

Commodity: consolida il recupero ma restano i timori

Energia: outlook Moderatamente Positivo, col petrolio che consolida su livelli "fisiologici". Gli operatori hanno metabolizzato la riduzione dei tagli alla produzione che porterà, a partire da agosto, a un aumento dell'offerta di circa 2 milioni di barili al giorno. Va detto che i timori legati alla domanda di energia offuscano il vantaggio di avere un dollaro più debole, aspetto che rende più conveniente l'acquisto di tutte le materie prime, ma che in questa fase non sembra dare molto sostegno. 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 "ineludibile" di petrolio.

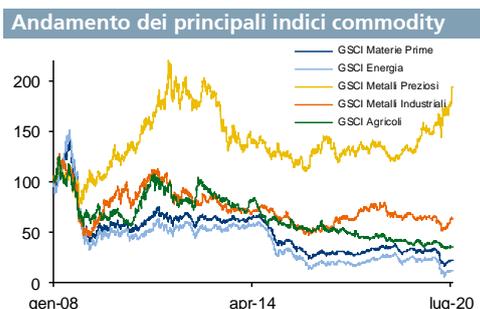
Metalli Preziosi: outlook Neutrale nonostante il rialzo in atto. Il quadro positivo di breve, già ipotizzato lo scorso mese, si è puntualmente concretizzato. E non per i timori legati ai nuovi focolai di COVID-19, ma per le rinnovate tensioni geopolitiche fra USA e Cina. In aggiunta, si afferma l'idea che il mercato azionario, specie USA, tornato sostanzialmente ai massimi pre-pandemia, possa spingere gli operatori a concretizzare i guadagni fatti, in vista di un possibile storno, allocando la liquidità in beni rifugio. Nel breve non escludiamo una possibile impennata delle quotazioni di oro e preziosi, in scia al forte movimento di avversione al rischio. Nel medio termine potremmo assistere a un ulteriore ritocco al rialzo dei prezzi; confermiamo però la nostra idea secondo cui, nel lungo termine, potrebbe invece venir meno la tensione rialzista su oro e argento, lasciando spazio a una maggior neutralità di previsione. I fattori da tenere sotto controllo restano i soliti: i bassi tassi di interesse nelle principali economie, le dinamiche di recupero delle attività produttive (con un occhio di riguardo ad eventuali, e del tutto prematuri, rincari dei prezzi al consumo) e l'andamento del dollaro.

Metalli Industriali: outlook Neutrale nel breve ma ancora Moderatamente Positivo nel medio-lungo, pur con un approccio di massima cautela. Il ritorno delle tensioni tra Cina e Stati Uniti non ha intaccato le prospettive positive per la domanda di metalli industriali, che sono andate di pari passo con il cauto ottimismo professato da tutti gli operatori. 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, anche se permangono i timori (seppur con toni decisamente più sfumati) di un ritorno dell'emergenza sanitaria. A pesare in maniera determinante saranno il prosieguo della domanda cinese e il definitivo varo del piano di nuove infrastrutture promosso dall'amministrazione Trump. Questo ci consente, pur con cautela, di confermare un consolidamento dei prezzi nel breve termine e un possibile rialzo maggiore a partire dal prossimo anno.

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. Le conseguenze dell'emergenza coronavirus continuano a spingere verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari nonostante, proprio durante il *lockdown*, la spesa alimentare sia cresciuta e con essa anche i prezzi al consumo. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero invece recuperare, anche se i fattori su cui avevamo puntato (difficoltà di trasporto, mancati approvvigionamenti e filiera produttiva sotto pressione) appaiono molto meno determinanti. Resta l'attesa positiva legata all'aspetto finanziario: gli Agricoli sono ancora una asset class molto penalizzata; pertanto, in un'ipotetica rotazione dei portafogli e allocazione della grande liquidità in circolazione, potrebbero diventare oggetto di interesse per possibili investimenti speculativi.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	28.07.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.721,2	-33,6	-36,7	-38,9
GSCI Energia	239,8	-51,8	-54,7	-56,3
GSCI Met. Preziosi	2.260,6	26,4	54,6	68,0
GSCI Met. Industriali	1.198,6	-1,7	-7,2	11,0
GSCI Prod. Agricoli	301,7	-13,3	-18,8	-35,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 28.07.2020



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

29 luglio 2020
12:09 CET
Data e ora di produzione

29 luglio 2020
12:15 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*

	Lug.	Giu.
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	-32,8	34,46
Brent	-34,5	22,68
Gas Naturale	-17,8	-25,54
Gasolio	-39,6	20,22
Oro	27,7	18,87
Argento	35,4	15,32
Rame	4,9	3,50
Alluminio	-4,8	-1,95
Zinco	-1,7	-9,49
Nickel	-2,6	31,20
Mais	-17,5	3,40
Frumento	-6,3	11,03
Soia	-4,9	6,86
Cacao	-9,8	5,13
Zucchero	-10,5	11,55
Caffè	-15,5	27,34
Cotone	-12,3	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 28.07.2020

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 28.07.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il petrolio resta su livelli di prezzo fisiologici dato lo stato del ciclo mondiale

Consolida il recupero delle commodity dopo la fine delle limitazioni e nonostante la contrazione di molte economie. Resta immutato dal mese scorso il sentiment di cauto ottimismo per le materie prime, che già dal mese di giugno hanno iniziato a scontare uno scenario che vada oltre l'emergenza sanitaria in Europa e negli Stati Uniti, dopo il superamento del *lockdown* che ha colpito duramente la crescita economica di molti paesi. Scenario tratteggiato inequivocabilmente dalla revisione al ribasso delle stime sulla crescita mondiale da parte del Fondo Monetario Internazionale, che prevede una contrazione del 4,9% del PIL globale nel 2020. Resta l'attesa per un recupero, seppur blando, della domanda di materie prime, anche se aumentano i timori di una seconda ondata di contagi e torna lo spettro di un nuovo blocco delle attività. Il recupero del petrolio ha favorito un miglioramento della fiducia sui mercati, di cui hanno beneficiato sia i listini azionari (gli indici statunitensi sono in pratica ai livelli pre COVID-19) che le materie prime. Non cambia quindi il quadro di contrazione della crescita mondiale, a cui si sommano le nuove tensioni fra USA e Cina, ma resta un cauto ottimismo sull'efficacia delle misure di politica fiscale e monetaria poste in essere in tutto il mondo. Un quadro che consolida la fiducia circa il mantenimento, almeno sui valori attuali, dei prezzi delle materie prime, e del petrolio in particolare.

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 tecnico Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) dell'OPEC+ sostiene i prezzi. I produttori di petrolio hanno allentato solo marginalmente i tagli introdotti ad aprile, nel meeting tecnico Joint Ministerial Monitoring Committee (JMMC) dell'OPEC+ conclusosi qualche settimana fa. Questo provocherà, a partire da agosto, un aumento dell'offerta stimato in circa 2 milioni di barili al giorno, visto che la contrazione dell'output, in aggregato, dovrebbe attestarsi a -7,7 milioni. I Sauditi richiamano all'ordine, ma allo stesso tempo confermano che Iraq e Nigeria (più gli iracheni che i

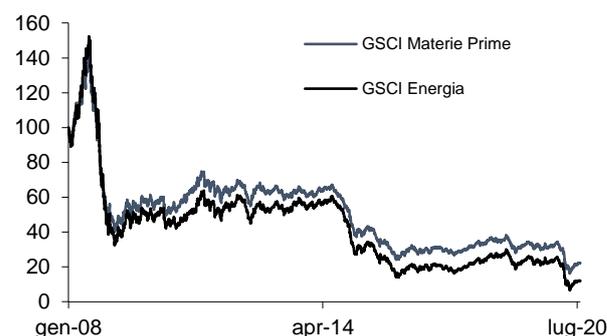
nigeriani) hanno attuato una forte stretta sul loro export, andando a sanare anche i mancati tagli dei mesi scorsi, dando maggior credibilità alla politica di contenimento dell'offerta petrolifera da parte del Cartello. I produttori si rivedranno il 18 agosto; indiscrezioni suggeriscono che per allora Russia e Arabia Saudita potrebbero mettere sul piatto dei negoziati un nuovo accordo di tagli e questo sta sostenendo ancora le quotazioni petrolifere.

Performance di lungo termine

	Valore 28.07.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.721,2	-33,6	-36,7	-38,9
GSCI Energia	239,8	-51,8	-54,7	-56,3
WTI (\$)	41,0	-32,8	-40,3	-15,9
Brent (\$)	43,2	-34,5	-41,8	-19,0
Gas Naturale (\$)	1,8	-17,8	-36,2	-37,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC: l'Organizzazione dovrebbe beneficiare del rimbalzo della domanda atteso per il 2021 Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di luglio, l'Organizzazione dei paesi produttori di petrolio prevede un rimbalzo degli utilizzi di greggio l'anno prossimo dopo l'ampio calo del 2020. L'OPEC ha rivisto verso l'alto di 0,1 milioni di barili al giorno (mb/g) la stima per i consumi nel 2020, che dovrebbero comunque diminuire di 8,9 mb/g rispetto al 2019. Nel 2021 si prevede invece un rimbalzo di 7,0 mb/g; i rischi per la stima sono però verso il basso a causa dei progressi nell'efficientamento energetico e dell'utilizzo del telelavoro, che potrebbero ridurre il consumo di petrolio. Nel complesso, però, la domanda globale di greggio dovrebbe restare al di sotto dei livelli pre-COVID: dai 99,7 mb/g del 2019 il sentiero previsivo è per una diminuzione a 90,7 mb/g nel 2020 prima di rimbalzare a 97,7 mb/g nel 2021. Secondo l'OPEC, dovrebbero essere comunque i paesi membri a beneficiare di più del rimbalzo degli utilizzi globali; la domanda di greggio OPEC dovrebbe infatti salire a 29,8 mb/g da 23,8 mb/g del 2020, al di sopra dei 29,4 mb/g del 2019. Sul fronte dell'offerta globale, invece, si prevede un calo di 3,3 mb/g nel 2020 a 61,8 mb/g prima di salire a 62,7

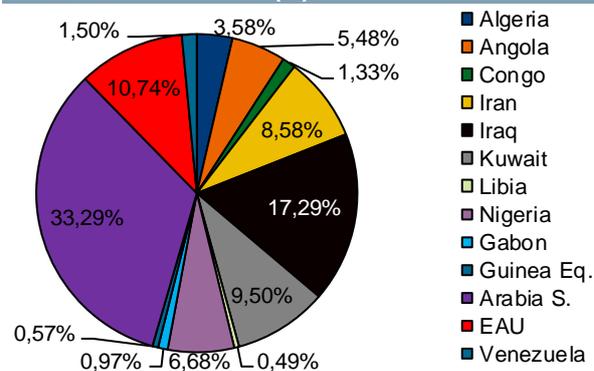
mb/g nel 2021. Secondo fonti secondarie, a giugno le estrazioni nei paesi OPEC sono calate di 1,9 mb/g rispetto a maggio a 22,3 mb/g, grazie a riduzioni volontarie dell'attività petrolifera in Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Kuwait.

EIA: stime di domanda riviste verso l'alto, scenario più favorevole rispetto a giugno. L'US Energy Information Administration (EIA) nel rapporto STEO (Short Term Energy Outlook) di luglio ha rivisto le proprie stime di domanda e offerta alla luce dei più recenti sviluppi sul fronte sanitario e delle dinamiche produttive OPEC. Le previsioni di eccesso di offerta per il 2020 sono state dunque ridimensionate a 1,7 milioni di barili al giorno (mb/g) da 2,2 mb/g precedenti, mentre nel 2021 si stima un deficit di 1,1 mb/g, minore del precedente -2,3 mb/g previsto nel rapporto di giugno. Nel 2020 la domanda globale è attesa in calo a 92,9 mb/g da 101,0 mb/g registrato nel 2019 prima di tornare a 99,9 mb/g nel 2021. L'offerta non-OPEC è invece vista in calo dai 66,0 mb/g del 2019 a 63,7 mb/g nel 2020 e a 64,9 mb/g nel 2021. Lo scenario è quindi quello di una domanda in crescita a ritmi superiori all'offerta nel 2021. In particolare, dovrebbe essere l'industria estrattiva statunitense a soffrire del periodo di crisi; l'EIA prevede infatti un calo della produzione USA, non solo nel 2020, quando dovrebbe attestarsi a 11,6 mb/g da 12,2 mb/g del 2019, ma anche nel 2021 quando dovrebbe contrarsi ulteriormente a 11,0 mb/g (rivisto però verso l'alto di 0,2 mb/g), con gli Stati Uniti che dovrebbero quindi tornare ad essere importatori netti di greggio. L'offerta dei paesi OPEC dovrebbe invece calare a 26,0 mb/g (rivisto verso il basso di 0,5 mb/g) nel 2020, prima di tornare a crescere a 29,2 mb/g nel 2021, rivisto verso l'alto di 0,8 mb/g, vicino alla media di 29,3 mb/g che era stata registrata nel 2019. Alla luce dei fondamentali descritti l'EIA prevede un prezzo medio del Brent a 40,5 dollari al barile nel 2020 (rivisto verso l'alto da 28,0 \$/b) e a 49,7 \$/b nel 2021 (rivisto verso l'alto da 47,9 \$/b), mentre lo spread tra Brent e WTI dovrebbe attestarsi a 3 dollari nel 2020 e a 4 dollari nel 2021.

IEA: revisione verso l'alto per le stime di domanda. L'International Energy Agency (IEA) nell'Oil Market Report mensile (OMR) ha rivisto le proprie stime sui fondamentali del greggio dipingendo uno scenario meno pessimistico per l'anno corrente; il calo della domanda dovrebbe infatti risultare meno ampio rispetto a quanto anticipatamente previsto. L'IEA ha rivisto le stime di domanda nel 2020 a 92,1 milioni di barili al giorno (mb/g) da 91,7 mb/g del rapporto precedente (e contro 99,8 mb/g del 2019), mentre ha confermato a 97,4 mb/g la previsione per il 2021. In particolare, è stata ridimensionata la flessione del 2° trimestre del 2020 per effetto di un mese di giugno che dovrebbe essere risultato migliore alle attese. Per quanto riguarda invece l'offerta, secondo l'IEA, a giugno le estrazioni hanno raggiunto un minimo da nove anni a 86,9 mb/g; in particolare, i paesi appartenenti all'OPEC avrebbero tagliato la produzione anche di più rispetto agli accordi del Cartello. L'offerta non-OPEC nel 2020 dovrebbe attestarsi a 62,6 mb/g (rivisto verso l'alto di 0,1 mb/g) e a 63,4 mb/g nel 2021 (rivisto verso l'alto di 0,1 mb/g); per riequilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria un'offerta da parte dei paesi OPEC di 24,2 mb/g nel 2020 (rivisto verso l'alto di 0,2

mb/g) e di 28,7 mb/g nel 2021 (rivisto verso il basso di 2,0 mb/g). Nonostante un quadro leggermente più ottimistico l'IEA continua comunque a sottolineare i rischi verso il basso a causa di un contesto sanitario non ancora sotto controllo.

Produzione membri OPEC (%)



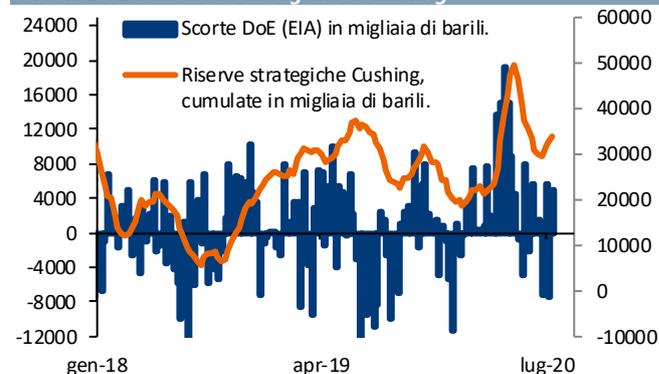
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.06.2020

Performance di medio termine

	28.07.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	239,8	69,3	-27,4	-30,3	-51,8
WTI (\$)	41,0	172,5	-23,0	-27,8	-32,8
Gas Naturale (\$)	1,8	-3,7	-4,1	-15,9	-17,8
Gasolio (\$)	371,0	77,9	-29,1	-36,8	-39,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

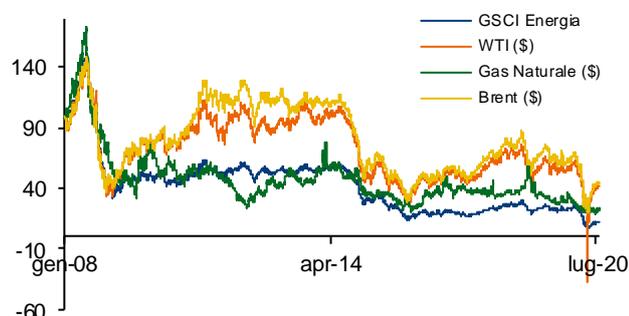
Scorte DoE e Riserve strategiche a Cushing



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. Resta costante la dinamica di accumulo delle riserve strategiche a Cushing ma i livelli sono ora più contenuti, lontani cioè dal livello di saturazione, e questo toglie pressione al sito di stoccaggio in Oklahoma.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, col petrolio che consolida su livelli "fisiologici". Permangono i timori legati ai focolai di contagio negli Stati Uniti e in America Latina, che impediscono un recupero maggiore delle commodity e, in particolare, del petrolio. Gli operatori sul comparto petrolifero hanno metabolizzato la riduzione dei tagli alla produzione che porterà, a partire da agosto, a un aumento dell'offerta di circa 2 milioni di barili al giorno. Il petrolio resta sempre in un range alto, col WTI sopra i 40 dollari al barile e il Brent a ridosso di 45 dollari. Va detto che i timori legati alla domanda di energia offuscano il vantaggio di avere un dollaro più debole, aspetto che rende più conveniente l'acquisto di tutte le materie prime ma che in questa fase non sembra dare molto sostegno. Un quadro che ha spinto gli investitori a monetizzare parte dei guadagni delle ultime settimane. Sulle aspettative di domanda futura di commodity permangono le attese circa il piano infrastrutturale ipotizzato dall'amministrazione Trump. Un impulso al ciclo economico statunitense potrebbe rappresentare infatti un generale volano per la domanda di derivati raffinati del petrolio. 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 "ineludibile" 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 3° trim. 28.07.20	4° trim. 2020	1° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	41,0	34,0	39,0	41,8	50,0
WTI (\$)	43,2	38,3	42,6	45,0	55,0
Gas Nat. (\$)	1,8	2,0	2,3	2,6	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 3° trim. 28.07.20	4° trim. 2020	1° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	41,0	38,0	42,3	45,0	55,0
WTI (\$)	43,2	33,0	37,3	40,0	50,0
Gas Nat. (\$)	1,8	2,20	2,40	2,60	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: le tensioni USA-Cina stimolano la domanda di beni rifugio

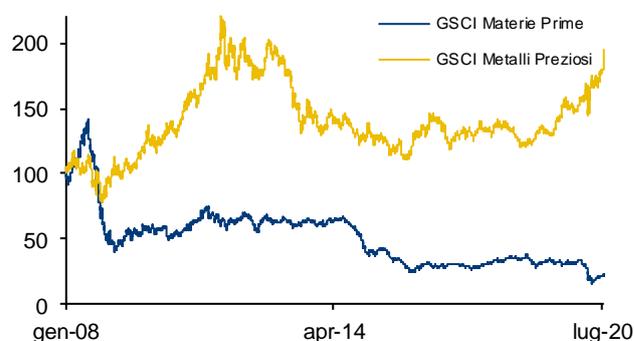
Le tensioni geopolitiche e il timore di un possibile storno del mercato azionario spingono i Preziosi. Rotazione dei temi sul comparto dei Preziosi, dove le tensioni geopolitiche e il timore di un eccessivo rialzo dei mercati, in vista della pausa estiva, superano le preoccupazioni per una possibile seconda ondata di contagi da COVID-19. L'oro, ed in generale tutto il comparto dei Preziosi, stanno registrando una forte accelerazione. Il metallo giallo è ormai sopra area 1.900 dollari l'oncia, ai massimi di sempre, avendo superato anche il record storico di 1.930, con prezzi in rialzo di oltre il 25% rispetto all'inizio dell'anno. Gli investitori si sono rifugiati nei Preziosi (ed in particolare su oro e argento) come riparo da una possibile inversione di tendenza del mercato azionario, in particolare statunitense (ormai tornato ai livelli pre-COVID-19). Le crescenti tensioni tra Washington e Pechino, che hanno spinto il Dipartimento di Stato USA a chiedere alla Cina di chiudere il consolato cinese a Houston, in Texas, sono la dimostrazione di una *escalation* che preoccupa i mercati. Gli USA accusano la Cina di essersi impegnata per anni in operazioni di spionaggio illegale, proprio attraverso i consolati sul suolo americano. La Cina ha negato le accuse e criticato gli Stati Uniti, facendo riferimento alle varie violazioni del diritto internazionale. Per paradosso, l'approvazione dell'accordo sul Recovery Fund al Consiglio Europeo ha dato un'ulteriore spinta al rialzo del comparto, non nell'accezione di beni rifugio: l'accordo in Europa, infatti, ha lenito le tensioni fra i membri dell'Eurozona e ha rassicurato i mercati sulla volontà di sostenere il recupero anche delle economie dei Paesi più danneggiati dall'epidemia. Peraltro, il via libera a 750 miliardi di euro di nuovi stimoli economici potrebbe, in via teorica, alimentare le aspettative di tensioni sui prezzi al consumo. Lo stesso ragionamento vale per il piano di opere pubbliche e di stimoli fiscali espansivi in discussione negli Stati Uniti, promosso dall'Amministrazione Trump. Dopo un iniziale dissidio politico, Repubblicani e Democratici sembrano inclini a trovare la quadratura del cerchio e dare il via a queste ambiziose misure di stimolo.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	28.07.20	da inizio 2020		
GSCI	1.721,2	-33,6	-36,7	-38,9
GSCI Preziosi	2.260,6	26,4	54,6	68,0
Oro (\$)	1.947,0	27,7	58,8	77,7
Argento (\$)	24,3	35,4	56,4	63,8
Platino (\$)	950,5	-2,4	14,4	-3,5
Palladio (\$)	2.288,1	17,8	147,3	270,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento: rally delle quotazioni grazie al forte ritorno dell'appeal verso gli investitori. L'incertezza e i timori circa la possibilità di una seconda ondata di contagi lasciano il posto, come tema centrale su oro e argento, ad un quadro di fattori ben diverso. Il riacutizzarsi delle tensioni fra USA e Cina e i timori di un ribasso estivo dei mercati azionari stanno spingendo i prezzi dei metalli ben più della paura per un nuovo *lockdown* dovuto al ritorno del virus. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve.

L'oro è tornato protagonista mettendo a segno un deciso rialzo nelle ultime settimane, che lo ha spinto al massimo storico, in area 1.950 dollari. I timori di una seconda ondata di contagi sono messi decisamente in secondo piano a causa del ritorno delle tensioni fra USA e Cina, un fattore che potrebbe sostenere ulteriormente il metallo aureo. Le decisioni delle Banche centrali sui tassi d'interesse influiscono sul prezzo dell'oro: tassi d'interesse così bassi favoriscono infatti la detenzione di investimenti fisici e finanziari in oro. Lo stesso vale per i tassi di cambio: un dollaro debole resta un fattore a favore della risalita dell'oro anche se sappiamo che, dall'inizio dell'emergenza sanitaria, il dollaro contende proprio al metallo giallo il ruolo di bene rifugio per eccellenza. Gli investitori stanno quindi scommettendo contro le Banche centrali, poiché pensano che le valute siano ad un livello di "teorica svalutazione", addirittura eccessiva rispetto al lingotto. Diversamente dal dollaro americano ed in generale rispetto a tutte le altre valute, l'oro non può essere "stampato" ma solo estratto, con processi onerosi e in quantità, per definizione, "limitata": di conseguenza, gli investitori continuano ad acquistarlo. Questa situazione consentirà un consolidamento dei prezzi dell'oro in area 1.800, anche se non escludiamo un possibile storno proprio in virtù del rally in atto.

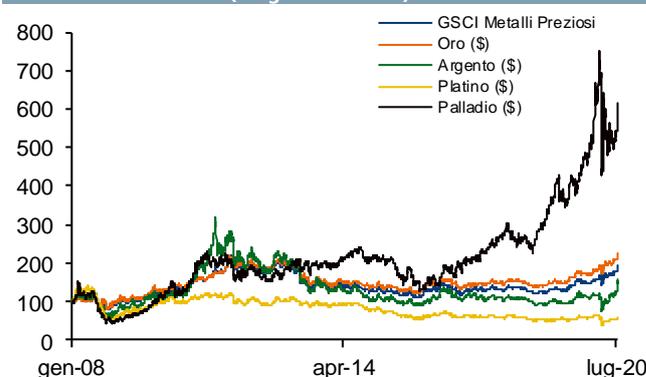
Le dinamiche che stanno influenzando il rally dell'oro, nelle ultime settimane, sono le stesse per l'argento ma, rispetto ad altre occasioni, questa volta il rialzo è stato decisamente superiore in virtù del ruolo produttivo/industriale che lo contraddistingue, nonostante la volatilità sia un fattore costante per questo metallo che ha un mercato molto più

piccolo e illiquido di quello aurifero, rendendo agevole per gli speculatori generare forti ed improvvise oscillazioni di prezzo. L'emergenza coronavirus aveva azzerato qualsiasi sorgente di domanda industriale per l'argento, contribuendo ad ampliare il gap di prezzo con l'oro: un fisiologico riallineamento delle quotazioni appariva, anche prima dell'attuale rialzo, uno scenario plausibile su cui scommettere. Nel solo 2° trimestre, l'acquisto netto di ETF/ETC su argento è salito del 20%, a dimostrazione che questa ipotesi di investimento è stata presa in considerazione con forza dagli operatori. Lo scenario dei fondamentali diventa intanto sempre più favorevole. Il metallo è usato nei pannelli solari e nelle infrastrutture elettroniche di supporto alle reti 5G, tutti fattori che hanno sostenuto e sosterranno i prezzi ancora per qualche tempo. L'argento si è apprezzato del 60% da marzo e ha superato i 24 dollari l'oncia, ai massimi dal 2014. Viene utilizzato per il 52% in impieghi industriali (contro il 10% circa dell'oro), col settore fotovoltaico che rappresenta circa il 20% della domanda totale di materiale nel mondo: 90,7 milioni di onces, su un totale di 510,9 milioni l'anno scorso.

Platino e palladio. Temi immutati su platino e palladio, che continuano a beneficiare 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. Nel 1° trimestre 2020 la domanda **platino** è aumentata al ritmo più rapido degli ultimi cinque anni, compensando parte del calo della richiesta industriale. Le vendite di lingotti e monete in platino, al dettaglio, sono aumentate a livelli record nei primi tre mesi del 2020: questo è quanto è stato comunicato dal World Platinum Investment Council. Il recente aumento della domanda è originato proprio dal prezzo allettante sui mercati, che ha stimolato gli acquisti da parte del settore gioielliero e dei settori industriale e manifatturiero. La natura diversa, rispetto ad altri metalli, di questo aumento di richiesta di platino, con conseguente rialzo dei prezzi, ha in realtà generato una performance positiva inferiore rispetto a quella di oro e argento, pur mantenendo valido uno scenario di consolidamento, su alti livelli dei prezzi, anche nel medio periodo.

Discorso analogo per il **palladio** che, come il platino, vede sul mercato fisico un possibile squilibrio tra domanda e offerta che ha spinto e potrebbe spingere ancora al rialzo i prezzi, anche in un orizzonte di lungo termine. A causa dei *lockdown* dovuti al COVID-19, l'offerta di metalli industriali e preziosi ha subito forti riduzioni. Messico, Perù, Bolivia, Cile e Sudafrica sono tra i Paesi più colpiti ed in cui le limitazioni alle attività minerarie si sono fatte maggiormente sentire. 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 l'aumento di auto ibride, con motori benzina/elettrici, e col palladio usato nei filtri proprio in questo tipo di propulsori - ecco che le ipotesi di ulteriore rialzo delle quotazioni restano uno scenario ancora probabile.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	28.07.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	2.260,6	15,3	23,1	34,9	26,4
Oro (\$)	1.947,0	14,5	23,9	37,0	27,7
Argento (\$)	24,3	60,3	38,8	47,8	35,4
Platino (\$)	950,5	23,5	-2,4	8,4	-2,4
Palladio (\$)	2.288,1	17,5	0,2	47,2	17,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nonostante il rialzo in atto. Il quadro positivo di breve sui Metalli Preziosi, già ipotizzato lo scorso mese, si è puntualmente concretizzato non per i timori legati ai nuovi focolai di COVID-19, ma per le nuove tensioni geopolitiche fra USA e Cina che hanno amplificato l'avversione al rischio. In aggiunta, si afferma l'idea che il mercato azionario, specie USA, tornato sostanzialmente ai massimi pre-pandemia, possa spingere gli operatori a portare a casa i guadagni fatti in vista di un possibile storno, allocando la liquidità in beni-rifugio come oro e argento. Nel breve quindi non escludiamo una possibile impennata delle quotazioni di oro e preziosi, in scia al forte movimento di avversione al rischio. Nel medio termine potremmo assistere a un ulteriore ritocco al rialzo dei prezzi; confermiamo però la nostra idea secondo cui, nel lungo termine, potrebbe 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. Come ormai abituale, i fattori da tenere sotto controllo restano i soliti: i bassi tassi di interesse nelle principali economie del mondo; le dinamiche di recupero delle attività produttive, con un occhio di riguardo ad eventuali (e del tutto prematuri) rincari dei prezzi al consumo; l'andamento del dollaro e, infine, il futuro scenario sul settore automobilistico.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	28.07.20	2020	2020	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.947,0	1.790,0	1.800,0	1.775,0	1.759,4	1.644,6
Argento (\$)	24,3	18,0	18,3	18,6	18,3	18,0
Platino (\$)	950,5	840,0	881,5	900,0	912,5	830,0
Palladio (\$)	2.288,1	1.975,0	1.987,5	2.000,0	1.958,8	1.900,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

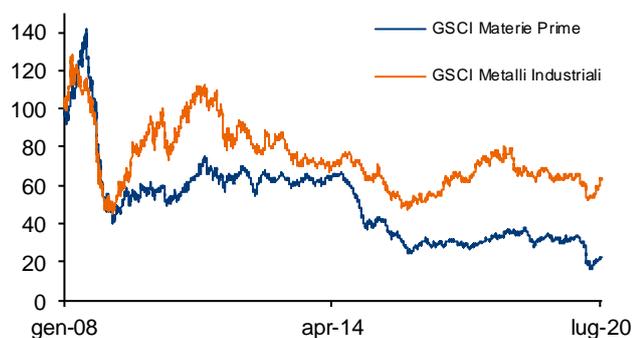
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	28.07.20	2020	2020	2021	2021	2022
Oro (\$)	1.947,0	1.700	1.650	1.600	1.600	1.600
Argento (\$)	24,3	17,0	17,0	17,0	17,00	18,0
Platino (\$)	950,5	800	800	800	800	800
Palladio (\$)	2.288,1	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: consolida il recupero ma permane la cautela sul futuro

I Metalli Industriali consolidano il recupero; la domanda dalla Cina e il piano di infrastrutture statunitensi sono i fattori da monitorare. Si conferma anche a luglio il recupero dei Metalli Industriali, che prima di altri comparti hanno già anticipato la ripresa della domanda come conseguenza del ritorno a una graduale normalità delle principali economie più avanzate. La cautela sui futuri rialzi resta legata al recupero del prezzo dell'energia, che, da un lato, rappresenta un aggravio nei costi di produzione dei metalli, ma dall'altro lato è un segnale che sostiene la fiducia degli operatori circa una certa solidità dello scenario futuro. Nonostante il riacutizzarsi delle tensioni fra Cina e Stati Uniti, permane una cauta fiducia sull'efficacia del varo di una serie di stimoli fiscali e monetari in tutti i principali Paesi colpiti dall'epidemia. Il ritorno di una moderata propensione al rischio ha inoltre favorito un recupero della liquidità (ancora largamente disponibile a un costo sostanzialmente nullo, visto il livello dei tassi di interesse) verso tutte quelle attività in grado di generare extra-rendimento, anche a patto di una maggiore volatilità, come appunto i metalli. In conclusione, ribadiamo come il rialzo in atto ci porti a ipotizzare un consolidamento sugli attuali livelli nel breve periodo. Resta intatta anche l'idea di un recupero più strutturale delle quotazioni, ma solo a patto che proseguano i segnali, ancora marginali ma presenti, di ripresa dell'economia mondiale, che le tensioni tra USA e Cina non subiscano un ulteriore inasprimento e che la minaccia sanitaria allenti la sua morsa, scongiurando una seconda ondata di contagi.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

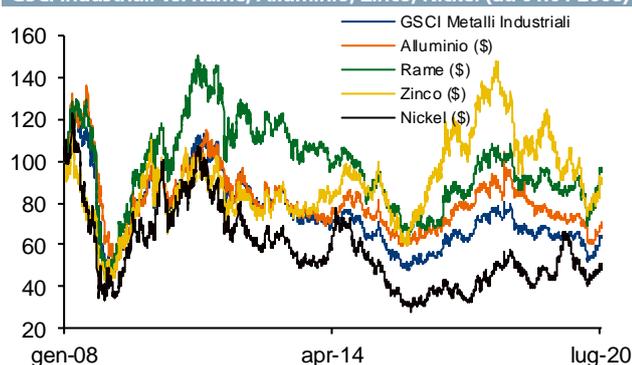
	Valore 28.07.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.721,2	-33,6	-36,7	-38,9
GSCI Industriali	1.198,6	-1,7	-7,2	11,0
Rame (\$)	6.477,0	4,9	2,9	21,6
Alluminio (\$)	1.724,0	-4,8	-16,8	3,7
Zinco (\$)	2.240,6	-1,7	-15,6	13,2
Nickel (\$)	13.660,0	-2,6	-1,4	21,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: torna a crescere l'economia nel 2° trimestre. Nel 2° trimestre la crescita del PIL cinese è tornata positiva e con un ritmo risultato anche superiore alle attese, dopo la forte contrazione registrata nei primi tre mesi dell'anno quando l'espansione è stata compromessa dallo scoppio dell'epidemia di COVID-19. In termini tendenziali la crescita si è attestata al 3,2% dopo il calo di 6,8% del 1° trimestre, mentre su base trimestrale il rimbalzo è stato dell'11,5% dopo la marcata variazione negativa di -10% precedente. A livello settoriale, si registra un recupero diffuso ad agricoltura, industria e costruzioni, che mettono a segno robusti miglioramenti a fronte di una dinamica ancora fiacca per quanto riguarda i servizi, soprattutto per quei comparti più penalizzati dalla pandemia. Il recupero non è però ancora completo e, sebbene proseguano i segnali di miglioramento, permangono alcuni fattori di debolezza. A giugno l'indice PMI Caixin composito è salito ancora a 55,7 da 54,5 precedente, sospinto sia dalla manifattura (51,2 da 50,7) sia dai servizi (58,4 da 55,0). L'indagine manifatturiera punta verso ulteriori progressi produttivi con una ripresa anche degli ordinativi, anche se quelli esteri restano in contrazione, a causa dei contesti sanitari al di fuori della Cina non ancora sotto controllo. La situazione non sembrerebbe essere però ancora tale da innescare una ripresa delle assunzioni, con alcune imprese che proseguono nell'effettuare licenziamenti già programmati senza urgenza di occupare i posti vacanti. Sul fronte dei dati reali, a giugno la crescita delle esportazioni è tornata in territorio positivo, allo 0,5% a/a dopo il calo di 3,2% a/a di maggio, mentre le importazioni sono cresciute del 2,7% a/a dopo la flessione di 16,6% a/a del mese precedente. Le esportazioni beneficiano delle vendite all'estero di prodotti medicali e tessili (come le mascherine chirurgiche), mentre le importazioni sono sostenute dalle materie prime, sia industriali che agricole, in particolare la soia. La produzione industriale è invece cresciuta del 4,8% a/a, in accelerazione dal 4,4% a/a di maggio, mentre i profitti nel settore sono aumentati dell'11,5% a/a, dopo che nel mese precedente la crescita era stata del 6,0% a/a. Da inizio anno i profitti sono però ancora inferiori di quasi il 13% rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso e la sostenibilità della ripresa non è garantita. Restano in calo anche gli investimenti fissi da inizio anno (-3,1% a/a da -6,3% a/a), che continuano a subire la divergenza tra le imprese a proprietà statale, che stanno spingendo la ripresa, e le imprese private, che ancora faticano a riattivare l'attività e risentono delle cicatrici dell'emergenza sanitaria. Un ulteriore elemento di fragilità è legato ai consumi privati, con le vendite al dettaglio che rispetto a giugno dello scorso anno restano in flessione dell'1,8%, anche se in ridimensionamento dalla contrazione di 2,8% di maggio. Sul dato continuano a pesare le immatricolazioni di auto, che ancora faticano a riprendersi, così come l'attività nei servizi di ristorazione. Più positivo invece il dato sugli investimenti immobiliari, soprattutto per quanto riguarda la componente infrastrutturale, che beneficia del

supporto pubblico. Invariato rispetto a giugno lo scenario di politica monetaria, con la Banca centrale cinese che il 20 luglio 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%, invariati ormai da tre mesi. 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, e nuovi tagli del costo del denaro non sono comunque da escludere in un contesto congiunturale che continua a necessitare di ampio sostegno da parte delle autorità di politica economica. Sono infatti allo studio nuove misure finalizzate a facilitare la trasmissione delle condizioni monetarie più accomodanti alle piccole e medie imprese, quelle che hanno subito maggiormente l'impatto dell'emergenza e che faticano a beneficiare in pieno dei piani di supporto.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: consolida il rialzo del rame mentre i fondamentali restano in miglioramento. Consolida il rialzo del rame, che nel 2° trimestre ha registrato un rialzo del 23%, dopo che nel pieno del *lockdown* si erano registrati i minimi a quattro anni delle quotazioni. I prezzi del rame sono tornati ai livelli precedenti la pandemia e il grosso del movimento è attribuibile all'accelerazione data dal Governo cinese al proprio programma di infrastrutture, che sta esercitando pressione dal lato della domanda. Allo stesso tempo, le quotazioni riflettono la forte preoccupazione del mercato circa possibili interruzioni delle forniture. A preoccupare è soprattutto il diffondersi del coronavirus in America Latina, l'area geografica in assoluto più ricca di miniere di rame. Questo aspetto costituisce un grosso fattore di rischio per le forniture nei prossimi mesi. In particolare, il Cile è alle prese con gli effetti della pandemia e con le conseguenti misure di blocco e contenimento della circolazione di persone e cose. Se allo scenario contingente legato alla pandemia in Sud America si somma il fatto che il mercato del rame è affetto da un grave problema di offerta strutturalmente insufficiente, ecco che la tensione sui prezzi potrebbe perdurare anche nel medio periodo. Anche il riciclo di metallo è un fattore che limita l'offerta: la lavorazione dei

rottami del rame, che rappresentano circa un terzo del consumo totale, si è contratta di circa il 50% da inizio anno, esercitando ulteriore pressione sulle quotazioni. Il contesto qui descritto appare, a nostro avviso, eccessivamente sbilanciato a favore di un rialzo dei prezzi ma consente comunque di tratteggiare un percorso positivo per le quotazioni, almeno nel breve periodo.

Alluminio: consolida il recupero dei prezzi. Il mercato continua a credere alla ripresa economica; lasciata alle spalle area 1.400 dollari a tonnellata, nelle ultime settimane le quotazioni si sono portate sopra i 1.700 dollari, nonostante i fondamentali restino non particolarmente positivi e il rischio di surplus produttivo incombe sul mercato. La crescita delle quotazioni appare tanto più sorprendente visto che le scorte di alluminio all'LME sono aumentate nel 2° trimestre. Tuttavia, il mercato resta ottimista e prosegue nella sua scommessa su una rapida ripresa economica. Anche nel caso dell'alluminio, come per il rame, la Cina rappresenta il soggetto determinante per il mercato. Dal 1° luglio, infatti, sono in vigore le nuove norme cinesi per classificare i rottami di qualità di alluminio, separandoli dai rifiuti solidi di bassa qualità. Norme evidentemente volte ad aumentare l'efficienza nel processo di riciclo dei metalli. I rottami di alluminio in Cina sono cresciuti del 3,4% nel mese di giugno, un andamento in linea con l'incremento dell'alluminio primario, quello cioè di nuova produzione. Questo quadro giustifica l'aumento delle scorte ma non sembra rallentare più di tanto il recupero delle quotazioni. Alla luce di queste considerazioni, manteniamo il nostro profilo rialzista sull'alluminio ma con livelli più contenuti, ad esprimere una maggior cautela su questo comparto.

Zinco: prosegue il recupero ma resta il timore per l'eccesso di offerta. Consolida il recupero delle quotazioni di pari passo con la fine del *lockdown* in economie-chiave come l'Europa e gli Stati Uniti ma, ancora una volta come per tutto il comparto dei Metalli Industriali, pesa il ritorno all'attività dell'industria cinese. La diminuzione delle quotazioni dello zinco durante la fase più critica della pandemia era legata a un accumulo di scorte rimaste invendute a causa della riduzione della domanda proveniente dalla Cina. Nonostante il timore che questo eccesso di materiale continui a gravare sul mercato, permane un cauto ottimismo sulle quotazioni 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 sostanziale accordo fra Democratici e Repubblicani, negli Stati Uniti, circa il varo di un piano fiscale espansivo volto proprio a promuovere opere pubbliche e infrastrutture, nell'ambito di un quadro di misure a sostegno dell'economia statunitense. Tale scenario di ripresa degli investimenti consolida anche le nostre caute previsioni di rialzo dei prezzi.

Nickel: consolida sui livelli precedenti all'emergenza COVID-19. Le quotazioni del nickel restano robuste, tornando ai livelli precedenti alla pandemia. Il quadro risulta sorprendente in

quanto il comparto è in surplus, con un'offerta elevata e una bassa domanda. Secondo l'International Nickel Study Group (INSG), il surplus di metallo nei primi quattro mesi dell'anno è stato di 53.900 tonnellate. Dimensione che se rapportata allo stesso periodo dello scorso anno, quando si registrava un deficit di 23.500 tonnellate, fa emergere un'eccedenza di materiale che zavorra il comparto. Inoltre, la produzione di barre di nickel in Cina è aumentata a giugno del 10,8%, altro fattore che rende il mercato decisamente ben fornito. Alla base del costante rialzo delle quotazioni sembra esserci tuttavia il timore di carenze nelle forniture di metallo, oltre alle aspettative che molti paesi accelerino i loro investimenti in energia verde per stimolare le loro economie. Resta quindi 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 la produzione di auto elettriche sia la siderurgia restano comparti in difficoltà. Tutte le considerazioni fatte non ci impediscono comunque di confermare il nostro cauto profilo rialzista anche per i prezzi del nickel.

Performance di medio termine

	28.07.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.198,6	17,0	5,2	-1,7	-1,7
Rame (\$)	6.477,0	23,1	14,8	7,6	4,9
Alluminio (\$)	1.724,0	14,5	-0,7	-4,8	-4,8
Zinco (\$)	2.240,6	16,4	-0,2	-8,5	-1,7
Nickel (\$)	13.660,0	10,9	8,8	-4,8	-2,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve ma ancora Moderatamente Positivo nel medio-lungo, pur con un approccio di massima cautela. Il ritorno delle tensioni tra Cina e Stati Uniti non ha intaccato le prospettive positive per la domanda di metalli industriali, che sono andate di pari passo con il cauto ottimismo professato da tutti gli operatori. 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, anche se permangono i timori di un ritorno dell'emergenza sanitaria. Le preoccupazioni su questo fronte sono tuttavia inferiori, non per l'effettivo impatto dell'aspetto sanitario ma per una differente valutazione che gli operatori sembrano fare delle possibili conseguenze sul ciclo economico globale. Permane infatti l'idea che il grosso del peggioramento dei fondamentali della maggior parte dei metalli sia alle spalle, in linea con l'erosione dei consumi a livello mondiale e con l'abolizione della maggior parte delle misure restrittive. Si sta consolidando la convinzione che gli aspetti negativi legati all'epidemia si siano esauriti nel 2° quarto dell'anno, anche se stanno crescendo le paure sull'autunno, quando stagionalmente l'influenza tornerà a manifestarsi. A pesare in maniera determinante sul comparto dei Metalli saranno il prosieguo della domanda cinese e il definitivo varo del piano di nuove infrastrutture promosso dall'amministrazione Trump. Questo ci consente, pur con cautela, di confermare un consolidamento

dei prezzi nel breve termine e un possibile rialzo maggiore a partire dal prossimo anno, ma solo a patto che il tema sanitario non costituisca più una minaccia preponderante.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	28.07.20	2020	2020	2021	2021	2022
Rame (\$)	6.477,0	5.800	5.767	5.800	5.934	6.150
Alluminio (\$)	1.724,0	1.592	1.650	1.625	1.700	1.750
Zinco (\$)	2.240,6	2.080	2.150	2.200	2.177	2.200
Nickel (\$)	13.660,0	13.000	13.500	14.000	14.094	14.250

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

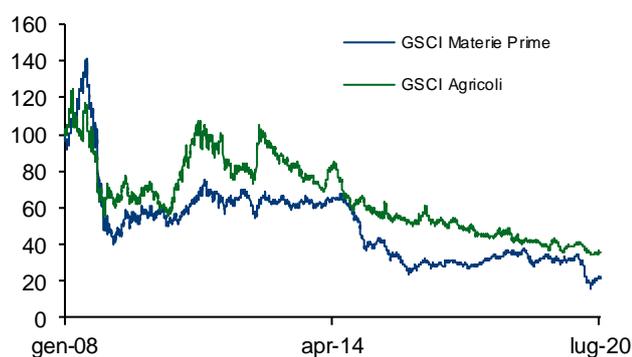
	Valore	3° trim.	4° trim.	1° trim.	Anno	Anno
	28.07.20	2020	2020	2021	2021	2022
Rame (\$)	6.477,0	5.600	5.700	5.800	5.800	5.800
Alluminio (\$)	1.724,0	1.640	1.700	1.700	1.700	1.790
Zinco (\$)	2.240,6	2.100	2.150	2.200	2.200	2.200
Nickel (\$)	13.660,0	13.000	13.500	14.000	14.000	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: esclusi dal trend di recupero delle altre commodity

Gli Agricoli restano esclusi dal movimento di recupero che sta caratterizzando la maggior parte delle materie prime. Prosegue la divergenza fra le materie prime agricole e il resto dei comparti delle risorse di base. Le quotazioni, in aggregato, delle materie prime agro-alimentari, tornate in giugno ai minimi dagli anni '70, restano deboli e poco sopra tali livelli. Il comparto sembra essere escluso dalle preferenze degli investitori, che invece hanno privilegiato altre commodity, alimentandone il recupero dopo i forti ribassi dei prezzi durante il pieno 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, visto il consolidamento del petrolio su alti livelli. Ora che le misure restrittive sembrano allentarsi, 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 prosegue senza sosta. 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 ribadito da WASDE e FAO, così come appaiono garantiti i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo, anche a fronte di eventi meteorologici inattesi, come accaduto nelle ultime settimane. Infine, restano le tensioni sui mercati legate allo scontro USA-Cina, riacutizzatosi nei giorni scorsi. Uno scenario che rischia di continuare con l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali di novembre. Trump infatti potrebbe decidere di accentuare la sua retorica anticinese. Gli USA, da un lato, vogliono che la Cina continui a comprare beni agricoli statunitensi, ma dall'altro lato l'amministrazione Trump intende fare della Cina un obiettivo facile da utilizzare, all'occorrenza, come tema elettorale.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

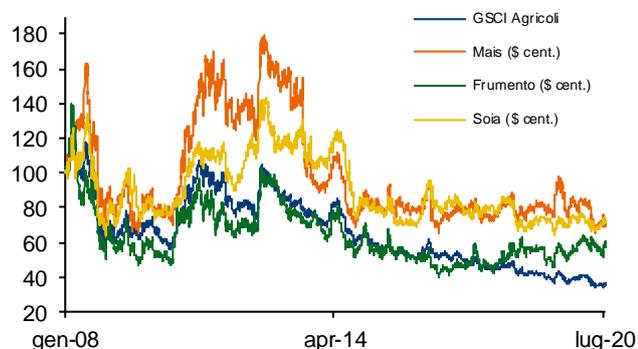
Performance di lungo termine

	Valore 28.07.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.721,2	-33,6	-36,7	-38,9
GSCI Agricoli	301,7	-13,3	-18,8	-35,6
Mais (\$ cent)	320,0	-17,5	-11,6	-13,0
Fruento (\$ cent.)	523,5	-6,3	-1,3	5,5
Soia (\$ cent)	896,8	-4,9	3,0	-8,8
Cotone (\$ cent)	60,6	-12,3	-32,0	-5,2
Cacao	2.291,0	-9,8	2,6	-28,5
Zucchero	12,0	-10,5	10,4	7,5
Caffè (arabica)	109,7	-15,5	-0,7	-8,8
Caffè (robusta)	1.336,0	-1,3	-19,2	-24,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WASDE: ampia revisione al ribasso per le scorte di mais nel 2020/21. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di luglio, 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. Per quanto riguarda il **frumento** il rapporto di luglio, pur confermando lo scenario di crescita diffuso a domanda e offerta rispetto al 2019/20, contiene una revisione verso l'alto delle stime sulle scorte di inizio stagione. Si prevede dunque una crescita della produzione a 769 milioni di tonnellate (mt), rivisto da 773 mt di giugno, rispetto alle 765 mt del 2019/20. I consumi dovrebbero invece salire a 752 mt (rivisto da 753 mt) da 748 mt dell'annata precedente. La stagione dovrebbe quindi terminare con scorte in crescita a 315 mt (rivisto da 317 mt) dai 297 mt (rivisto da 296 mt) di inizio stagione, livelli record imputabili prevalentemente a quelle cinesi e indiane, che dovrebbero rappresentare rispettivamente il 51% e il 10% del totale. Negli Stati Uniti invece la stagione dovrebbe concludersi con un calo delle scorte imputabile a una contrazione dell'offerta a fronte di un aumento della domanda rispetto al 2019/20. Marcata invece la revisione effettuata dall'USDA per le scorte finali di **mais**: 315 mt da 338 mt del rapporto di giugno (comunque in crescita da 312 mt di inizio stagione). La correzione è imputabile alla revisione dell'offerta (1.163 mt da 1.188 mt di giugno), comunque in crescita rispetto ai 1.114 mt registrati nella stagione 2019/20. I consumi dovrebbero invece salire a 1.160 mt (rivisto da 1.164 mt) da 1.122 mt dell'annata precedente. Marginali le revisioni per i fondamentali sul **riso**, per il quale si conferma lo scenario di crescita dei raccolti a tassi superiori alla domanda, e quindi di scorte finali più elevate. Sostanzialmente invariate anche le stime per la **soia**; si conferma il rimbalzo della produzione, dopo l'arresto del 2019/20 (363 mt, invariato rispetto a giugno, da 337 mt), e la crescita della domanda (364 mt, rivisto da 362 mt, da 348 mt della stagione antecedente). La stagione dovrebbe quindi concludersi con scorte in magazzino in calo a 95 mt (rivisto da 96 mt) da 100 mt di inizio stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

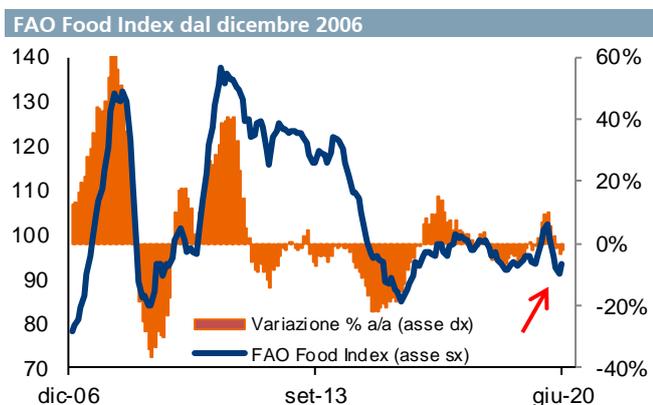
	28.07.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	301,7	2,4	2,4	2,4	-13,3
Mais (\$ cent.)	320,0	5,1	-16,7	-23,3	-17,5
Frumento (\$ cent.)	523,5	0,8	-6,9	4,0	-6,3
Soia (\$ cent.)	896,8	7,8	0,4	1,2	-4,9
Cotone (\$)	60,6	4,4	-13,5	-5,0	-12,3
Cacao	2.291,0	-2,9	-15,2	-4,1	-9,8
Zucchero	12,0	28,6	-17,4	-0,1	-10,5
Caffè (arabica)	109,7	3,7	4,4	9,9	-15,5
Caffè (robusta)	1.336,0	16,0	0,7	-0,6	-1,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: a giugno tornano a salire i prezzi delle materie prime alimentari. A giugno, dopo cinque mesi consecutivi di calo, tornano a salire i prezzi delle materie prime alimentari, con l'indice FAO relativo che mette a segno un rialzo del 2,4% rispetto al mese precedente grazie all'ampio rimbalzo registrato tra i listini dei prodotti lattiero-caseari, degli oli vegetali e dello zucchero, a fronte di prezzi ancora depressi per carni e cereali. I corsi dei cereali a giugno sono infatti calati ancora, seppur marginalmente, e si sono portati su livelli inferiori a quelli dello scorso anno. Il **frumento** è penalizzato dagli abbondanti raccolti nell'emisfero boreale, mentre il **riso** ha subito la frenata degli scambi internazionali oltre che dinamiche sfavorevoli per le valute dei principali paesi esportatori. Sono invece tornati a crescere, dopo una serie di mesi di calo, i prezzi del **mais** grazie alla ripresa della domanda e a condizioni sfavorevoli per le coltivazioni statunitensi. I listini degli **oli vegetali** hanno invece registrato un ampio rimbalzo, di oltre l'11% m/m, dopo quattro mesi consecutivi di contrazione, spinti prevalentemente dai prezzi dell'olio di palma, che beneficiano di una ripresa delle importazioni dopo l'allentamento del *lockdown* in alcuni paesi e delle preoccupazioni per la limitata offerta di forza lavoro. Anche la ripresa della domanda di biocarburanti ha contribuito al rialzo delle quotazioni degli oli vegetali. La crescita dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, manifestatasi anch'essa dopo quattro mesi di flessione, è invece imputabile alla ripartenza delle importazioni oltre che ai consueti fattori stagionali favorevoli. Sostanzialmente stabili invece i prezzi delle **carni**, con il calo

registrato da bovini e pollami che risulta parzialmente compensato dal rialzo registrato da suini e, in misura superiore, dagli ovini. Infine, i prezzi dello **zucchero** mettono a segno un ampio rimbalzo grazie al maggiore utilizzo di canna nella produzione di etanolo, a sfavore di quella di dolcificante, e alle preoccupazioni legate alla situazione epidemiologica brasiliana, che potrebbe generare pressioni sul lato dell'offerta, come sta emergendo dai ritardi registrati nei porti del paese.

FAO: ampia revisione verso l'alto per le stime di offerta di cereali nel 2020/21. Nel rapporto di luglio sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali la FAO ha rivisto verso l'alto le proprie stime di offerta di oltre 9 milioni di tonnellate (mt), portando la previsione per la stagione 2020/21 a circa 2.790 mt, in crescita del 3% rispetto all'annata precedente e mettendo a segno un nuovo record. A livello di singoli comparti è stata rivista verso l'alto anche la previsione per la produzione di frumento (di 3,2 mt a 761,5 mt), invariata quindi rispetto alla stagione 2019/20; la revisione beneficia prevalentemente di prospettive per un maggior raccolto australiano, dopo due anni di siccità, ma sono state riviste verso l'alto anche le stime per l'offerta indiana e russa a fronte di una limatura per quella proveniente dall'Unione Europea, derivante da prospettive per rendimenti più contenuti. In aumento anche le previsioni per orzo, riso e mais, quest'ultimo risente di una produzione a livelli record in Brasile. Per quanto riguarda invece i consumi, anch'essi beneficiano di revisioni verso l'alto rispetto alle stime di giugno, ma in misura minore rispetto all'offerta, di 3 mt a 2.735 mt (+1,6% a/a). La modifica delle previsioni dipende prevalentemente da aspettative per maggiori utilizzi di cereali secondari, soprattutto di mais negli Stati Uniti e in Cina, a fronte di attese per un modesto calo (-0,4%) dei consumi di frumento rispetto alla stagione 2019/20, imputabile, secondo la FAO, alla sostituzione del frumento con il mais negli allevamenti. Le scorte globali di cereali nel 2020/21 dovrebbero di conseguenza salire a 929 mt da 877 mt della stagione precedente, riviste verso l'alto di 2 mt portando il rapporto scorte/consumi ai massimi da 20 anni, al 33%. Il maggior accumulo nei magazzini dovrebbe risultare diffuso al frumento e, soprattutto, al mais. Su base geografica la FAO prevede una vasta espansione delle scorte cinesi di frumento a fronte di una flessione di quelle europee e statunitensi; gli Stati Uniti dovrebbero al contrario ampliare i magazzini di mais. Infine, si prevede una flessione delle scorte finali di riso nel 2020/21 rispetto ai livelli iniziali (182 mt da 184 mt, stima sostanzialmente invariata rispetto a giugno).



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus cotone: domanda debole e bassi prezzi del cotone indiano deprimono il comparto. Il sentiment negativo sul cotone sembrerebbe essere alimentato, da un lato, dalla bassa domanda sul mercato, legata a una contrazione della richiesta di vestiti di qualità, un'altra conseguenza negativa dell'epidemia sanitaria che ha inciso fortemente su una vasta gamma di consumi. Dall'altro lato, le associazioni del settore e del commercio indiane sostengono che le stime "eccessivamente elevate" effettuate dal Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) sulle scorte indiane hanno aumentato la pressione ribassista sui prezzi del cotone domestico, generando grandi perdite per gli operatori locali. Le lamentele circa i dati dell'USDA seguono quelle formalizzate dalla Cina nelle scorse settimane. Anche gli operatori tessili indiani (come prima quelli cinesi) chiedono che il Governo centrale statunitense prenda in esame la questione e chiedi all'USDA di utilizzare come stima della produzione, del consumo e delle scorte di cotone direttamente i dati della borsa del cotone indiana. Una situazione che ovviamente inasprisce i rapporti anche fra Stati Uniti e India, in un quadro in cui le tensioni commerciali a livello globale di certo non mancano.

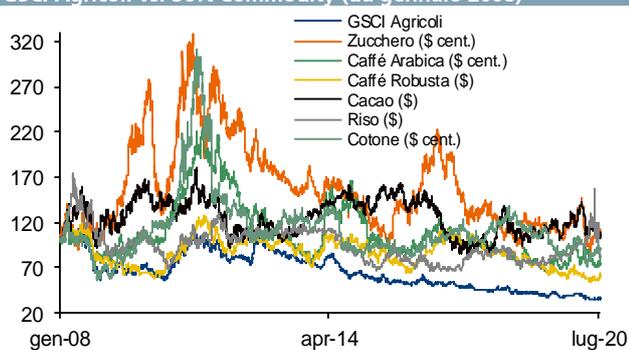
Focus cacao: i prezzi del cacao sono ai minimi da oltre un anno. Il *lockdown*, imposto in molti paesi sviluppati a causa dell'emergenza coronavirus, ha finito per impattare sulla domanda di cacao portando a una decisa contrazione dei prezzi, scesi al minimo da 15 mesi, poiché i consumatori, bloccati a casa, hanno evitato di acquistare o di frequentare locali in cui acquistare prodotti di pasticceria. Un marginale recupero della domanda e dei prezzi si è registrato in coincidenza con la fine delle limitazioni alla circolazione delle persone ma, nonostante questo, essendo il consumo di cioccolato un bisogno che viene definito "celebrativo", il clima generale di tensione non ne sta favorendo la fruizione. L'International Cocoa Organization (ICCO) riconferma la propria previsione di contrazione dei consumi 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, ribadendo quindi uno scenario piuttosto fosco per i prezzi del cacao.

Focus zucchero: recupero del petrolio ed emergenza sanitaria in Brasile sono i fattori chiave, ma incombe la produzione indiana. Il recupero del prezzo del petrolio delle ultime settimane e i dubbi sulla gestione dell'emergenza sanitaria in Brasile sono alla base della ripresa dei prezzi dello zucchero, come ha recentemente ribadito la FAO nel fotografare l'impatto del COVID-19 sulla domanda e sui prezzi di questa *soft commodity*. Il maggiore utilizzo di canna nella creazione di etanolo a sfavore della produzione di dolcificante e l'acuirsi delle preoccupazioni legate alla situazione epidemiologica brasiliana, che potrebbe generare forti tensioni dal lato dell'offerta, sono i fattori che hanno favorito il recupero delle quotazioni. Uno scenario che però appare minacciato dalla produzione indiana di zucchero. L'India, che compete con il Brasile per aggiudicarsi il ruolo di maggior produttore mondiale di zucchero su base mondiale, quest'anno esporterà volumi record di dolcificante per il secondo anno consecutivo. A ottobre, quando inizierà la stagione delle spedizioni di zucchero, i volumi indiani potrebbero salire fino a 7 milioni di tonnellate, contro i 5,2 milioni di tonnellate della stagione 2019/2020, che già furono un record (fonte: India Sugar Mills Association - ISMA). Questa mole di export indiano potrebbe esercitare una forte pressione sui prezzi dello zucchero, in recupero grazie al crollo della produzione thailandese, a causa della peggior siccità degli ultimi 40 anni, e per i problemi legati allo zucchero brasiliano. Se la stagione dei monsoni non creerà problemi eccessivi, la produzione di canna da zucchero dall'India potrebbe salire a 32,01 milioni di tonnellate la prossima stagione, anche se si dovrà attendere la ripartizione vera e propria fra etanolo e dolcificante anche per questo paese. Partendo dalla suddivisione attuale, le stime ISMA indicano che la produzione di dolcificante, nel corso della prossima stagione, potrebbe ammontare a 30,5 milioni di tonnellate, in netto rialzo rispetto ai 27,2 milioni di tonnellate della stagione 2019/2020. La superficie coltivata a canna da zucchero per il 2020/2021 è attesa in crescita a 5,23 milioni di ettari, contro i 4,84 milioni di ettari della stagione scorsa. Le scorte di zucchero indiane potrebbero così scendere a circa 11,5 milioni di tonnellate il 1° ottobre (data di inizio della nuova stagione del raccolto), dal massimo storico di 14,5 milioni di tonnellate dello scorso anno.

Focus caffè: forte contrazione del consumo globale. Nonostante la sospensione delle misure di distanziamento in molti paesi, gran parte del lavoro, specie nei servizi, continua a svolgersi all'insegna del "lavoro da casa". Di conseguenza il consumo di caffè in esercizi commerciali all'esterno della propria abitazione ha subito un deciso ridimensionamento e, anche se il consumo domestico appare in aumento, non è sufficiente a compensare il calo della domanda registrato nel settore della ristorazione. Il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) segnala infatti che per la prima volta dal 2011 il consumo globale di caffè è previsto in calo. Questo nonostante i forti acquisti dei consumatori che hanno rimpinguato le scorte domestiche durante il picco

dell'epidemia. La distribuzione di caffè nei bar e nei ristoranti pesa per il 25% della richiesta globale di caffè e il *lockdown* ha colpito duramente il settore. Sono almeno 125 milioni i lavoratori che nel mondo dipendono dai raccolti di caffè. Un recupero della domanda, anche solo moderato, non appare comunque sufficiente a compensare le perdite attuali. Sul fronte dell'offerta, i coltivatori di caffè stanno già affrontando la crisi finanziaria post pandemia, con previsioni di prezzo, nel 2° semestre, ben al di sotto dei costi produzione. L'USDA prevede un aumento della richiesta mondiale di caffè nel corso del 2021 grazie al possibile incremento della domanda asiatica già a partire dalla fine del 2020. In uno scenario in cui la crisi economica spinga i consumatori a preferire varietà di caffè più economiche (ad esempio quelle solubili o istantanee) sarà la qualità Robusta ad aver maggiori possibilità di rialzo rispetto all'Arabica, più costosa e considerata di maggiore qualità.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: outlook Moderatamente Positivo. Le conseguenze dell'emergenza coronavirus continuano a spingere verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari nonostante, proprio durante il *lockdown*, la spesa alimentare sia cresciuta e con essa anche i prezzi al consumo. All'ingrosso, i prezzi degli Agricoli restano così compressi, poco distanti dai livelli pre-COVID, e azzerando tutta la possibile pressione positiva sulle quotazioni che era invece logico attendersi. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero invece recuperare, anche se i fattori su cui avevamo puntato (difficoltà di trasporto, mancati approvvigionamenti e filiera produttiva sotto pressione) appaiono molto meno determinanti. Resta l'attesa positiva legata all'aspetto finanziario: gli Agricoli sono ancora una asset class molto penalizzata; pertanto in un'ipotetica rotazione dei portafogli e allocazione della grande liquidità in circolazione, potrebbero diventare oggetto di interesse per possibili investimenti speculativi. La scommessa è ancora una volta su un rimbalzo dai valori minimi (dagli Anni '70) a cui le quotazioni dell'indice aggregato stazionano da due mesi. Tale scenario potrebbe concretizzarsi a patto che vi sia una veloce erosione delle scorte accumulate di recente, altro aspetto che nei fatti non appare concretizzarsi almeno nel breve.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 3° trim. 2020	4° trim. 2020	1° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
	28.07.20	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	320,0	337,5	347,5	370,0	382,0
Fruento (\$ cent.)	523,5	518,3	520,3	511,7	502,5
Soia (\$ cent.)	896,8	885,0	900,0	912,5	950,0
Cotone (\$)	60,6	59,7	61,5	63,5	64,5
Cacao	2.291,0	2.200	2.300	2.413	2.500
Zucchero	12,0	11,7	12,0	12,1	12,1
Caffè (arabica)	109,7	100,0	110,0	112,5	110,0
Caffè (robusta)	1.336,0	1.200	1.250	1.300	1.360

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 3° trim. 2020	4° trim. 2020	1° trim. 2021	Anno 2021	Anno 2022
	28.07.20	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	320,0	360	380	400	470
Fruento (\$ cent.)	523,5	510	500	505	515
Soia (\$ cent.)	896,8	860	870	900	975
Cotone (\$)	60,6	58	60	62	64
Cacao	2.291,0	2.400	2.600	2.600	2.600
Zucchero	12,0	11,0	11,2	11,5	11,7
Caffè (arabica)	109,7	107	110	115	125
Caffè (robusta)	1.336,0	1.250	1.275	1.315	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.

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.

I dati citati nel presente documento sono pubblici e resi disponibili dalle principali agenzie di stampa (Bloomberg, Refinitiv).

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv, 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 è stato distribuito in data 25.06.2020.

Il presente documento è distribuito da Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, 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.intesasnpaolo.com) e nel sito ad accesso riservato Market Hub (<https://markethub-imi.intesasnpaolo.com>).

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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, 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 Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

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