in India sono saliti di oltre il 150% negli ultimi 10 anni, mentre altri mercati come Nigeria, Indonesia, Turchia e Messico hanno un buon potenziale. Al momento le stime per la stagione 2019/20 puntano verso una sostanziale stabilità dell'offerta rispetto al 2018/19 (2,2 milioni di tonnellate in Costa d'Avorio e 820 mila tonnellate in Ghana, i due principali paesi produttori). Nel

complesso il mercato nel 2019/20 potrebbe risultare in deficit, potenzialmente in misura maggiore rispetto al 2018/19.

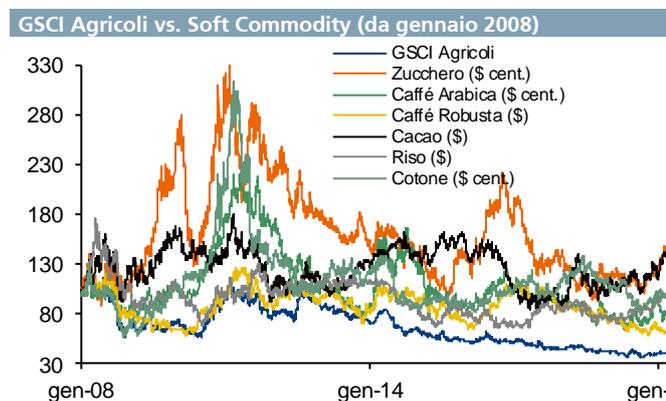
Zucchero: stime di mercato in deficit spingono lo zucchero.

Dopo che lo zucchero era sceso ai minimi sotto gli 11 centesimi è iniziato un costante recupero che lo ha portato agli attuali valori. Alla base del recupero la prospettiva di un deficit sul mercato mondiale dello zucchero nell'attuale stagione 2019/20. L'Organizzazione Internazionale dello zucchero (ISO) ha rivisto al rialzo le proprie stime di deficit per il 2019/20 a 6 milioni di tonnellate e ha rivisto, sempre al rialzo, anche la prospettiva di un ulteriore deficit nel 2020/21, stimato in 3,5 milioni di tonnellate. A fronte di queste previsioni e poiché la produzione in India è scesa del 26% rispetto allo scorso anno, i prezzi dello zucchero hanno registrato un deciso recupero. L'attuale aumento dei prezzi potrebbe accrescere le probabilità di un incremento delle esportazioni indiane e potrebbe spingere gli zuccherifici in Brasile (il più grande esportatore mondiale) a trasformare una maggiore quantità di canna da zucchero in dolcificante, invece che in bio-combustibile (etanolo). La produzione in India, che lo scorso anno era stata frenata da fenomeni meteorologici, potrebbe tornare però ad aumentare nel corso dell'anno, per cui confermiamo la cautela verso un possibile ulteriore rialzo delle quotazioni.

Caffè: a rischio la domanda cinese ma permane un surplus di offerta.

Gli effetti negativi generati dal coronavirus sui prezzi delle materie prime, oltre a colpire le risorse più direttamente coinvolte nel ciclo economico cinese (e mondiale) come petrolio e rame, si sono scaricati anche sul caffè, il cui valore è sceso molto nelle scorse settimane accumulando un ribasso da inizio anno che ha superato anche il 20%. In realtà la discesa del prezzo del caffè Arabica ha avuto inizio a metà dicembre quando, segnato il massimo storico sopra 130, si è innescato un trend di ribasso che di fatto ha riportato le quotazioni a poco più del 5% dai minimi storici. Solo nell'ultima settimana abbiamo registrato un rimbalzo delle quotazioni dell'Arabica dai minimi in area 100-102, dovuti a un peggioramento delle stime sulla produzione brasiliana che ipotizzano un raccolto meno generoso del previsto, smussando di fatto i dati del Brazilian Institute of Geography & Statistics (IBGE), che vede il raccolto brasiliano nel 2020 in crescita del 13% a/a per una produzione totale di 56,4 milioni di sacchi. Il coronavirus ha inciso ovviamente sul consumo cinese di caffè, che però è modesto (anche se la domanda è in costante crescita dal 2010 ed è raddoppiata fra 2016 e 2019) all'interno del panorama mondiale. Il vero effetto negativo è dato dalle prospettive di rallentamento dell'economia che vedono il caffè fra i consumi discrezionali che immediatamente vengono tagliati. Se poi si aggiunge la convivialità legata al suo consumo, è evidente che mal si sposa con l'invito a non ammassarsi in luoghi pubblici e affollati. In realtà, il calo del prezzo del caffè origina da un quadro di eccesso di produzione che si somma a previsioni di un prevedibile rallentamento congiunturale. Dal lato dell'offerta, poi, il caffè viene venduto per molti produttori al di sotto del prezzo di produzione enfatizzando ancor di più un

certo surplus di materiale. Prevediamo per l'Arabica una quotazione media di 110 dollari per il 2020 e 120 per il 2021 (Robusta: 1.300 dollari nel 2020, 1.360 nel 2021).



Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. La firma dell'accordo commerciale fra USA e Cina sulla cosiddetta Fase 1 assegna ai prodotti agricoli il ruolo di protagonisti dell'accordo anche se non immediatamente investiti dagli effetti benefici dello stesso. Va detto che la Cina ha 90 giorni di tempo per dar seguito agli impegni, avvalendosi anche di clausole straordinarie per rimodulare i propri obblighi. E' evidente che la situazione di emergenza sanitaria legata al coronavirus rischi di dettare altre priorità per l'agenda cinese. Ribadiamo inoltre come già prima della frenata della crescita cinese, dovuta all'epidemia, l'impegno di importare circa il 30% di prodotti agricoli in più rispetto agli acquisti precedenti, ma a parità di export agricolo USA, sarebbe risultato un obiettivo pressoché utopistico. Il sistema economico cinese a pieno regime, per rispettare i patti, avrebbe dovuto importare la quasi totalità della produzione annuale di granaglie americane. Un aspetto che appare ora molto distante dalla realtà delle cose, visto il rallentamento in corso. Per queste ragioni, l'outlook viene confermato Moderatamente Positivo ma si accentuano i rischi di difficoltà in molti Paesi emergenti, storicamente produttori agricoli, rendendo tutto il quadro decisamente meno positivo, almeno nel breve. Nel medio-lungo periodo i prezzi dei cereali, qualora tornassero al centro i fondamentali, potrebbero subire maggiormente l'influenza di fenomeni meteo negativi, che creano tensione sulle forniture e potrebbero fornire slancio alle quotazioni. Le *soft commodity* sembrano godere di fondamentali più positivi, candidandosi come valide alternative di investimento nella rotazione di portafoglio degli operatori.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 26.02.20	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Mais (\$ cent.)	370,5	385,0	387,5	395,0	395,0	415,0
Frumento (\$ cent.)	540,3	536,9	530,0	517,5	515,0	496,5
Soia (\$ cent.)	881,0	930,0	910,0	915,0	927,5	943,0
Cotone (\$)	65,6	69,0	69,0	68,0	68,0	68,0
Cacao	2.828,0	2.535	2.545	2.580	2.553	2.600
Zucchero	14,8	14,0	14,2	14,3	14,0	14,4
Caffè (arabica)	109,1	112,0	120,0	115,0	115,0	120,0
Caffè (robusta)	1.268,0	1.300	1.350	1.340	1.350	1.360

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 26.02.20	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Mais (\$ cent.)	370,5	390	400	400	400	440
Frumento (\$ cent.)	540,3	540	510	510	515	510
Soia (\$ cent.)	881,0	930	930	940	938	950
Cotone (\$)	65,6	70	68	66	68	66
Cacao	2.828,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	14,8	14,0	13,8	13,7	13,8	13,6
Caffè (arabica)	109,1	110	110	110	110	120
Caffè (robusta)	1.268,0	1.300	1.300	1.300	1.300	1.360

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 30.01.2020.

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) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (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 Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi