

Commodity: prosegue il recupero dei prezzi ma crescono i timori

Energia: Outlook Moderatamente Positivo ma i livelli iniziano ad essere "fisiologici", si riduce lo spazio di crescita ulteriore. I nuovi focolai di coronavirus negli Stati Uniti, in Cina e in America Latina continuano a preoccupare gli operatori sulle commodity e alimentano i dubbi sulla futura domanda, viste anche le pessime previsioni dell'FMI, diffuse di recente. L'intesa OPEC+ proroga la riduzione della produzione per "un solo mese" (31 luglio): la scommessa è sull'extra-valore rappresentato dal sanare i mancati tagli precedenti. La notizia del taglio dell'export dell'Iraq verso alcune raffinerie in Europa conferma lo scenario di cauto ottimismo. Gli operatori sul petrolio hanno apprezzato l'esito del meeting tecnico dell'OPEC+, che ha verificato il rispetto degli accordi relativi a maggio per una percentuale di tagli produttivi intorno all'87%, pur senza esprimere alcuna raccomandazione di estensione dei tagli anche ad agosto. Confermiamo una certa cautela: area 30-40 dollari per il WTI e area 35-45 per il Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico in crisi, ma che certo continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio.

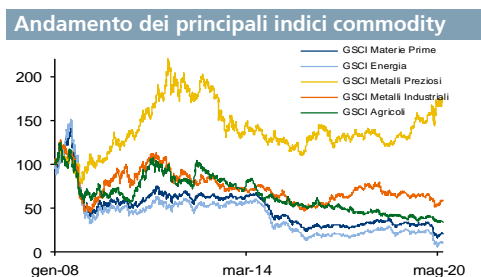
Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nonostante il rialzo delle ultime settimane. Il quadro positivo di breve, sui Preziosi, è dovuto a un aumento delle tensioni legate ai nuovi focolai di COVID-19 che hanno amplificato l'avversione al rischio. L'oro, dopo il recente *sell-off* del mercato, in scia alla necessità di liquidità degli operatori, è tornato velocemente sopra area 1.700 dollari, complice un ritorno agli acquisti-rifugio; a ciò si aggiungono le tensioni commerciali USA-Cina e l'irrisolta questione di Hong Kong. Nel breve non escludiamo una possibile impennata delle quotazioni di oro e preziosi in scia a questo scenario di avversione al rischio generalizzata. Nel lungo termine potrebbe, invece, venir meno la tensione rialzista su oro e argento, lasciando spazio a una maggior neutralità di previsione. Fra i Preziosi di taglio industriale, resta la preferenza per il palladio rispetto al platino, in virtù dei già citati mutamenti nel settore Auto.

Metalli Industriali: outlook Neutrale nel breve ma Moderatamente Positivo nel medio-lungo, confermiamo il cauto ottimismo sul futuro. Anche se nelle ultime settimane le tensioni tra Cina e USA sono riemerse, le prospettive per la domanda di metalli sono migliorate, di pari passo con le dichiarazioni distensive da ambo le parti. Nel breve confermiamo un consolidamento intorno agli attuali valori; i timori di un ritorno dell'emergenza sanitaria e di un possibile nuovo *lockdown* non consentono tuttavia ulteriori spazi di rialzo delle quotazioni dei metalli. Resta l'auspicio che gli aspetti negativi legati all'epidemia si esauriscano in questo 2° quarto dell'anno, anche se stanno crescendo le paure sull'autunno, quando stagionalmente l'influenza torna a manifestarsi.

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. L'emergenza coronavirus continua a schiacciare verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari nonostante, proprio durante il *lockdown*, la spesa alimentare non abbia fatto che crescere e anche i prezzi al consumo siano aumentati. Il blocco delle attività a seguito della pandemia aveva portato a una riduzione degli scambi commerciali, anche a causa della difficoltà nei trasporti: tale situazione inizialmente aveva spinto al rialzo le quotazioni delle materie prime agricole, salvo poi far emergere semplicemente un forte accumulo di derrate alimentari non vendute. Questo resta ancora il principale motivo per cui, all'ingrosso, i prezzi degli agricoli restano così compressi, addirittura tornando ai livelli pre-COVID e azzerando lo shock positivo sui prezzi che ci aspettavamo. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero invece recuperare, qualora le difficoltà di trasporto e i mancati approvvigionamenti mettessero di nuovo sotto pressione la filiera produttiva.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.06.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.618,0	-37,6	-40,0	-49,1
GSCI Energia	224,1	-54,9	-56,7	-65,3
GSCI Met. Preziosi	2.034,9	13,8	33,9	40,8
GSCI Met. Industriali	1.095,1	-10,1	-20,7	-4,8
GSCI Prod. Agricoli	295,5	-15,1	-19,6	-40,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.06.2020



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

25 giugno 2020

13:54 CET

Data e ora di produzione

25 giugno 2020

14:00 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*

	Giù.	Mag.
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	-37,7	34,46
Brent	-38,9	22,68
Gas Naturale	-27,0	-25,54
Gasolio	-43,7	20,22
Oro	15,9	18,87
Argento	-1,4	15,32
Rame	-5,0	3,50
Alluminio	-12,9	-1,95
Zinco	-10,9	-9,49
Nickel	-10,5	31,20
Mais	-16,4	3,40
Frumento	-13,9	11,03
Soia	-7,7	6,86
Cacao	-3,9	5,13
Zucchero	-12,4	11,55
Caffè	-25,5	27,34
Cotone	-10,7	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 24.06.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.06.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio torna a livelli compatibili con una domanda fisiologica di energia

Consolida il recupero delle commodity dopo la fine del *lockdown*, ma preoccupano le stime FMI e i nuovi focolai di COVID-19. Consolida il sentiment di cauto ottimismo per le materie prime, che già dal mese scorso hanno iniziato a scontare uno scenario che vada oltre l'emergenza sanitaria in Europa e negli Stati Uniti, dopo il superamento del *lockdown* imposto a persone ed attività lavorative, che ha deteriorato le stime di crescita. Pesano le stime al ribasso sulla crescita mondiale del Fondo Monetario Internazionale, che ora prevede una contrazione del 4,9% del PIL globale nel 2020, un dato ben più basso del -3% stimato in aprile. Gli operatori scommettono così su un fisiologico ritorno della domanda, anche se aumentano i timori di una seconda ondata di contagi e si affaccia lo spettro di un nuovo blocco delle attività, che rischierebbe di vanificare l'attuale rialzo delle quotazioni. Oltre al forte deterioramento della crescita economica dei principali Paesi "core", che ha eroso le stime di domanda di risorse di base, è stata soprattutto l'avversione al rischio che ha penalizzato tutti gli asset speculativi, come i derivati finanziari delle commodity. Il recupero del petrolio ha favorito un miglioramento della fiducia sui mercati, di cui hanno beneficiato sia i listini azionari che le materie prime. Nel concreto non cambia il quadro di forte contrazione della crescita mondiale. Colpisce il mancato annuncio del target di crescita del PIL cinese per il 2020: un indice che anche il primo consumatore al mondo di commodity fatica a calcolare le conseguenze della pandemia sulla propria economia, per il 2020. Rassicura peraltro il dialogo, costante e proficuo, fra Stati Uniti e Cina sul commercio. Nuove tensioni nei rapporti commerciali fra i due potrebbero rappresentare un ulteriore freno alla ripresa economica.

Prezzi del petrolio, di *break-even*, per i membri OPEC

	Media 2000-16	2017	2018	2019	Stime 2020	Stime 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

Il meeting OPEC+ ha convinto i mercati. L'OPEC+ ha chiuso il suo vertice anticipato a sabato 6 giugno (rispetto al calendarizzato 9-10 giugno) con un successo che poggia su due risultati: 1) Arabia Saudita e Russia sono riuscite a convincere gli altri partner a prorogare di un mese i tagli che dovevano invece scadere il prossimo 30 giugno. Il nuovo accordo perde il limitato contributo del Messico (100.000 barili

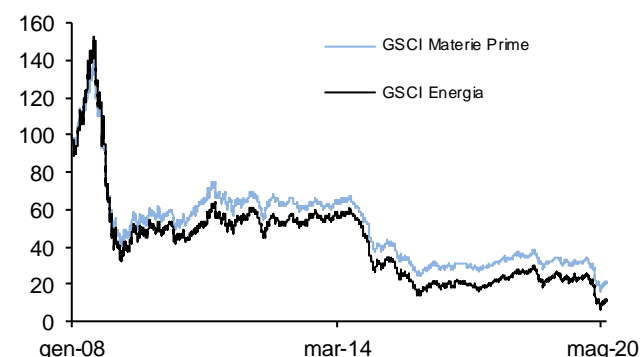
al giorno) ma a luglio il taglio sarà comunque di 9,6 milioni al giorno e non di 7,7 milioni come prevedeva l'intesa siglata lo scorso aprile; 2) Iraq e Nigeria e tutti gli altri Paesi che finora non avevano rispettato le quote di estrazione si sono impegnati non solo ad allinearsi, ma a recuperare entro settembre i mancati tagli. Stime diverse indicano che Iraq e Nigeria, nel complesso, potrebbero recuperare tagli per circa 1,4 milioni di barili che, se sommati ai 9,6 milioni appena prorogati, porterebbero il totale della riduzione a 11 milioni di barili giornalieri. L'intesa raggiunta dall'OPEC+ è condizionata al rispetto delle quote che sarà verificato con cadenza mensile ed in maniera molto più ferrea, con la minaccia di rottura dell'accordo fra i membri, in assenza di un vero meccanismo sanzionatorio. Un impegno più concreto rispetto al passato, ma che si scontra con la tradizionale indisciplina dei membri OPEC (e non solo) nel rispettare i patti. In base ai dati OPEC+, a maggio l'Iraq ha ecceduto nella produzione di 520.000 barili al giorno, la Nigeria di 120.000, l'Angola di 130.000. Tra i partecipanti esterni al Cartello: il Kazakhstan ha estratto 180.000 barili oltre la propria quota e la Russia 100.000. In conclusione, il messaggio finale lascia poi spazio alla possibilità di deliberare nuove proroghe degli attuali tagli produttivi, se le condizioni del mercato petrolifero lo richiederanno; in ogni caso se ne riparlerà al prossimo vertice, in agenda, ufficialmente, il 30 novembre e il 1° dicembre.

Performance di lungo termine

	Valore 24.06.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.618,0	-37,6	-40,0	-49,1
GSCI Energia	224,1	-54,9	-56,7	-65,3
WTI (\$)	38,0	-37,7	-44,2	-36,3
Brent (\$)	40,3	-38,9	-46,1	-36,2
Gas Naturale (\$)	1,6	-27,0	-45,4	-44,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



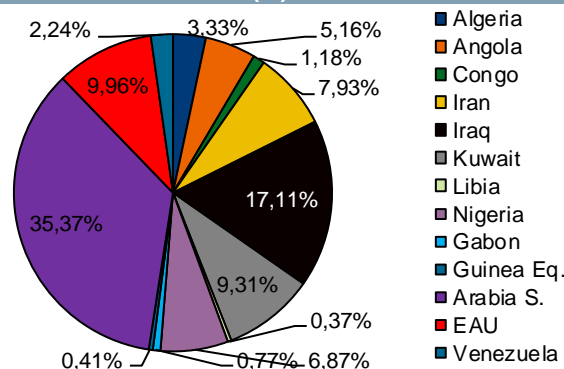
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC, IEA, EIA aggiustano le proprie stime sui fondamentali del petrolio, incerto lo scenario per il 2021. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di giugno l'OPEC ha confermato le proprie stime di domanda per il greggio per il

2020 a 90,6 milioni di barili al giorno (mb/g), una flessione di 9,1 mb/g rispetto al 2019. La flessione è chiaramente imputabile all'impatto della pandemia, che ha comportato un crollo degli utilizzi di 6,4 mb/g nel 1° trimestre e di circa 17 mb/g previsti per il 2° trimestre. L'OPEC ribadisce comunque come, a causa dell'elevata incertezza circa lo scenario, sono possibili revisioni, anche sostenute, nei prossimi rapporti. Le stime di offerta nei Paesi non appartenenti all'OPEC sono state invece riviste verso l'alto di 0,3 mb/g rispetto allo scorso mese, a 64,5 mb/g, comunque in calo di 3,2 mb/g rispetto al 2019. Le estrazioni OPEC a maggio, calcolate tramite fonti secondarie, dovrebbero essersi attestate su una media di 24,2 mb/g, una flessione di 6,3 mb/g rispetto ad aprile ma ancora leggermente al di sopra dei livelli di produzione che l'OPEC stima come di equilibrio (23,6 mb/g). L'**International Energy Agency (IEA)** ha corretto le stime di calo della domanda nel 2020: si prevede attualmente una flessione di 8,1 mb/g rispetto all'anno precedente a 91,7 mb/g, rivista da 8,7 mb/g. La revisione beneficia di una ripresa migliore delle attese della domanda cinese di petrolio e del rimbalzo dei consumi indiani nel mese di maggio. Nel 2021 l'IEA prevede un rimbalzo degli utilizzi di 5,7 mb/g ma stima che le conseguenze dell'epidemia di coronavirus dovrebbero comunque impattare sugli utilizzi di greggio almeno fino al 2022. Per quanto riguarda invece le condizioni di offerta, l'IEA riporta un'ampia flessione delle estrazioni di maggio, di 11,8 mb/g, grazie ai tagli dei Paesi OPEC e alla minore attività statunitense e canadese. Dopo la flessione di 7,2 mb/g prevista per il 2020, la produzione di petrolio dovrebbe rimbalzare solo modestamente, tra 1,7 e 1,8 mb/g. Si prevede infatti che negli Stati Uniti, dopo le minori estrazioni attese per l'anno in corso (-0,9 mb/g), anche il 2021 dovrebbe risultare un'annata di contrazione dell'attività estrattiva, con un ulteriore calo di 0,3 mb/g a/a. Secondo l'IEA solo un più sostanziale aumento dei prezzi del greggio permetterebbe un ritorno alla crescita degli investimenti nello *shale-oil* tale da comportare una ripresa dell'offerta statunitense. Nel complesso però l'IEA riconosce che, nonostante fondamentali ancora fragili, il crollo della domanda nel 1° semestre del 2020, seppur molto severo, è risultato inferiore alle attese mentre i tagli OPEC (oltre alla significativa riduzione delle estrazioni in gran parte degli altri principali Paesi produttori) hanno permesso un importante ridimensionamento dell'offerta: fattori che hanno portato ad un almeno parziale riequilibrio del mercato. Infine, l'**US Energy Information Administration (EIA)**, nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di giugno, ha ridimensionato marginalmente le stime di surplus di offerta nel 2020 a 2,2 mb/g da 2,6 mb/g in uno scenario più favorevole rispetto alle altre due agenzie. Il quadro prospettato è quello di un'offerta in calo a ritmi superiori alla domanda nel 2020 e di una riaccelerazione degli utilizzi nel 2021 in misura maggiore rispetto all'offerta. Le stime EIA per il calo della domanda nel 2020 sono affini a quelle dell'IEA (-8,3 mb/g a/a a 92,5 mb/g), mentre sono decisamente più ottimiste quelle per il rimbalzo atteso nel 2021: +7,2 mb/g a/a. L'offerta non-OPEC dovrebbe invece calare di 2,6 mb/g nel 2020 prima di un contenuto aumento di 0,8 mb/g nel 2021. Per quanto riguarda le dinamiche dell'industria petrolifera statunitense, l'offerta

dovrebbe risentire di prezzi del greggio ancora ridotti: si prevede quindi un calo delle estrazioni di 0,7 mb/g nel 2020 a 11,6 mb/g e di 0,8 mb/g nel 2021 a 10,8 mb/g, con il Paese che dovrebbe quindi tornare ad essere un importatore netto di greggio a partire dal 2° semestre dell'anno in corso almeno per tutto il 2021. L'offerta del cartello OPEC dovrebbe invece ridursi di 2,8 mb/g nel 2020 a 26,5 mb/g, prima di salire a 28,4 mb/g l'anno seguente. L'EIA stima quindi un prezzo medio del Brent (con uno spread rispetto al WTI di 2,9 dollari al barile nel 2020 e 4 \$/b nel 2021) di 38,0 \$/b nel 2020, rivisto da 34,1 \$/b precedente, e di 47,9 \$/b nel 2021, rivisto solo marginalmente verso l'alto da 47,8 \$/b. Il profilo per i prezzi è però quello di un progressivo miglioramento che dovrebbe portare il prezzo del Brent da una media di 27,8 \$/b nel 2° trimestre del 2020 a 53,0 \$/b nei tre mesi finali del 2021.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.05.2020

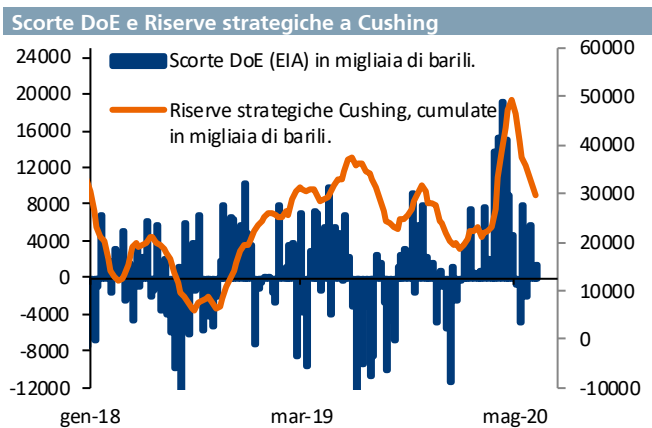
Performance di medio termine

	24.06.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	224,1	2,3	-37,5	-35,1	-54,9
WTI (\$)	38,0	55,2	-37,8	-34,3	-37,7
Gas Naturale (\$)	1,6	-3,7	-26,5	-30,8	-27,0
Gasolio (\$)	345,8	13,0	-43,8	-41,3	-43,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

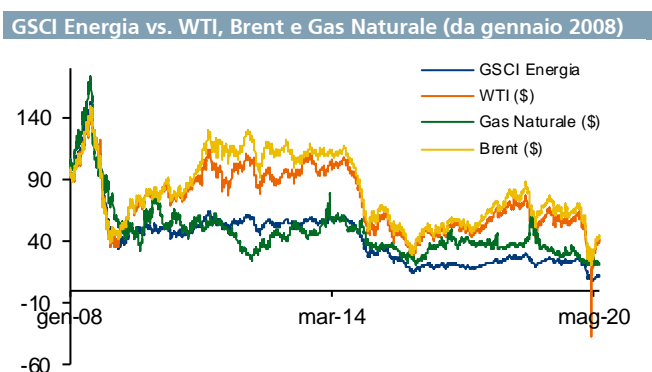
Gas naturale: scarse prospettive di recupero dei prezzi. Le quotazioni del metano restano molto depresse, in particolare a causa del calo della domanda in Europa che ha rapidamente riempito i siti di stoccaggio. Il mercato del gas europeo si attendeva una situazione di questo tipo, proprio a causa del pesante eccesso di offerta presente a fronte della situazione attuale, che resta di scarsa richiesta. I flussi di gas naturale del maggior fornitore per l'Europa, ovvero la Russia, sono crollati dopo la rapida saturazione dei siti di stoccaggio, generando il conseguente calo delle quotazioni del prodotto. I siti, in Europa, sono al 71% della loro capienza ed il limite totale potrebbe essere raggiunto nel mese di luglio. Un quadro che non lascia molte speranze di rapido recupero delle quotazioni, viste anche le previsioni di un'estate non particolarmente torrida (produzione di energia elettrica per condizionamento degli ambienti). Lo sguardo si sposta quindi sul medio termine, alla stagione autunnale, quando la domanda per

riscaldamento potrebbe generare maggiori tensioni sui prezzi del gas naturale.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Dinamica delle scorte USA e la questione Cushing. La domanda di petrolio, specie dagli Stati Uniti, appare in costante aumento, come testimoniato dal consumo settimanale di benzine, anche se l'ultima rilevazione delle scorte settimanali API ha mostrato un accumulo di 1,79 milioni di barili. Le scorte EIA sono salite di 1,44 milioni di barili contro attese di 1,14 mln; male anche il dato settimanale sulle benzine, che scendono ma meno di quanto atteso, testimoniando uno scarso consumo negli Stati Uniti. Scendono gli stock strategici a Cushing, ma solo di 991.000 barili; resta alta la tensione sull'impianto che può contenere fino a un massimo di 76 milioni di barili. Di fondo, l'ipotesi di una seconda ondata di contagi e di un possibile nuovo *lockdown* minaccia il recupero della domanda di petrolio e ad oggi appare questo il fattore da tenere in considerazione maggiormente.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma i livelli dei prezzi iniziano ad essere "fisiologici": si riduce così lo spazio di salita. I nuovi focolai negli Stati Uniti, in Cina e in America Latina continuano a preoccupare gli operatori sulle commodity ed alimentano i dubbi sulla futura domanda. L'intesa OPEC+ proroga la riduzione della produzione per "un solo mese" (31 luglio): la scommessa è sull'extra-valore rappresentato dal sanare i mancati tagli

precedenti. A pesare anche la decisione di alcuni Paesi OPEC di sospendere gli extra-tagli volontari da 1,2 milioni di barili. In aggiunta, la Libia è tornata a produrre, dopo il cessate il fuoco interno, contribuendo al surplus mondiale. La notizia del taglio dell'export dell'Iraq verso alcune raffinerie in Europa (del 50% a giugno, del 100% a luglio) conferma lo scenario di cauto ottimismo; gli altri clienti europei verranno invece serviti come da contratti stipulati. L'Iraq aveva già attuato questa politica di taglio parziale delle forniture la scorsa settimana, verso alcuni clienti asiatici (non tutti), con riduzioni fra il 40 e il 50%. Sembra quindi emergere la forte volontà degli iracheni di onorare l'impegno preso in sede OPEC+ di contenere la propria produzione (come minimo) del 15%, cercando inoltre di colmare anche i mancati tagli relativi al precedente accordo. Gli operatori sul petrolio hanno apprezzato l'esito del meeting tecnico dell'OPEC+ (Joint Ministerial Monitoring Committee - JMMC) che ha verificato il rispetto degli accordi relativi a maggio, per una percentuale di tagli produttivi intorno all'87%, pur senza esprimere alcuna raccomandazione di estensione dei tagli anche ad agosto. Confermiamo una certa cautela: area 30-40 dollari per il WTI e area 35-45 per il Brent appaiono livelli compatibili con un sistema economico in crisi ma che certo continuerà a necessitare di una quantità "fisiologica" di petrolio. Le stime Intesa Sanpaolo e le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nelle tabelle di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 24.06.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	38,0	26,0	32,0	43,0	50,0
WTI (\$)	40,3	30,3	35,0	47,1	55,0
Gas Nat. (\$)	1,6	1,8	2,0	2,5	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 24.06.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	38,0	35,0	38,0	50,0	55,0
WTI (\$)	40,3	30,0	33,0	45,0	50,0
Gas Nat. (\$)	1,6	1,90	2,20	2,40	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: i timori legati ai nuovi contagi spingono al rialzo i beni rifugio

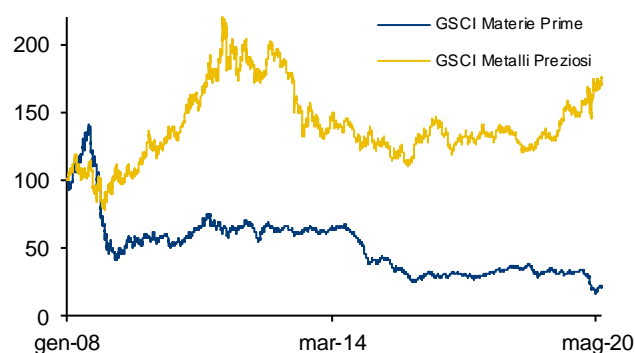
I timori per una nuova ondata di COVID-19 alimentano il sentimento di *risk-off* sui mercati e spingono i beni rifugio. Alla crisi economica che è seguita all'emergenza sanitaria si stanno sommando la paura di una seconda ondata di contagi e le tensioni tra Cina e Stati Uniti: questi gli elementi che stanno alla base della corsa dei Preziosi ed in particolare dell'oro. A preoccupare di più sono Brasile e Stati Uniti, in testa alla lista dei Paesi con maggior numero di vittime. Se in Cina il focolaio sviluppatosi al mercato agricolo all'ingrosso di Pechino pare sotto controllo, stando alle dichiarazioni cinesi, intimorisce l'aumento dei casi in alcuni stati degli Stati Uniti (Texas, Arizona, South Carolina, Florida e California), mentre in Brasile la situazione appare fuori controllo, con il sistema sanitario che non è evidentemente in grado di fronteggiare l'ondata di contagi. Un quadro che ha depresso i principali indici globali, spaventati da una seconda ondata di contagi, con la liquidità in fuga dai listini azionari e diretta sui principali beni rifugio, come oro e Preziosi. La paura di una nuova emergenza sanitaria, che porti ad un nuovo *lockdown*, rischia di affossare definitivamente il ciclo economico globale, già messo in difficoltà dal primo impatto del virus e dalle successive chiusure, indispensabili per il contenimento della sua diffusione. Un'eventuale recrudescenza del virus porterebbe probabilmente ad ulteriori misure monetarie da parte delle Banche centrali, un fattore che finirebbe per ridurre la volatilità sui mercati e stoppare il trend di rialzo in corso sui Preziosi. Nell'ultima audizione al Congresso, il Presidente della Federal Reserve Powell ha infatti rassicurato sul fatto che la Fed è pronta a continuare a fornire all'economia statunitense il supporto di cui ha bisogno, specie in caso di ulteriore emergenza dal lato sanitario. Powell ha inoltre ribadito al Congresso la necessità di ulteriori misure fiscali che affianchino l'azione della Banca centrale. La riconferma di uno scenario di bassi tassi di interesse rinsalda la convenienza nel detenere fisicamente i metalli preziosi, immobilizzando liquidità. Se è vero che l'investimento fisco in metalli non genera interessi e non produce profitti immediati, è altrettanto vero che molti titoli di stato, di diversi Paesi, hanno rendimenti largamente negativi, rendendo quindi comunque profittevole investire in oro. Alla luce dei timori di un ritorno ad un contesto ancora di emergenza, si rafforza la probabilità che lo scenario di "tassi negativi generalizzati" si protragga per lungo tempo in tutto il mondo sviluppato, favorendo così la detenzione di metalli, visto anche il quadro mondiale di politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali Istituti centrali. Questi ultimi restano protagonisti della scena, sostenendo le economie e fornendo la massima liquidità possibile, in particolare in valuta americana. Il dollaro infatti resta l'asset difensivo preferito, esercitando un forte *appeal* verso gli investitori, che vi si rifugiano ogni qualvolta riemergono incertezze e volatilità sui mercati.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	24.06.20	da inizio 2020		
GSCI	1.618,0	-37,6	-40,0	-49,1
GSCI Preziosi	2.034,9	13,8	33,9	40,8
Oro (\$)	1.766,5	15,9	39,5	50,6
Argento (\$)	17,6	-1,4	8,2	11,2
Platino (\$)	807,3	-17,1	-7,1	-25,5
Palladio (\$)	1.887,0	-2,8	100,6	177,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: aumenta il loro *appeal* verso gli investitori.

L'incertezza e i timori circa la possibilità di una seconda ondata di contagi sta amplificando l'avversione al rischio e favorendo un aumento della domanda di investimenti difensivi. Oro e argento sono così riusciti, almeno parzialmente, a contendere il ruolo di asset difensivo al dollaro e alla semplice liquidità, che restano peraltro le risposte principali a questa richiesta. Il riacutizzarsi delle tensioni commerciali fra USA e Cina e la paura per un nuovo *lockdown* dovuto al ritorno del virus hanno favorito il rialzo delle quotazioni dei preziosi. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve.

L'oro è tornato protagonista come investimento difensivo mettendo a segno un deciso rialzo nelle ultime settimane, che lo ha riportato in vista dei 1.800 dollari. I timori di una seconda ondata di contagio e il ritorno delle tensioni fra USA e Cina dal lato commerciale hanno spinto l'oro oltre 1.700 dollari l'oncia, soglia che, dopo alcune iniziali incertezze, sembra essere diventata un livello base da cui l'oro può tentare un rialzo ulteriore, nel breve. Non cambiano i temi a supporto: le decisioni delle Banche centrali sui tassi d'interesse influiscono sul prezzo del metallo aureo. I tassi d'interesse così bassi favoriscono la detenzione di investimenti fisici e finanziari in oro. Lo stesso vale per i tassi di cambio: un dollaro debole sarebbe un fattore a favore della risalita dell'oro ma sappiamo che, dall'inizio dell'emergenza sanitaria, il dollaro contende proprio al metallo giallo il ruolo di bene rifugio per eccellenza. Infine, dal punto di vista del mercato fisico, l'estrazione

dell'oro sta diventando più difficile e questo sta contribuendo, anche se solo marginalmente, all'aumento dei prezzi a lungo termine, in una fase in cui la domanda difensiva sale e i dubbi sulla futura disponibilità di materia prima si rafforzano. Questa situazione consentirà, senza eccessivi slanci rialzisti, un consolidamento dei prezzi dell'oro nell'intervallo 1.700-1.800, anche se non escludiamo una impennata delle quotazioni fin oltre 1.800 dollari l'oncia, almeno nel breve periodo e di natura temporanea.

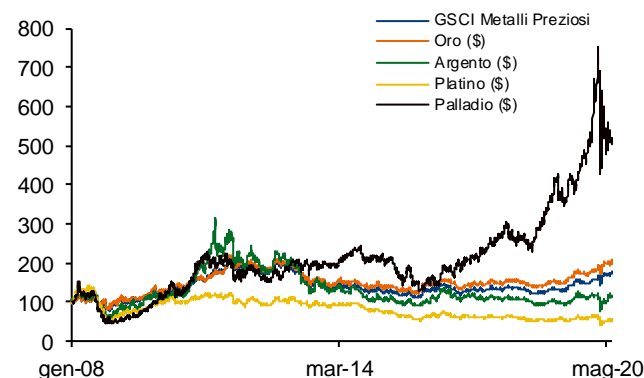
Ancora una volta le dinamiche che influenzano il rialzo dell'oro, nelle ultime settimane, sono le stesse (ma con effetti meno positivi) per l'argento, con l'aggiunta che quest'ultimo, in virtù del suo ruolo produttivo/industriale, resta in balia di un quadro previsivo di crescita economica meno drammatico rispetto a qualche settimana fa ma a rischio, qualora ci fosse un ulteriore *lockdown* a seguito dei nuovi contagi. Il tutto in un quadro generale da cui non giungono segnali particolarmente positivi sia dalla crescita mondiale che, in particolare, da settori come l'elettronica o fotovoltaico, dove l'argento è molto impiegato.

Platino e palladio. Temi immutati su platino e palladio, che hanno beneficiato delle attese di un ritorno della domanda di auto, ipotizzata in crescita nei prossimi anni, proprio grazie alla fine della pandemia e alla ripresa delle attività produttive. Proprio la necessità di una maggiore distanza sociale, nell'immediato, potrebbe portare ad un più ampio utilizzo dell'auto personale, a scapito dei mezzi pubblici: un quadro però che ora appare a rischio, visti i timori di una seconda ondata di contagi che farebbe svanire tutte queste ipotesi di recupero. Nel 1° trimestre 2020 la domanda **platino** è aumentata al ritmo più rapido degli ultimi cinque anni, compensando parte del calo della richiesta industriale. Gli acquisti di platino fisico da parte degli investitori, in particolare in Giappone e negli Stati Uniti, sono quasi triplicati secondo le stime del World Platinum Investment Council: una domanda che corrisponde al 19% della richiesta globale. Anche le stime sull'offerta, salvo sconvolgimenti legati ad un ritorno dell'emergenza sanitaria, indicano che l'offerta di platino potrebbe diminuire del 13% a causa della minor produzione in Sudafrica; a ciò si sommerebbe un minor riciclo del materiale esistente, che ridurrebbe il surplus di mercato che da qualche trimestre incombe sulle quotazioni.

Anche per il **palladio**, come per il platino, grava sul mercato fisico un possibile squilibrio tra domanda e offerta che potrebbe spingere ulteriormente al rialzo i prezzi: se la domanda è infatti vista in crescita, l'offerta al contrario resta attesa in contrazione. Anche per il palladio, il *lockdown* in Sudafrica (che è il Paese che controlla il 78% dell'offerta di platino e il 36% di quella di palladio) ha prodotto un deciso calo del tasso di sfruttamento delle miniere negli ultimi 2-3 mesi. Se a questo aggiungiamo lo storico deficit di domanda che grava sul palladio, in linea con l'orientamento dell'economia verso un approccio "green" (che vede la sostituzione dei motori a combustione con i veicoli elettrici)

ecco che le ipotesi di ulteriore recupero delle quotazioni restano uno scenario ancora probabile.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.034,9	8,6	15,1	22,5	13,8
Oro (\$)	1.766,5	9,5	17,8	23,9	15,9
Argento (\$)	17,6	22,6	-0,6	14,6	-1,4
Platino (\$)	807,3	8,8	-14,4	-0,6	-17,1
Palladio (\$)	1.887,0	-19,0	0,0	22,3	-2,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nonostante il rialzo delle ultime settimane. Il quadro positivo di breve, sui Metalli Preziosi, si avvantaggia della solidità del rialzo dei prezzi in atto, dovuto ad un aumento delle tensioni legate ai nuovi focolai di COVID-19 che hanno amplificato l'avversione al rischio. L'oro, dopo il recente *sell-off* del mercato, in scia alla necessità di liquidità degli operatori, è tornato velocemente sopra area 1.700 dollari, complice un ritorno agli acquisti-rifugio legato ad un aumento dei nuovi casi di coronavirus; a ciò si aggiungono le tensioni commerciali USA-Cina e l'irrisolta questione di Hong Kong. Nel breve quindi non escludiamo una possibile ulteriore impennata delle quotazioni di oro e preziosi in scia a questo scenario di avversione al rischio generalizzata. Nel lungo termine potrebbe invece venir meno la tensione rialzista su oro e argento, lasciando spazio ad una maggior neutralità di previsione. Fra i Preziosi di taglio industriale, resta la preferenza per il palladio rispetto al platino, in virtù dei già citati mutamenti in corso nel settore automobilistico, dove i motori ibridi benzina/elettrico sono ormai i più venduti. Il palladio resta, in teoria, il metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina, a livello globale, in un futuro che forse, almeno inizialmente, vedrà un utilizzo maggiore di auto proprio per assecondare un certo distanziamento sociale, dettato dalla prudenza verso il virus. In conclusione, i temi da tenere sotto controllo restano i soliti: i bassi tassi di interesse nelle principali economie del mondo, le dinamiche di recupero delle attività produttive, la forza del dollaro e, infine, il futuro scenario sul settore Automobilistico.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	24.06.20	2020	2020	2020	2021	2022
Oro (\$)	1.766,5	1.680,0	1.700,0	1.700,0	1.690,0	1.600,0
Argento (\$)	17,6	16,4	16,8	16,8	17,0	17,2
Platino (\$)	807,3	765,0	800,0	800,0	844,4	800,0
Palladio (\$)	1.887,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.075,0	1.900,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

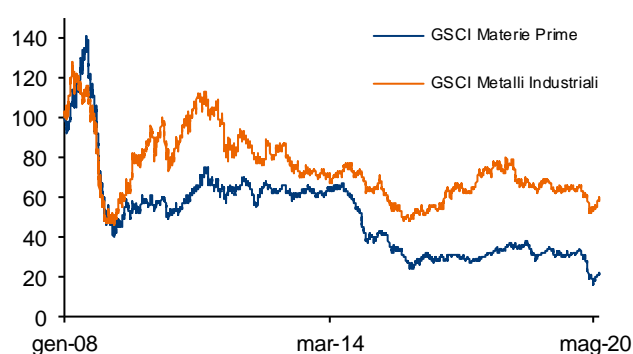
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	24.06.20	2020	2020	2020	2021	2022
Oro (\$)	1.766,5	1.700	1.700	1.650	1.600	1.600
Argento (\$)	17,6	16,3	17,0	17,0	17,00	18,0
Platino (\$)	807,3	780	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.887,0	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: prosegue il recupero sempre sull'attesa della futura domanda

I Metalli Industriali proseguono il recupero, sempre sulle attese di ritorno della domanda vista la fine del *lockdown*. Si conferma anche in giugno il recupero dei Metalli Industriali, che prima di altri comparti hanno provato ad anticipare il ritorno della domanda come conseguenza della fine del *lockdown* più stringente, in tutte le economie più avanzate. A frenare, negli ultimi giorni, questa dinamica, hanno contribuito i timori di una seconda ondata di contagi, diffusa in molti grandi Paesi, e il rischio di un nuovo blocco delle attività. Il 2019 si era chiuso per la maggior parte dei Metalli Industriali con un deficit fisico e una contrazione delle scorte mondiali, ma il calo nei costi di produzione legato al collasso dei prezzi del petrolio e l'indebolimento del dollaro hanno dato il via, già a fine aprile, a un trend di risalita. Movimento che ha preso slancio quando sono aumentate le attese di un recupero della domanda dopo la fine del *lockdown* delle principali economie. Questa ipotesi di scenario si è consolidata mano a mano che le quotazioni petrolifere si sono allontanate dai minimi sotto i 10 dollari e hanno iniziato a scontare un aumento della richiesta di energia. Un aspetto, quello del recupero del prezzo dell'energia, che, da un lato, rappresenta un aggravio nei costi di produzione dei metalli, dall'altro è un segnale rassicurante per gli operatori, circa una certa robustezza dello scenario di ripresa. Benché le stime sui PIL di tutti i principali Paesi industriali del mondo restino drammatiche, col passare delle settimane è cresciuta una cauta fiducia circa l'efficacia del varo di una serie di stimoli fiscali e monetari in tutti i principali Paesi colpiti dall'epidemia. Anche il riaffacciarsi, seppur blando, della propensione al rischio ha favorito un ritorno della liquidità (abbondante e sostanzialmente gratuita, visto il livello dei tassi di interesse in corso) verso le attività a maggiore volatilità come i metalli, nonostante un contesto che appare ancora carico di incertezza. In conclusione, ribadiamo come risultati difficoltosi ipotizzare un recupero più strutturale delle quotazioni, visto lo scenario di forte contrazione dell'economia mondiale. Ciò nonostante, almeno nel breve, se proseguirà il dialogo fra USA e Cina sul commercio e la minaccia sanitaria allenterà la sua morsa, scongiurando una seconda ondata di contagi, non escludiamo che il trend di marginale rialzo dei prezzi possa proseguire ancora.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

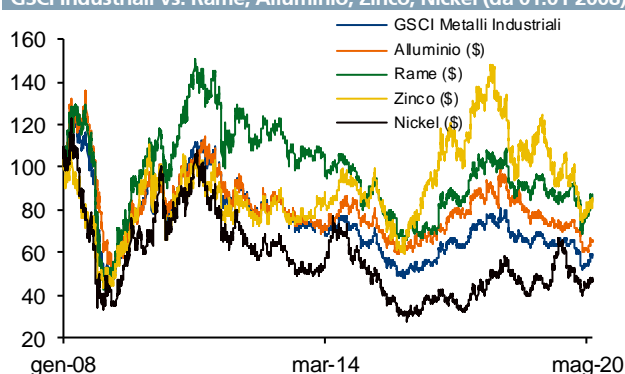
	Valore 24.06.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.618,0	-37,6	-40,0	-49,1
GSCI Industriali	1.095,1	-10,1	-20,7	-4,8
Rame (\$)	5.865,0	-5,0	-13,2	1,6
Alluminio (\$)	1.576,0	-12,9	-26,9	-8,5
Zinco (\$)	2.030,5	-10,9	-31,8	-0,2
Nickel (\$)	12.547,0	-10,5	-14,8	-1,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: prosegue la graduale ripresa. I più recenti dati reali cinesi hanno offerto ulteriori segnali di ripresa dell'attività che rimane però ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici; un nuovo focolaio di coronavirus a Pechino ha peraltro generato timori per una seconda ondata di contagi che potrebbe compromettere la ripresa in atto e ha portato le Autorità ad isolare i quartieri più colpiti e ad implementare restrizioni nei trasporti e chiusure delle scuole e di altre attività. L'approccio che emerge è quello di una volontà da parte dell'Amministrazione di bloccare all'origine la recrudescenza dell'epidemia ma con provvedimenti mirati, nel tentativo di limitare al minimo l'impatto economico di eventuali nuove misure restrittive. Un ritorno del virus continua comunque a rappresentare un significativo rischio per la sostenibilità della ripresa. Le **indagini di fiducia PMI** di maggio segnalano infatti un ritorno alla crescita dell'attività, sia nella manifattura che nei servizi, anche se continua ad emergere la divergenza tra il recupero della domanda interna e una domanda estera (che si riflette in giudizi circa gli ordinativi all'export ancora negativi) che rimane depressa, sull'onda di un contesto congiunturale sia nei Paesi sviluppati che in quelli emergenti ancora penalizzato dalla pandemia di coronavirus. I dati reali relativi al commercio internazionale evidenziano la divergenza tra la ripresa cinese ed un'attività estera ancora debole: a maggio le **esportazioni** sono tornate a calare del 3,5% a/a dopo che ad aprile avevano fatto registrare una crescita tendenziale del 3,4%, contrazione che nasconde però la vasta crescita delle vendite verso l'estero di prodotti medicali. Le **importazioni** invece, pur restando in termini tendenziali in territorio ampiamente negativo a -16,7% da -14,2% precedente (prevalentemente per un effetto base sfavorevole), balzano di oltre il 5% m/m, dopo la flessione del 6% m/m di aprile. Si evidenzia infatti un ritorno agli acquisti di materie prime non solo industriali (che segnalano una graduale ripresa dell'attività nelle fabbriche) ma anche agricole, soprattutto dagli Stati Uniti, probabilmente indicativa della volontà del Governo cinese di rilasare i rapporti con Washington iniziando ad implementare i maggiori acquisti come deciso nell'accordo commerciale di Fase 1 siglato a inizio anno. Il ritorno all'operatività nelle fabbriche si evince anche dai dati sulla **produzione industriale** che mette a segno una crescita del 4,4% a/a da 3,9% a/a precedente anche se l'output, seppur in progressivo recupero, rimane ancora su livelli inferiori rispetto

a quelli di inizio anno. Restano invece in territorio negativo gli **investimenti fissi non residenziali**, anche se anch'essi sembrerebbero essere instradati verso una lenta ripresa, supportata da quelli pubblici (che potrebbero essere tornati ai ritmi pre-pandemici) a fronte invece di un settore privato che ancora risente delle conseguenze dell'epidemia. Il timore per una recrudescenza dei contagi e gli effetti della crisi sui bilanci delle imprese potrebbero infatti continuare a limitare le spese in conto capitale anche nel più lungo termine. Sul fronte della politica monetaria, la Banca centrale cinese ha confermato il tasso d'interesse a 1 anno (il tasso di riferimento per i prestiti) al 3,85% e quello a 5 anni (il tasso di riferimento per i mutui) a 4,65% dopo i tagli, rispettivamente di 20 e 10pb, di aprile. Si conferma però la volontà dell'Autorità di offrire tutto il supporto possibile all'economia in termini di condizioni monetarie espansive, iniezioni di liquidità e riduzione del tasso di riserva obbligatoria delle banche anche nei prossimi trimestri.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: recupero ancora in corso dopo la fine delle misure di lockdown in molte economie anche se l'incertezza resta forte. Il rialzo del rame è stato di oltre il 7%, in area 5.900 dollari, nell'ultimo mese, consolidando un trend di recupero dei prezzi già in atto e riguadagnando i livelli pre-coronavirus, anche se la volatilità continuerà ad essere alta. L'estrazione mineraria in Paesi come Cile, Perù e Messico ha subito un lungo stop a causa proprio del *lockdown*: da notare che queste tre aree assieme producono, da sole, circa il 40% dell'output mondiale. I principali produttori cileni (Codelco, Glencore e Antofagasta) si stanno preparando a negoziare i nuovi contratti di lavoro con i sindacati. Questi ultimi si trovano in difficoltà a causa della pandemia di coronavirus: questo potrebbe portare a trattative più rapide e a condizioni favorevoli per l'industria, che significherebbe riduzioni dei costi senza scioperi ed interruzioni delle forniture. Il rallentamento dell'industria mineraria farà sentire i suoi effetti a lungo nel corso dell'anno e questo potrebbe portare ulteriore sostegno al movimento di rincaro dei prezzi. Se l'offerta ha subito i contraccolpi del COVID-19, al contrario l'economia della Cina ha ricominciato di nuovo chiedere rame, superata la fase più critica della pandemia. La Cina, da sola, copre la metà del mercato

mondiale del rame, fra materiale grezzo e semi-lavorato. A settembre 2018, Pechino ha imposto un dazio di importazione del 10% sul concentrato di rame che, successivamente, è stato portato al 25% allo scopo di difendere il comparto domestico. Tuttavia, a partire dal 2 marzo, le aziende cinesi possono richiedere esenzioni dai dazi. Fa notizia l'acquisto da parte della Cina di concentrato di rame statunitense: non avveniva dalla fine del 2018, ennesimo segnale distensivo sul fronte dei dissidi commerciali. Gli Stati Uniti stanno accelerando gli investimenti in infrastrutture: il presidente Trump ha firmato un ordine esecutivo per nuovi progetti di infrastrutture per i trasporti, oltre a nuove opere civili in ambito militare, in un quadro di misure a sostegno dell'economia americana ed in vista delle Presidenziali di novembre. Ciò potrebbe avere un impatto diretto sulla domanda di rame e, in questo contesto, i prezzi dovrebbero continuare ad aumentare.

Alluminio: prosegue il recupero dei prezzi. Lasciata alle spalle area 1.400 dollari a tonnellata, nelle ultime due settimane le quotazioni si sono portate sopra i 1.550 dollari, questo nonostante i fondamentali restino non particolarmente positivi e il rischio di un surplus di offerta sia immutato. Il ribasso dell'alluminio di marzo-aprile, infatti, si basava sulla somma di alcuni fattori negativi. Innanzitutto, a differenza di altri metalli industriali che hanno subito uno shock di fornitura, l'offerta di alluminio ha continuato a crescere. In secondo luogo, le misure restrittive messe in campo per arginare i contagi hanno di fatto congelato la domanda. Infine, l'industria dell'alluminio è sensibile al calo dei costi di produzione e, in particolare, a quelli dell'energia (è di circa il 40% l'incidenza della spesa energetica sulla produzione di alluminio). Il calo dei prezzi del petrolio ha reso l'attività delle fonderie meno costosa; se a questo si somma il fatto che si tratta di impianti produttivi dove non serve molta manodopera (quindi il distanziamento sociale e il blocco della circolazione delle persone non hanno creato particolari disagi), capiamo la debolezza delle quotazioni. Come effetto a valle, ovviamente, le scorte hanno continuato ad accumularsi, col contributo decisivo del gigante cinese, il primo consumatore e produttore al mondo di alluminio (con una quota di oltre il 50%). A spingere al rialzo i prezzi, aumentando il rischio di una bolla speculativa, sono i forti differenziali di prezzo fra i contratti con scadenze diverse, un po' come era accaduto per il petrolio. Esiste un forte delta fra i prezzi dei contratti a fine anno e l'attuale prezzo di mercato spot dell'alluminio. Con questa forbice così ampia, è possibile finanziare l'operazione di acquisto a tassi di interesse molto bassi (come è evidente dai tassi di mercato), mettere a magazzino il materiale comprato a scadenza, coprirlo con assicurazione sulle oscillazioni di prezzo e, comunque, riuscire a chiudere questa strategia con un buon profitto. Questo conferma che la natura dell'attuale rialzo è indipendente dalla fragilità dei fondamentali. L'International Aluminium Institute stimava una produzione globale di alluminio di 5,48 milioni di tonnellate a fine marzo (al massimo dal dicembre 2018) e un accumulo delle scorte nei magazzini del London Metal

Exchange del 34% in più negli ultimi 6 mesi a causa della mancata domanda, specie proveniente dal settore Auto. E' evidente che il blocco della circolazione delle persone ha ancor di più esacerbato il quadro negativo. Benché ora le restrizioni siano decisamente allentate, anche se la domanda riprendesse a crescere ci vorrebbe comunque del tempo per erodere le scorte e tornare a un mercato in equilibrio. Alla luce di questo scenario, pensiamo che i prezzi possano consolidare al rialzo ma segnaliamo la natura speculativa del movimento, esprimendo qualche dubbio sulla sua solidità strutturale.

Zinco: ancora in recupero ma preoccupa l'eccesso di offerta.

Prosegue il recupero delle quotazioni di pari passo con la fine del *lockdown* in economie-chiave come l'Europa e gli Stati Uniti ma, soprattutto, grazie al ritorno all'attività dell'industria cinese. Lo scorso mese, le previsioni di un recupero dei cicli economici dei principali Paesi, a partire dalla seconda metà dell'anno, hanno sorretto la probabilità che i prezzi dello zinco potessero salire a breve, trend che in effetti si è concretizzato e che prosegue, ma che guarda con timore ai nuovi focolai di coronavirus. La precedente diminuzione delle quotazioni dello zinco aveva portato a un accumulo di scorte nei magazzini, rimaste invendute a causa della riduzione della domanda specialmente della Cina. Permane quindi il timore che questo eccesso di materiale che grava sul mercato possa ridurre il cauto ottimismo sullo scenario dello zinco. Fra i metalli che potrebbero maggiormente godere della crescente domanda di sviluppo di infrastrutture c'è appunto lo zinco, specie dopo la fine dell'emergenza in atto e il varo negli Stati Uniti di un piano fiscale espansivo volto proprio a promuovere opere pubbliche e infrastrutture, nell'ambito di un quadro di misure a sostegno dell'economia americana.

Nickel: rallenta la forza del recupero e resta l'incognita sul futuro dell'auto elettrica.

Le quotazioni del nickel restano toniche ma rallenta la forza del recupero. Il calo nei costi di produzione legato al ribasso dei prezzi del petrolio e all'indebolimento del dollaro aveva toccato il 4% in un solo trimestre. Ovviamente il rincaro del greggio, che è tornato intorno ai 40 dollari al barile, ha smussato i vantaggi legati alla riduzione della spesa energetica, frenando la corsa del nickel. Resta inoltre intatto il tema della produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica. Questi fattori a supporto del nickel rimangono quindi immutati ma si scontrano, nel brevissimo, col fatto che sia l'auto elettrica che la siderurgia restano comparti in difficoltà. Sullo sfondo è inalterata la questione dell'offerta limitata di nickel, poiché l'Indonesia ha già anticipato a gennaio 2020 il divieto di esportazione di questo minerale; il mercato sembra tuttavia aver metabolizzato questo tema.

Performance di medio termine					
	24.06.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.095,1	10,4	-10,7	-9,3	-10,1
Rame (\$)	5.865,0	20,8	-5,6	-2,9	-5,0
Alluminio (\$)	1.576,0	2,5	-13,1	-13,1	-12,9
Zinco (\$)	2.030,5	12,6	-10,9	-22,3	-10,9
Nickel (\$)	12.547,0	11,1	-12,5	2,0	-10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve ma Moderatamente Positivo nel medio-lungo, confermiamo il cauto ottimismo sul futuro.

Anche se nelle ultime settimane le tensioni tra Cina e USA sono riemerse, le prospettive per la domanda di metalli industriali sono migliorate, di pari passo con le dichiarazioni distensive da ambo le parti. Di conseguenza, le quotazioni di tutti i metalli sono salite, pur con diverse velocità e forza. Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero; i timori di un ritorno dell'emergenza sanitaria e di un possibile nuovo *lockdown* non consentono infatti ulteriori spazi di rialzo nelle quotazioni. Resta probabile che il grosso del peggioramento dei fondamentali della maggior parte dei metalli sia però alle spalle, in linea con l'erosione dei consumi a livello mondiale e col ritorno alla lenta normalità dopo le misure restrittive. Resta l'auspicio che gli aspetti negativi legati all'epidemia si esauriscano in questo 2° quarto dell'anno, anche se stanno crescendo le paure sull'autunno, quando stagionalmente l'influenza torna a manifestarsi. Questo ci consente, pur con cautela, di ipotizzare un recupero nel breve termine e un rialzo maggiore a partire dal prossimo anno, ma solo a patto che il tema sanitario sia risolto. Il cauto ottimismo resta alimentato anche dalla maggior fiducia circa l'efficacia degli stimoli monetari e fiscali varati da tutti i principali Paesi coinvolti, aspetto che sta sempre più consolidandosi nel *sentiment* degli operatori e nelle loro scelte di investimento.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.06.20	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	5.865,0	5.170	5.250	5.250	5.818	6.250
Alluminio (\$)	1.576,0	1.500	1.550	1.550	1.684	1.750
Zinco (\$)	2.030,5	1.950	1.988	1.988	2.113	2.175
Nickel (\$)	12.547,0	12.000	12.475	12.475	13.750	14.438

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 24.06.20	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Rame (\$)	5.865,0	5.400	5.600	5.700	5.800	5.800
Alluminio (\$)	1.576,0	1.550	1.640	1.700	1.700	1.790
Zinco (\$)	2.030,5	2.000	2.100	2.150	2.200	2.200
Nickel (\$)	12.547,0	12.500	13.000	13.500	14.000	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

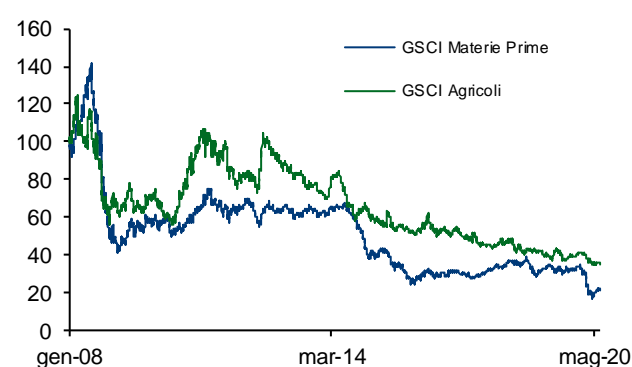
Prodotti Agricoli: ancora depressi dalle conseguenze del coronavirus sui mercati

Agricoli ancora penalizzati dalle conseguenze del COVID-19 e dal blocco delle attività a seguito del *lockdown*. Prosegue la divergenza fra petrolio e materie prime agricole: il primo è in deciso recupero mentre le seconde proseguono il trend di indebolimento. Il petrolio ha infatti iniziato un deciso trend di recupero, in atto ormai da oltre un mese, mentre le quotazioni, in aggregato, delle materie prime agro-alimentari sono tornate ai minimi dagli anni '70, il medesimo basso livello a cui scambiavano prima della pandemia. Ribadiamo l'idea che sul futuro rincaro dei prezzi delle granaglie potrà pesare il costo dei carburanti e dei fertilizzanti, che incidono molto sul totale delle spese nell'agro-industria. Pensiamo ai combustibili per trattori e per i macchinari per la trasformazione e il trasporto del cibo, così come alla quantità di derivati del petrolio impiegati come base per i fertilizzanti e i pesticidi. Il consolidato rincaro del petrolio rischia di scaricarsi, in futuro, su questi prodotti, necessari al comparto agricolo, finendo per essere trasferiti sul prezzo finale e quindi al consumatore. Ora che le misure restrittive sembrano allentarsi (nell'emisfero settentrionale del mondo), il ritorno all'attività e alla produzione si scontra con prezzi all'ingrosso più bassi che faticano a coprire i costi, anche se al dettaglio il rincaro degli alimentari è apparso a tutti evidente. All'inizio della pandemia erano aumentati i prezzi dei cereali all'ingrosso, ma non di molto, nell'ordine del +5-10%, ma senza mettere mai in dubbio la disponibilità di prodotto, aspetto che non aveva impensierito né l'industria della panificazione né il consumatore finale, limitando così le oscillazioni delle quotazioni sui listini. In linea di massima, difficilmente si registreranno problemi per frumento o soia, quest'ultima al centro del solito triangolo commerciale fra Brasile, Stati Uniti e Cina, mentre il WASDE segnala scorte di mais in contrazione. Resta confermata l'idea per cui anche in caso di possibili shock dal lato dell'offerta, questi sono da intendersi come momentanei e non di portata tale da generare tensioni sui mercati. Le riserve sono più che sufficienti, come stimato da WASDE e FAO, seppur con qualche distinguo rispetto al mese scorso, così come appaiono garantiti i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo.

Commercio e blocco dell'export sono i fattori da monitorare. Il vero tema resta il possibile blocco degli scambi commerciali, non tanto per la chiusura delle frontiere legata all'emergenza sanitaria, ma per il ritorno delle tensioni fra USA e Cina e i possibili riflessi sul commercio mondiale, nonostante la distensione in atto. Alcuni paesi potrebbero attuare politiche protezionistiche e quindi impedire il flusso delle granaglie dai produttori ai paesi consumatori con distorsioni sui prezzi. Anche se le dichiarazioni distensive delle ultime settimane rasserenano lo scenario. Il consigliere della Casa Bianca Navarro, che in precedenza aveva parlato di un accordo superato, ha invece ribadito la validità delle intese siglate a gennaio nel cosiddetto accordo di "Fase 1". La Cina sta pianificando di accelerare l'acquisto di prodotti agricoli statunitensi per ottemperare all'accordo sul commercio con gli

Stati Uniti, dopo l'incontro del 18 giugno, alle Hawaii, fra Pompeo e il rappresentante cinese Yang Jiechi. La Cina intende riprendere a comprare prodotti agricoli, dalla soia, di cui è primo importatore a livello mondiale, al mais e all'etanol statunitense, dopo che gli acquisti erano crollati a causa dell'epidemia di COVID-19. L'intesa prevedeva, per i beni agricoli USA, un aumento dell'import, nel biennio 2020-2021, pari a 32 miliardi di dollari rispetto ai volumi registrati nel 2017.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

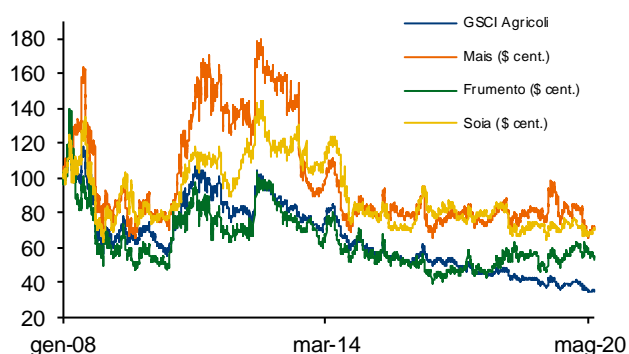
	Valore 24.06.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.618,0	-37,6	-40,0	-49,1
GSCI Agricoli	295,5	-15,1	-19,6	-40,1
Mais (\$ cent)	324,3	-16,4	-7,5	-13,9
Frumento (\$ cent.)	481,3	-13,9	0,9	-9,5
Soia (\$ cent)	870,8	-7,7	-0,4	-12,9
Cotone (\$ cent)	61,7	-10,7	-27,8	-3,3
Cacao	2.441,0	-3,9	-1,7	-25,8
Zucchero	11,8	-12,4	-2,1	2,0
Caffè (arabica)	96,7	-25,5	-15,1	-27,5
Caffè (robusta)	1.145,0	-15,4	-31,8	-39,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: revisione al rialzo per le scorte di frumento, al ribasso per il mais. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le proprie stime sui fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2020/21, pubblicate per la prima volta a maggio. Le stime di produzione globale di **frumento** nel 2020/21 sono state riviste verso l'alto rispetto a maggio a 773 milioni di tonnellate (mt) da 768 mt precedenti, una crescita dell'1,2% rispetto al 2019/20. Le revisioni risentono di proiezioni per un'offerta indiana record e per il rimbalzo di quella australiana, dopo che le stagioni precedenti sono state colpite da una severa siccità. Revisione verso l'alto anche per i raccolti cinesi e turchi a fronte di una correzione nei paesi dell'Unione Europea e in

Ucraina. Le previsioni per i consumi sono state invece lasciate invariate a 753 mt, confermando quindi uno scenario di stagnazione degli utilizzi rispetto alla stagione precedente. La stagione è quindi attesa terminare con un aumento delle scorte del 7,5% a 317 mt, riviste al rialzo da 310 mt precedenti. L'USDA sottolinea però come tali scorte siano detenute prevalentemente in Cina e in India e pesino rispettivamente per il 51% e il 10% del totale. L'offerta di **mais** è stata rivista marginalmente verso l'alto a 1.188 mt da 1.187 mt di maggio, in crescita del 6,6% dal 2019/20. La revisione dipende prevalentemente da previsioni per una maggiore produzione brasiliana grazie a più vaste aree coltivate. Revisione al rialzo anche per i consumi, previsti a 1.164 mt da 1.162 mt delle previsioni di maggio, in rialzo del 3,8% a/a. Limatura invece per le stime sulle scorte a 338 mt da 340 mt del rapporto del mese precedente, che dovrebbero però comunque concludere la stagione su livelli superiori a quelli iniziali di quasi l'8%. Il taglio delle attese sui volumi in magazzino riflettono riduzioni in Cina, Argentina, Sudafrica e Paraguay, che riescono a compensare l'aumento previsto in Brasile e India. Sostanzialmente invariate invece le stime di produzione per il **riso** a 502 mt (+1,6% a/a), così come quelle sui consumi a 498 mt, in crescita anch'esse dell'1,6%. Solo marginale invece la revisione per i magazzini di riso: 185 mt da 184 mt precedente, in crescita del 2,2% dai livelli di fine 2019/20. Infine, invariate anche le stime per l'offerta di **soia**, a 363 mt (+8,3% a/a) a fronte di un modesto aumento per le previsioni sui consumi (362 mt da 361 mt precedenti), attesi in crescita del 4% rispetto alla stagione precedente. Le proiezioni sono quindi coerenti con una flessione delle scorte a fine stagione a 96 mt (riviste verso il basso da 98 mt) da 99 mt del 2019/20.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	24.06.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	295,5	-8,7	-8,7	-8,7	-15,1
Mais (\$ cent.)	324,3	-7,0	-16,3	-27,5	-16,4
Frumento (\$ cent.)	481,3	-17,0	-11,0	-10,2	-13,9
Soia (\$ cent.)	870,8	-1,2	-7,0	-3,6	-7,7
Cotone (\$)	61,7	16,6	-10,2	-1,0	-10,7
Cacao	2.441,0	7,3	-0,1	-2,8	-3,9
Zucchero	11,8	3,0	-12,1	-4,7	-12,4
Caffè (arabica)	96,7	-23,0	-25,3	-5,2	-25,5
Caffè (robusta)	1.145,0	-8,1	-13,6	-19,1	-15,4

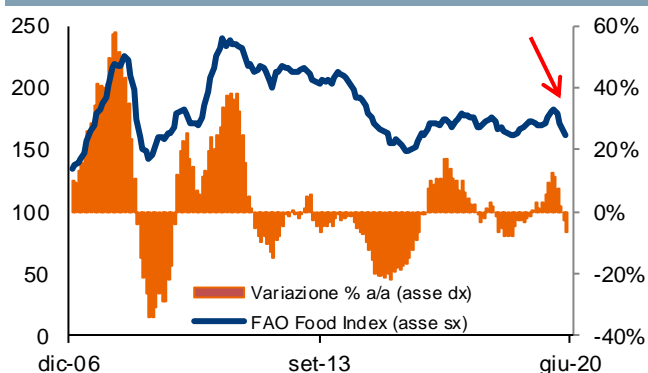
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prezzi delle materie prime alimentari ai minimi da 17 mesi. A maggio l'indice compilato dalla FAO che rileva i prezzi delle materie prime alimentari ha subito una flessione di quasi il 2% rispetto ad aprile, tornando sui minimi dal dicembre del 2018, colpito, ancora una volta, dagli effetti della pandemia. Nel dettaglio, il calo delle quotazioni è diffuso a tutti i comparti ad eccezione dello zucchero, che è tornato a far registrare un aumento dei prezzi per la prima volta dopo tre mesi di contrazioni. La flessione dei corsi dei **cereali** porta l'indice relativo sui livelli dello scorso anno. Tra i principali prodotti solo il riso registra un aumento delle quotazioni, mentre il frumento subisce il rallentamento del commercio internazionale e le previsioni di ampie scorte, così come il mais è penalizzato da una debole domanda nell'allevamento e nella produzione di biocarburanti, oltre a un mercato ben fornito. L'indice relativo agli **oli vegetali** scende invece ai minimi da 10 mesi. Sono soprattutto i prezzi dell'olio di palma a registrare i cali più forti, per il quarto mese consecutivo, sull'onda di una debole domanda. In crescita invece i prezzi degli oli di colza e di girasole, che beneficiano di una minore offerta rispettivamente nell'Unione Europea e nella regione del Mar Nero. Mercato calo per i prezzi dei **prodotti lattiero caseari**, al terzo mese consecutivo di declino, con flessioni diffuse a tutte le tipologie di beni, ma particolarmente intense per burro e formaggi, penalizzati non soltanto da fattori stagionali ma anche da una domanda ancora fiacca. Sostanzialmente contenuto invece il calo delle quotazioni delle **carni**, che registrano però il quinto mese di fila di contrazione e si portano al di sotto dei livelli di maggio 2019. Prosegue infatti la caduta dei prezzi del pollame e dei suini, che riflette, nonostante la ripresa della domanda proveniente dall'Asia, ampie disponibilità per l'esportazione nei principali paesi allevatori. Gli ovini sono invece penalizzati dalla minore domanda dal Medio Oriente, mentre salgono i prezzi della carne bovina, spinti verso l'alto dalla minore offerta proveniente da Brasile e Oceania. Infine, il rimbalzo delle quotazioni dello **zucchero** deriva da raccolti meno abbondanti rispetto alle attese nei principali paesi esportatori e dal rialzo dei prezzi del greggio, che incoraggia la produzione di etanolo riducendo, di conseguenza, la disponibilità di zucchero nei mercati globali di dolcificante.

FAO: stime di domanda e offerta sostanzialmente immutate. Nel rapporto di giugno sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali la FAO ha confermato, ancora una volta, un

mercato ben fornito. L'offerta di cereali nel 2020 dovrebbe attestarsi intorno al record di 2.780 milioni di tonnellate (mt), rivisto da 2.720 mt precedente, in crescita di quasi 70 mt rispetto alla stagione precedente. Gran parte dell'incremento dovrebbe derivare da un più ampio raccolto di mais a 1.207 mt, ma anche il riso dovrebbe raggiungere un'offerta record di quasi 509 mt. Si prevede invece una flessione della produzione di frumento a 758 mt, dopo una stagione 2018/19 particolarmente fertile che ha visto un raccolto di 732 mt. I consumi, dopo la stagnazione della stagione precedente, nel 2019/20 potrebbero crescere di circa 43 mt a 2.732 mt a causa di maggiori utilizzi di mais a 1.169 mt (+33 mt), mentre il consumo di riso dovrebbe toccare 510 mt. Si attende invece un rialzo della domanda di frumento a 754 mt da 751 mt della stagione precedente. Per quanto riguarda invece la dinamica delle scorte, quelle totali di cereali dovrebbero raggiungere un nuovo record di 927 mt, in crescita di quasi 40 mt dai livelli, già elevati, di inizio stagione, confermando dunque un mercato complessivamente ancora ben fornito. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi salire di quattro decimi a 32,9%. Si ricorda però come il 47% delle scorte siano quelle detenute in Cina, peraltro attese in forte crescita per la seconda stagione consecutiva. Nel dettaglio dei prodotti, le scorte di mais dovrebbero registrare l'incremento più sostenuto, con una crescita di quasi il 10%, ed essere concentrate soprattutto negli Stati Uniti, portando il rapporto scorte/consumi dei cereali secondari al 30,5%, il massimo da oltre 20 anni. I magazzini di frumento dovrebbero invece ampliarsi dell'1,5% a 280 mt, ma dovrebbero comunque restare al di sotto dei picchi toccati a fine 2017/18. In particolare, le scorte statunitensi di frumento sono previste crollare ai minimi da 6 anni.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus cotone: l'ICAC prevede prezzi ancora sotto pressione. L'International Cotton Advisory Committee (ICAC) ha pubblicato un rapporto sull'impatto dell'epidemia di COVID-19 sui fondamentali di domanda e offerta per il mercato del cotone. La domanda di cotone e la crescita economica globale sono fortemente correlati; nello specifico l'ICAC stima un calo dei consumi durante la stagione 2019/20 di circa l'11% a 23 milioni di tonnellate (mt), mentre l'offerta globale di cotone

dovrebbe attestarsi a 26,2 mt prima di scendere a 25,2 mt la stagione successiva. Secondo l'ICAC, la stagione in corso dovrebbe quindi terminare con scorte in crescita a 21,8 mt, con un rapporto scorte/consumi che dovrebbe raggiungere livelli record. L'ICAC prospetta quindi uno scenario di prezzi destinati a rimanere sotto pressione anche a fronte di quotazioni del greggio nel complesso ridotte, che hanno contribuito ad amplificare il gap di prezzo tra cotone e poliestere, riducendo la competitività della fibra naturale. Nel più lungo termine, le modalità di ripresa dell'economia globale dovrebbero giocare un ruolo cruciale per i fondamentali del cotone: anche in uno scenario più ottimistico di moderato recupero, i prezzi dovrebbero comunque restare depressi. Nel caso di una più lenta ripresa economica l'incertezza sarebbe ben più elevata, soprattutto per quanto riguarda i danni permanenti sia sul lato della domanda che dell'offerta, che potrebbero quindi generare importanti livelli di volatilità sui mercati.

Focus cacao: timori per l'interruzione dell'offerta ivoriana ma la pandemia dovrebbe penalizzare anche la domanda. I mercati internazionali del cacao hanno recentemente subito una discreta volatilità, con gli operatori che si aspettano ancora un contesto di prezzi più bassi nei prossimi mesi. I future, sia quelli negoziati a Londra che a New York, evidenziano una situazione di *backwardation*, cioè di prezzi *forward* inferiori a quelli *spot*. Tale situazione tipicamente emerge in un contesto di eccesso di domanda o comunque, come sembrerebbe essere il caso, di problematiche dal lato dell'offerta. Secondo l'International Cocoa Organization (ICCO), i mercati finanziari subiscono l'incertezza per gli eventuali ritardi nei trasporti dei carichi di semi di cacao, dopo che il Governo ivoriano ha annunciato l'estensione dello stato di emergenza a causa dell'epidemia di COVID-19. I dati aggiornati a inizio giugno sugli arrivi di cacao da inizio anno nei porti dei principali paesi produttori, Costa D'Avorio e Ghana, hanno riportato infatti un calo delle consegne rispettivamente di quasi il 7% e di oltre l'1,5% rispetto allo stesso periodo del 2019. Nel complesso, però, la minore offerta potrebbe controbilanciare, almeno in parte, il calo della domanda previsto a causa degli effetti della pandemia. L'ICCO prevede infatti una contrazione degli utilizzi sia nei mercati ormai maturi, come Europa e Nord America, sia in quelli asiatici, ovvero quelli che negli ultimi anni hanno registrato la più forte accelerazione della domanda.

Focus zucchero: crisi sanitaria, prezzo del petrolio e dazi cinesi alla base del calo dei prezzi. Il ribasso del prezzo del petrolio degli scorsi mesi e la svalutazione del real, che ha reso lo zucchero brasiliano molto conveniente sul mercato, sono alla base del ribasso delle quotazioni. Il prezzo ha toccato il minimo storico degli ultimi 13 anni, come ha recentemente ribadito la FAO nel fotografare l'impatto del COVID-19 sulla domanda e sui prezzi dello zucchero. I bassi costi del greggio rendono più conveniente la produzione di zucchero del Brasile, anche grazie alla decisa svalutazione della moneta locale. Abbiamo così assistito all'aumento dell'export brasiliano sul mercato

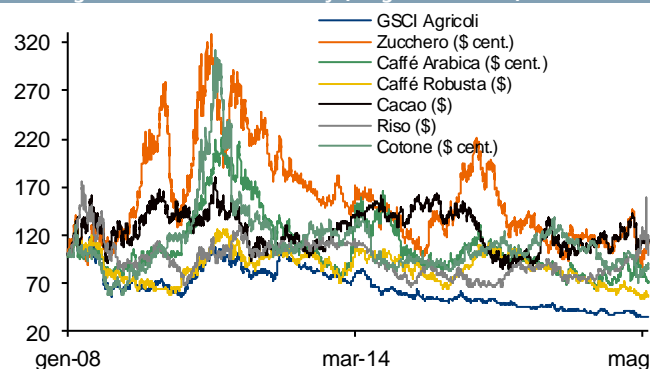
globale e alla immediata contrazione della produzione dell'etanolo da canna da zucchero, a causa del prezzo basso del petrolio. Secondo un recente rapporto della Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB), l'agenzia di statistica agraria brasiliana, la produzione è vista a 35,3 milioni di tonnellate di zucchero nella stagione 2020/21 (che va da aprile del 1° anno a marzo del 2° anno), il 18,5% in più rispetto al raccolto precedente. Gli agricoltori brasiliani hanno deciso di indirizzare più canna alla produzione di zucchero e meno a quella di biocarburanti. La CONAB stima che la produzione totale di canna da zucchero possa raggiungere 630,7 milioni di tonnellate, -1,9% rispetto alla stagione precedente, mentre la produzione di etanolo è stata stimata in 32.000 milioni di litri, -10,3% rispetto alla precedente produzione. A deprimere il mercato anche la decisione della Cina di abbandonare i dazi al 95% sulle importazioni di zucchero, pur mantenendo un forte controllo sul settore domestico al fine di proteggere l'industria nazionale. L'indebolimento della domanda conseguente alla diffusione del coronavirus e il calo dei prezzi dello zucchero sui mercati globali hanno esercitato una forte pressione sui prezzi della materia prima locale rendendo ancora più critica la situazione. La Cina aveva posto un freno alle importazioni di zucchero nel 2016, dopo che gli acquisti erano aumentati danneggiando il comparto domestico.

Focus caffè: COVID-19, doppio shock per domanda e offerta.

Da inizio 2020 i prezzi del caffè hanno evidenziato una certa dose di volatilità imputabile al doppio effetto, su domanda e offerta, della pandemia sui fondamentali della materia prima. Ai minori consumi di caffè si associa, infatti, il calo delle ore lavorate, che limita le prospettive di produzione. L'epidemia di COVID-19 si è infatti diffusa anche nei principali paesi esportatori, come il Brasile, compromettendo non solo l'attività di raccolta ma anche i processi di controllo qualità, trasporto, stoccaggio e, più in generale, le catene produttive nel loro complesso. La varietà più colpita è stata l'Arabica a causa del forte impatto dell'epidemia in America Latina. In Brasile per esempio i raccolti sono stati rinviati di circa 15 giorni; l'offerta colombiana ha risentito della minore manodopera a causa della limitata mobilità per i lavoratori stagionali, che ha comportato ritardi anche nei processi di trasporto e stoccaggio e controllo doganale; ritardi che si sono manifestati anche in Perù, dove il raccolto è stato condotto prevalentemente all'interno delle comunità locali a causa della ridotta mobilità di lavoro tra regioni. Meno colpiti, invece, i principali paesi asiatici da dove proviene gran parte della varietà Robusta, che ha infatti evidenziato una minore volatilità delle quotazioni. India, Indonesia e Vietnam hanno comunque risentito delle misure restrittive implementate dai governi nazionali e hanno riportato ritardi soprattutto nei trasporti. I dati sulle esportazioni globali di caffè riflettono infatti i colli di bottiglia che si sono venuti a creare nel mercato internazionale del caffè: a marzo l'export è risultato inferiore di quasi il 4% rispetto allo stesso mese del 2019. I più recenti dati brasiliani, il principale paese produttore, relativi a maggio hanno fatto

registrare una contrazione dell'export ai minimi dal 2018, una flessione di oltre il 20% a/a. Sul fronte della domanda, nel mensile di aprile avevamo spiegato come il *lockdown* abbia influenzato le modalità di consumo nei diversi paesi: se la qualità Robusta è stata penalizzata dalla minore domanda asiatica, ove i consumi hanno spesso una dimensione sociale e aggregativa, per l'Arabica, la qualità più consumata in Nord America ed Europa, i minori consumi "out of home", cioè nelle strutture ricettive e ricreative, sono stati, almeno parzialmente, compensati dall'incremento di quelli all'interno della dimensione abitativa e familiare. L'International Coffee Organization, in un recente studio, ricorda però come la domanda di caffè sia relativamente inelastica e tenda a reagire con un certo ritardo ai cambiamenti nel reddito delle famiglie.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. L'emergenza coronavirus continua a schiacciare verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari nonostante, proprio durante il *lockdown*, la spesa alimentare non abbia fatto che crescere e anche i prezzi al consumo siano aumentati. Il blocco delle attività a seguito della pandemia aveva portato a una riduzione degli scambi commerciali, anche a causa della difficoltà nei trasporti: tale situazione inizialmente aveva spinto al rialzo le quotazioni delle materie prime agricole, salvo poi far emergere semplicemente un forte accumulo di derrate alimentari non vendute. Questo resta ancora il principale motivo per cui, all'ingrosso, i prezzi degli agricoli restano così compressi, addirittura tornando ai livelli pre-COVID e azzerando lo shock positivo sui prezzi che ci aspettavamo. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero invece recuperare, qualora le difficoltà di trasporto e i mancati approvvigionamenti mettessero di nuovo sotto pressione la filiera produttiva. Resta l'attesa positiva legata all'aspetto finanziario: gli Agricoli restano una asset class molto penalizzata da inizio anno e potrebbero essere oggetto di possibili investimenti speculativi, scommettendo ancora una volta su un rimbalzo dai valori minimi (dagli anni '70) a cui le quotazioni dell'indice aggregato staziona da due mesi. Scenario che ha probabilità di concretizzarsi a patto che vi sia una veloce erosione delle scorte accumulate di recente, che possa generare un minimo di pressione sull'offerta e di conseguenza sulle quotazioni.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.06.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	324,3	327,5	335,0	335,0	381,0	400,0
Frumento (\$ cent.)	481,3	522,5	520,8	520,8	500,5	502,5
Soia (\$ cent.)	870,8	850,0	865,0	865,0	915,0	950,0
Cotone (\$)	61,7	57,7	59,7	59,7	68,0	64,5
Cacao	2.441,0	2.335	2.400	2.400	2.550	2.600
Zucchero	11,8	10,7	11,8	11,8	13,1	12,1
Caffè (arabica)	96,7	110,0	110,0	110,0	120,0	110,0
Caffè (robusta)	1.145,0	1.180	1.200	1.200	1.360	1.288

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	24.06.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	324,3	330	360	380	440	470
Frumento (\$ cent.)	481,3	520	510	500	510	515
Soia (\$ cent.)	870,8	850	860	870	925	975
Cotone (\$)	61,7	58	58	60	62	64
Cacao	2.441,0	2.400	2.400	2.600	2.600	2.600
Zucchero	11,8	11,0	11,0	11,2	11,7	12,0
Caffè (arabica)	96,7	105	107	110	120	125
Caffè (robusta)	1.145,0	1.200	1.250	1.275	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 Precious 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 28.05.2020.

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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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.intesaspaolo.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: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi