

## Commodity: marginale recupero in scia al rimbalzo del petrolio

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo ma il rialzo dei prezzi comincia ad essere prossimo ai livelli target.** L'effetto combinato delle attese di recupero della domanda, non appena i blocchi legati al coronavirus si allenteranno completamente, e dei tagli alla produzione dei principali player, stanno creando aspettative di un possibile bilanciamento del mercato petrolifero globale già nei prossimi mesi. Gli operatori restano però preda dei timori di un surplus eccessivo, a fronte del calo generalizzato della domanda. Il rallentamento delle attività produttive causato dalla pandemia ha inciso sulla domanda di energia in maniera forte. Il quadro di tensione sul petrolio resta quindi immutato, col nostro Outlook che vede un consolidamento delle quotazioni nel 3° trimestre. Rimane però valida l'idea che, superata la fase di *lockdown*, la domanda di petrolio dovrebbe riprendersi almeno in parte.

**Metalli Preziosi: outlook Neutrale dopo il rialzo delle ultime sedute.** Muta parzialmente il quadro sui Preziosi, salvo registrare un recupero generalizzato dovuto ad un aumento delle tensioni (non legate al COVID-19) che ha 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 in area 1.700 dollari, complice uno scenario di ritorno agli acquisti-rifugio dovuto ad un aumento dell'avversione al rischio, a seguito delle tensioni commerciali USA/Cina e all'irrisolta questione di Hong Kong. Questa situazione consentirà, senza eccessivi slanci rialzisti, un consolidamento dei prezzi. Fra i Preziosi industriali, permane la preferenza per il palladio, a conferma dei mutamenti nel settore Auto, dove i motori ibridi benzina/elettrico restano la scelta del futuro. Con la fine del *lockdown*, proprio il forzato distanziamento fra le persone porterà ad un uso più elevato e ad una maggior domanda di automobili.

**Metalli Industriali: outlook Neutrale nel breve ma Moderatamente Positivo nel medio-lungo, scontando una ripresa della domanda.** Nel breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero; l'emergenza sanitaria ancora in corso e il *lockdown*, in diminuzione ma ancora presente in gran parte delle attività produttive, non consentono ulteriori ampi spazi di rialzo nelle quotazioni dei metalli. Sembra probabile che il grosso del peggioramento dei fondamentali della maggior parte dei metalli industriali sia però alle spalle, in linea con l'erosione dei consumi a livello mondiale. Tutti gli aspetti negativi legati all'epidemia dovrebbero esaurirsi in questo 2° quarto dell'anno e questo ci consente, con cautela, di ipotizzare un recupero, seppur minimo, verso fine anno e un rialzo maggiore a partire dal prossimo.

**Agricoli: outlook Moderatamente Positivo.** L'emergenza coronavirus sta spingendo verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari e questo appare paradossale considerato che, in queste settimane di *lockdown*, la spesa alimentare non ha fatto che crescere e anche i prezzi al consumo sono aumentati. Il blocco delle scorse settimane aveva portato a una riduzione degli scambi commerciali che inizialmente aveva spinto al rialzo le quotazioni a livello internazionale; appare ora chiaro come abbia invece provocato solo un forte accumulo di derrate alimentari non vendute. Questo è il principale motivo per cui, all'ingrosso, i prezzi degli agricoli si sono rapidamente abbassati, tornando ai livelli pre-COVID. Nel medio-lungo periodo, i prezzi dei cereali potrebbero recuperare, qualora le difficoltà di trasporto, la resa inferiore dei raccolti a causa del meteo e i mancati approvvigionamenti mettessero di nuovo sotto pressione l'intera filiera alimentare.

28 maggio 2020  
14:40 CET

Data e ora di produzione

28 maggio 2020  
14:50 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\*

	Mag.	Apr.
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	-46,3	34,46
Brent	-47,4	22,68
Gas Naturale	-21,3	-25,54
Gasolio	-53,3	20,22
Oro	12,3	18,87
Argento	-1,3	15,32
Rame	-14,8	3,50
Alluminio	-15,7	-1,95
Zinco	-15,8	-9,49
Nickel	-13,6	31,20
Mais	-17,3	3,40
Frumento	-9,7	11,03
Soia	-10,0	6,86
Cacao	-7,0	5,13
Zucchero	-19,5	11,55
Caffè	-21,0	27,34
Cotone	-15,5	-4,36

Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.  
Dati al 27.05.2020

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.05.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.520,8	-41,3	-45,4	-51,8
GSCI Energia	199,5	-59,9	-62,1	-68,7
GSCI Met. Preziosi	1.985,0	11,0	27,1	34,8
GSCI Met. Industriali	1.022,8	-16,1	-28,1	-15,8
GSCI Prod. Agricoli	296,4	-14,8	-28,5	-36,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.05.2020

### Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.20XX = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.05.2020 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: il petrolio torna a livelli più coerenti ma i rischi post COVID-19 restano intatti

Marginale recupero delle commodity, che anticipano un fisiologico ritorno della domanda alla fine del *lockdown* nelle maggiori economie mondiali. Sentiment in leggero miglioramento per le materie prime che provano a vedere oltre l'emergenza sanitaria in Europa e Stati Uniti (col conseguente *lockdown* imposto a persone ed attività lavorative, che ha deteriorato le stime di crescita) anticipando un fisiologico ritorno della domanda quando si tornerà completamente alla normalità. Per esempio, la domanda di prodotti petroliferi raffinati per il trasporto su strada sta aumentando rapidamente, poiché i pendolari preferiscono utilizzare l'auto invece dei mezzi pubblici: un primo segnale di aumento dei consumi. 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 e il clima di cautela sulla prossima fine delle restrizioni imposte ad attività e persone 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. Le risorse di base resteranno fortemente condizionate dalle rinnovate preoccupazioni circa i rapporti commerciali tra USA e Cina, che potrebbero rappresentare un ulteriore freno alla ripresa economica. Nel World Economic Outlook di aprile il Fondo Monetario Internazionale ha previsto una severa contrazione dell'economia globale per quest'anno, la peggiore dalla crisi del 1929. Molti mercati emergenti si trovano ad affrontare una crisi derivante dalla combinazione tra lo stop della crescita globale, il calo dei prezzi delle materie prime e lo scoppio di epidemie locali di COVID-19. Tutti segnali che ci invitano alla prudenza sulla reale robustezza del recupero in atto. In sintesi, ribadiamo quanto già espresso: pensiamo che i prezzi delle materie prime possano consolidare in questo 2° trimestre e recuperare, forse con meno slancio di quanto si aspetti il mercato, a partire dal 3° trimestre dell'anno.

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

**Meeting OPEC di Vienna del 9-10 giugno: quali le attese?** Si iniziano ad accendere i riflettori sul meeting di Vienna di giugno. Il mercato sembra convinto che i produttori OPEC, i loro alleati (la Russia) e i produttori che lo scorso mese hanno accettato di abbattere volontariamente la propria offerta di greggio, giungano ad un ulteriore accordo di riduzione. La realtà appare però ben diversa. OPEC e produttori alleati hanno raggiunto un accordo sulla produzione che prevede una riduzione della stessa per 9,7 milioni di barili giornalieri a maggio e giugno; 7,6 milioni di barili giornalieri fino alla fine dell'anno; 5,6 milioni di barili giornalieri fino ad aprile 2022. Nelle scorse settimane l'Arabia Saudita ha annunciato inaspettatamente l'intenzione di ridurre volontariamente la produzione di ulteriore 1 milione di barili giornalieri, poco sotto i 7,5 milioni a giugno (il livello più basso degli ultimi 18 anni), rispetto al target previsto dall'accordo di poco inferiore a 8,5 milioni di barili giornalieri e alla produzione-record di aprile di 12,3 milioni, nel pieno della guerra dei prezzi. Kuwait ed Emirati Arabi Uniti l'hanno imitata annunciando tagli aggiuntivi di 80.000 e 100.000 barili al giorno rispettivamente. I Paesi non OPEC+ (tra cui Canada, Norvegia e Stati Uniti) hanno contribuito con tagli di circa 3,5-4 milioni di barili al giorno. In definitiva, sino ad ora, i produttori globali hanno ridotto l'offerta globale di petrolio di circa 14 - 15 milioni di barili giornalieri. Tagli decisamente ampi e profondi, che difficilmente potranno essere ulteriormente aumentati con un accordo ampio fra i produttori.

**La Russia si dice sicura che il mercato del petrolio tornerà presto in equilibrio.** La Russia, partner chiave in seno ai produttori OPEC+, ha già dichiarato che i tagli alla produzione allevieranno l'eccesso di offerta globale già a partire da giugno e luglio, col mercato petrolifero che tornerà ad essere bilanciato nel giro di qualche mese. Una dichiarazione dai toni soft ma che lascia intuire come non ci sia nessuna intenzione di aumentare i tagli già decisi, da parte della Russia. Mosca avrebbe adempiuto in pieno ai termini dell'accordo, con una riduzione dell'output di 2 milioni di barili giornalieri. La Russia include nei conteggi ufficiali della propria produzione giornaliera anche i prodotti condensati

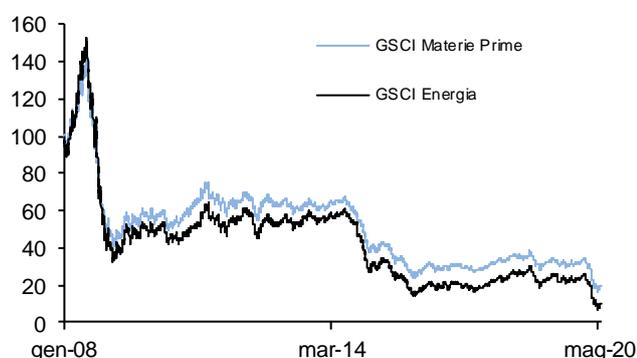
del petrolio che, tuttavia, non sono conteggiati nel calcolo dei tagli alla produzione. Con queste premesse, appare difficile aspettarsi qualche sorpresa positiva dal meeting di giugno a Vienna.

#### Performance di lungo termine

	Valore 27.05.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	1.520,8	-41,3	-45,4	-51,8
GSCI Energia	199,5	-59,9	-62,1	-68,7
WTI (\$)	32,8	-46,3	-51,7	-43,1
Brent (\$)	34,7	-47,4	-53,9	-44,5
Gas Naturale (\$)	1,7	-21,3	-41,4	-36,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

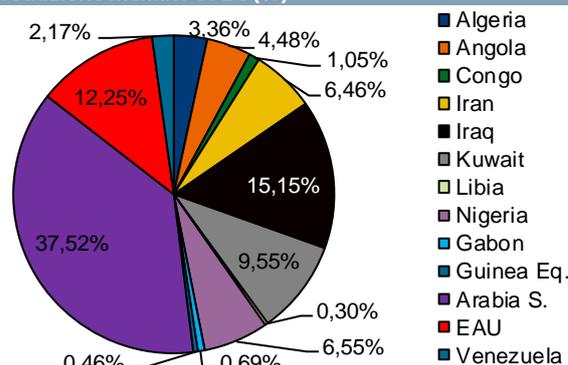


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC, IEA ed EIA armonizzano le stime di domanda e offerta per il petrolio.** I principali rapporti sui fondamentali di mercato di maggio hanno confermato il quadro di eccesso di offerta già dipinto ad aprile ma con stime più simili tra le tre agenzie rispetto al mese scorso. L'OPEC ha rivisto al ribasso le proprie previsioni di domanda per il 2020 a 90,6 milioni di barili al giorno (mb/g) da 92,8 mb/g del rapporto precedente, una flessione di oltre 9 mb/g rispetto al 2019. Come nel documento di aprile si afferma che il punto di minimo dovrebbe essere toccato nel 2° trimestre dell'anno. Anche le stime di offerta per i Paesi non appartenenti all'Organizzazione sono state riviste verso il basso a 61,5 mb/g da 63,5 mb/g, un calo di 3,5 mb/g rispetto allo scorso anno. Per riportare il mercato in equilibrio sarebbe dunque necessaria una riduzione delle estrazioni dei Paesi OPEC di 5,6 mb/g a 24,3 mb/g, una revisione nel complesso contenuta rispetto ai 24,5 mb/g di aprile. Un quadro affine emerge dal report dell'International Energy Agency (IEA), che rivede però verso l'alto le proprie stime di domanda. Ad aprile l'IEA era infatti l'agenzia più pessimista, mentre prevede ora una domanda a 91,2 mb/g da 90,5 mb/g precedenti, comunque in calo di 8,7 mb/g dal 2019. Corrette invece verso il basso le stime di produzione nei Paesi non-OPEC a 62,3 mb/g da 63,2 mb/g, in flessione di 3,2 mb/g rispetto allo scorso anno. Infine, l'US Energy Information Administration (EIA) stima una domanda in calo di 8,1 mb/g nel 2020 a 92,6 mb/g (rivista da 95,5 mb/g di aprile) a fronte di una produzione in diminuzione di 2,4 mb/g a/a a 63,3 mb/g, contro previsioni precedenti che puntavano verso un'offerta sostanzialmente stabile. Per quanto

riguarda invece il 2021 l'EIA stima un rimbalzo dei consumi a 99,6 mb/g, rivisti però verso il basso da 101,9 mb/g di aprile. Anche l'offerta per il 2021 è stata rivista verso il basso a 64,4 mb/g da 65,9 mb/g del rapporto precedente. Il dettaglio trimestrale delle stime EIA rivela però uno scenario di mercato in surplus solo nella prima metà del 2020. A partire dal trimestre estivo, grazie alla graduale ripresa della domanda e ai tagli alla produzione, dovremmo tornare ad assistere a un deficit destinato a durare per tutto il 2021.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.04.2020

#### Performance di medio termine

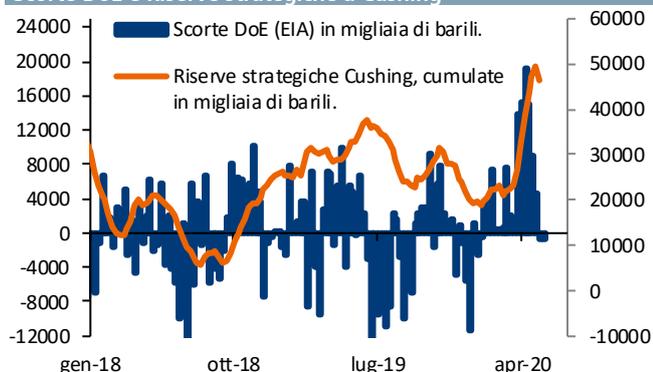
	27.05.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	199,5	-46,2	-38,9	-40,0	-59,9
WTI (\$)	32,8	-26,7	-43,5	-44,5	-46,3
Gas Naturale (\$)	1,7	2,3	-31,1	-33,3	-21,3
Gasolio (\$)	286,8	-35,0	-51,1	-53,7	-53,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Gas naturale: crolla la domanda di gas liquefatto statunitense soprattutto da Asia e Europa.

Le esportazioni di metano degli Stati Uniti, sotto forma di gas naturale liquefatto (LNG), sono crollate di oltre il 33% a seguito dei lockdown imposti dai Governi per contrastare la diffusione del coronavirus. Asia ed Europa hanno annullato oltre venti forniture già contrattualizzate di LNG statunitense per giugno e luglio, a causa del calo previsto della domanda di energia elettrica, e non sono da escludersi ulteriori annullamenti. I flussi di gas verso gli impianti di esportazione di LNG negli Stati Uniti sono scesi dal massimo in area 9,5 miliardi di metri cubi al giorno, registrato a fine marzo, al minimo a sei mesi di 5,6 miliardi di metri cubi al giorno nella terza settimana di maggio. La nostra stima prevede che gli acquirenti continueranno a cancellare i carichi anche nel corso dell'estate, aspetto anomalo poiché l'utilizzo di energia elettrica ai fini del condizionamento climatico degli ambienti solitamente crea tensione sulla domanda di metano. In realtà, i future sul gas statunitense sono scambiati a prezzi superiori rispetto al benchmark europeo equivalente, almeno fino alle scadenze di settembre, e questo sta orientando gli operatori elettrici verso altre soluzioni di approvvigionamento.

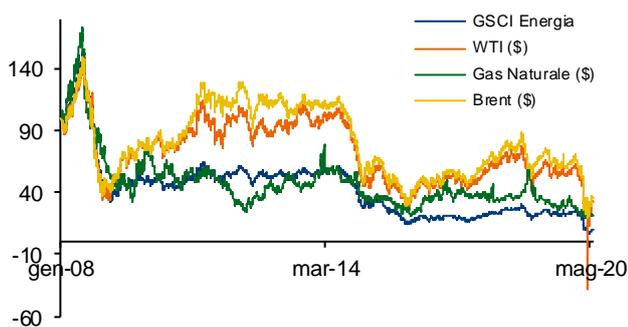
**Scorte DoE e Riserve strategiche a Cushing**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

**Dinamica delle scorte USA e la questione Cushing.** Le scorte settimanali EIA da qualche settimana mostrano una dinamica di accumulo di petrolio in rallentamento, nel sito di stoccaggio di Cushing, al livello record di oltre 60 milioni. Cushing può contenere fino a un massimo di 76 milioni di barili ma la boccata di ossigeno arrivata da questa frenata delle riserve toglie pressione all’impianto di stoccaggio in Oklahoma, che vedeva assottigliarsi pericolosamente la sua capacità di stivaggio. Una situazione che Trump continua a monitorare costantemente. Non va dimenticato infatti che stiamo muovendo verso le Presidenziali di novembre: dubitiamo che un bacino elettorale così importante e storicamente favorevole ai Repubblicani, come quello degli operatori del settore petrolifero, possa essere trascurato nella corsa alla rielezione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo ma il rialzo dei prezzi comincia ad essere prossimo ai livelli target.** L’effetto combinato delle attese di recupero della domanda, non appena i blocchi legati al coronavirus si allenteranno completamente, e dei tagli all’output dei principali produttori, sta creando aspettative di un possibile bilanciamento del mercato petrolifero globale già nei prossimi mesi. Anche il Ministro dell’energia russo conferma questo scenario in vista del meeting OPEC del 9-10 giugno. Arabia Saudita e altri produttori concordano nel ridurre ulteriormente la propria offerta: un insieme di segnali che supportano il recupero delle quotazioni petrolifere nel breve ma che confermano come lo spazio di crescita delle quotazioni, nel medio-lungo termine,

resta piuttosto limitato. Gli operatori rimangono preda dei timori di un surplus eccessivo, a fronte del calo generalizzato della domanda. Il rallentamento delle attività produttive causato dalla pandemia ha inciso sulla domanda di energia in maniera forte. Il quadro di tensione sul petrolio resta quindi immutato, col nostro Outlook che vede un consolidamento delle quotazioni nel 3° trimestre. Resta però valida l’idea che, superata completamente la fase di *lockdown*, la domanda di petrolio dovrebbe riprendersi almeno in parte. 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.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Brent (\$)	34,7	30,0	35,0	35,0	50,0	55,0
WTI (\$)	32,8	23,5	30,0	30,0	44,0	51,0
Gas Nat. (\$)	1,7	1,9	2,2	2,2	2,5	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Brent (\$)	34,7	30,0	35,0	42,3	50,0	55,0
WTI (\$)	32,8	25,0	30,0	37,3	45,0	50,0
Gas Nat. (\$)	1,7	1,90	2,20	2,40	2,50	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: le tensioni fra USA e Cina amplificano la domanda di asset difensivi

In uno scenario già scosso dal prosieguo della crisi sanitaria si innestano le tensioni commerciali fra USA e Cina, che accrescono l'appeal dei Preziosi come beni rifugio. In uno scenario già critico per via dell'emergenza sanitaria e del blocco di persone e attività, il riemergere delle tensioni commerciali fra USA e Cina ha spinto gli investitori verso i classici beni rifugio, come i Preziosi. Torna dunque alta la richiesta di asset difensivi da parte degli operatori. Inizialmente, il ribasso dei mercati azionari aveva portato con sé anche le quotazioni dell'oro, che faticavano a mantenersi in area 1.500 dollari l'oncia. In quel frangente i Preziosi hanno rappresentato un'asset class di immediata liquidazione. Questa specifica situazione si è man mano riassorbita col passare delle settimane ed ora il riacutizzarsi della diatriba commerciale fra USA e Cina e le tensioni ad Hong Kong hanno innalzato l'avversione al rischio, che si è scaricata sui Metalli Preziosi. In aggiunta, la riconferma di uno scenario di bassi tassi di interesse rinforza la convenienza nel detenere fisicamente tali metalli, immobilizzando liquidità dirottabile altrove: l'investimento fisso in metalli non genera infatti interessi e non produce profitti immediati, ma salvaguarda dalle perdite. Nell'attuale contesto di emergenza appare probabile che lo scenario di "tassi negativi generalizzati" si protragga per lungo tempo in tutto il mondo sviluppato, favorendo la detenzione di metalli finché resterà in vigore l'attuale accelerazione data alle politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali Istituti centrali mondiali. Le Banche centrali restano infatti saldamente al centro del quadro, prodigandosi per sostenere le economie e fornendo la massima liquidità possibile, in particolare in valuta americana. Il dollaro infatti continua ad esercitare 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.	Var.
	27.05.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.520,8	-41,3	-45,4	-51,8
GSCI Preziosi	1.985,0	11,0	27,1	34,8
Oro (\$)	1.708,1	12,3	31,6	43,7
Argento (\$)	17,3	-1,3	4,9	3,6
Platino (\$)	835,4	-14,3	-7,6	-25,2
Palladio (\$)	1.933,9	-0,4	96,3	146,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento: ritorno di appeal verso gli investitori.** Il ritorno di una certa avversione al rischio, in aggiunta a quella già esistente a causa dell'emergenza sanitaria, implica un aumento della domanda di investimenti difensivi da parte del mercato. Non cambia però il tema di fondo: il dollaro e la semplice liquidità restano le risposte principali a questa richiesta. Il riacutizzarsi delle tensioni commerciali fra USA e Cina ha visto oro e argento tornare ad essere investiti da questa domanda, mettendo a segno un marginale rialzo delle quotazioni. Una situazione che sembra destinata a proseguire ancora, almeno nel breve.

Superato il fattore tecnico specifico legato al deciso ribasso dell'azionario su tutte le piazze mondiali che ha generato la necessità di liquidare velocemente per coprire le perdite, l'oro è tornato protagonista come investimento difensivo. Il ritorno delle tensioni fra USA e Cina dal lato commerciale ha spinto l'oro fin oltre 1.700 dollari l'oncia, soglia che fatica a mantenere risultando molto volatile. Le decisioni delle Banche centrali sui tassi d'interesse e i loro riflessi sull'inflazione influiscono sul prezzo del metallo aureo. I tassi d'interesse così bassi e l'inflazione più elevata, infatti, renderebbero l'oro più costoso: da qualche anno, tuttavia, il fattore "inflazione" non è un tema rilevante. Lo stesso vale per i tassi di cambio: un dollaro debole sarebbe un fattore a favore della salita dell'oro. Infine, ci sono la domanda e l'offerta del metallo stesso. L'estrazione dell'oro sta diventando più difficile e questo sta contribuendo, anche se solo marginalmente, all'aumento dei prezzi a lungo termine. Lo scenario di breve assume così due sostanziali sfumature. Nella misura in cui le prospettive di crescita restassero incerte (dopo la fine dell'emergenza COVID-19) e qualora i tassi di interesse si mantenessero strutturalmente bassi, i prezzi dell'oro potrebbero continuare a salire. Nel caso in cui, però, le notizie negative dovessero aumentare, rendendo il quadro di nuovo estremamente fosco, potrebbe capitare quanto già accaduto all'inizio della pandemia, ovvero una decisa vendita di oro per reperire la liquidità necessaria a coprire le perdite su altre asset class. In particolare, se le cattive notizie dovessero generare un nuovo crollo dei mercati azionari, gli investitori potrebbero vendere oro e altre materie prime per sanare le perdite accusate

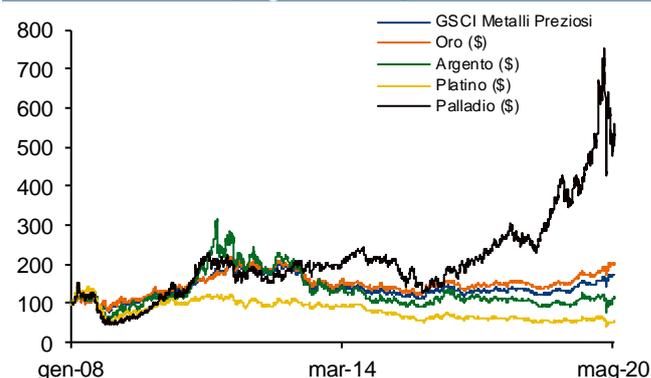
sulle azioni. Questo naturalmente provocherebbe un ribasso dei prezzi dell'oro. Viceversa, se si sviluppasse un vaccino valido per il COVID-19, un fattore di incertezza verrebbe meno lasciando i dubbi solo sul recupero delle economie. Questi, a nostro avviso, i fattori fondamentali da monitorare con attenzione. Non a caso, confermata una certa tensione rialzista di breve, prevediamo invece un prezzo medio di 1.600 dollari l'oncia per il 2021 e per il 2022. Le dinamiche che influenzano il rialzo dell'oro, nelle ultime sedute, sono le medesime per l'argento, con l'aggiunta che quest'ultimo, in virtù del suo ruolo produttivo/industriale, prova timidamente a scontare un quadro previsivo di crescita economica meno drammatico rispetto a qualche settimana fa. Questo nonostante non giungano segnali particolarmente positivi sia dalla crescita mondiale che, in particolare, da settori come l'elettronica, che appaiono ancora penalizzati ma su cui si addensano aspettative di un recupero forse più repentino del previsto.

**Platino e palladio.** L'onda ribassista non ha risparmiato, come ovvio, i due preziosi dalle caratteristiche più spiccatamente industriali. In realtà, nelle ultime settimane abbiamo assistito ad un recupero di entrambi i metalli. La domanda di auto potrebbe tornare a crescere nei prossimi anni, grazie alla fine della pandemia e alla ripresa delle attività produttive. Anzi, 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. Il **platino**, che era arrivato addirittura al minimo da oltre 17 anni (sotto i 600 dollari/oncia) nel pieno della pandemia, ha poi messo a segno un deciso recupero che lo ha riportato sopra area 800 dollari. Materia prima che aveva dominato il 2019 con la sua sovraperformance e che nelle ultime settimane, pur indebolendosi in maniera decisa, non è poi molto lontana da area 1.000 dollari, ai massimi registrati a inizio anno. Nel primo 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. Le stime indicano che l'offerta di platino potrebbe diminuire del 13%, a causa della minor produzione in Sudafrica, a cui si sommerebbe un minor riciclo del materiale esistente: questo porterebbe il mercato ad un surplus di 247.000 once nel 2020, che rappresenta una stima inferiore di quanto si prevedesse precedentemente.

Anche il **palladio** ha messo a segno un discreto recupero. Come per il platino, il motivo resta il possibile squilibrio tra domanda e offerta che spingerà al rialzo i prezzi: se la domanda è infatti vista in crescita, l'offerta al contrario è stimata 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 del palladio) ha prodotto il calo del tasso di sfruttamento delle miniere tra maggio e giugno, sotto il 50% della sua capacità di estrazione. Se a questo si somma il fatto che la domanda di

palladio risulta in deficit da almeno un decennio, perfettamente in linea con l'orientamento dell'economia verso un approccio "green" (che vede la sostituzione dei motori a combustione interna con i veicoli elettrici) ecco che un recupero delle quotazioni appare probabile.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.05.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.985,0	9,2	16,0	32,0	11,0
Oro (\$)	1.708,1	7,7	17,3	33,7	12,3
Argento (\$)	17,3	3,7	2,0	20,4	-1,3
Platino (\$)	835,4	-3,6	-6,5	4,8	-14,3
Palladio (\$)	1.933,9	-26,1	5,2	43,9	-0,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale dopo il rialzo delle ultime sedute.** Muta parzialmente il quadro prospettico sui Metalli Preziosi, salvo registrare un recupero generalizzato dei prezzi dovuto ad un aumento delle tensioni (non da COVID-19) che ha amplificato l'avversione al rischio. L'oro, che aveva visto quota 1.500 violata durante il recente *sell-off* del mercato in scia alla necessità di liquidità degli operatori, è tornato velocemente in area 1.700 dollari, complice uno scenario di ritorno agli acquisti da parte degli investitori dovuto ad un aumento dell'avversione al rischio, a seguito delle tensioni commerciali USA/Cina e alla irrisolta questione di Hong Kong. Situazione che consentirà all'oro (senza peraltro eccessivi slanci rialzisti) di esercitare ancora un deciso *appeal* verso gli investitori nel ruolo di bene rifugio per eccellenza, permettendo un consolidamento dei prezzi. Nel lungo termine, il cauto ottimismo su oro e argento lascia spazio ad una maggior neutralità di previsione. Fra i Preziosi di taglio industriale, resta la preferenza per il palladio rispetto al platino, a conferma dei mutamenti in corso nel settore automobilistico, dove i motori ibridi benzina/elettrico sono ormai i più venduti. In aggiunta, con la fine del *lockdown*, proprio il forzato distanziamento sociale fra le persone porterà ad un uso ed a una conseguente maggior domanda di automobili. Il palladio resta, in teoria, il metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina, a livello globale. In conclusione: i bassi tassi di interesse nelle principali economie del mondo, il recupero delle attività produttive, la volatilità del

dollaro e, infine, il futuro scenario sul settore Automobilistico restano i driver da monitorare maggiormente.

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

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Oro (\$)	1.708,1	1.650,0	1.675,0	1.675,0	1.675,0	1.611,0
Argento (\$)	17,3	15,2	15,7	15,7	17,5	18,0
Platino (\$)	835,4	750,0	795,0	795,0	844,4	837,5
Palladio (\$)	1.933,9	1.975,0	1.850,0	1.850,0	1.975,0	2.015,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Oro (\$)	1.708,1	1.700	1.700	1.650	1.600	1.600
Argento (\$)	17,3	16,3	17,0	17,0	17,00	18,0
Platino (\$)	835,4	780	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.933,9	1.900	1.900	1.900	1.900	1.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: recupero sull'attesa della futura domanda dopo i minimi di marzo

I Metalli Industriali recuperano sulle attese di ritorno della domanda dopo la definitiva fine del *lockdown*. I Metalli Industriali, che inizialmente erano crollati fra marzo e aprile ai minimi dall'estate del 2016, registrano da qualche settimana un blando recupero. 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 delle ultimissime settimane hanno dato il via a un iniziale recupero. Tale trend si è rafforzato quando sono aumentate le attese di un recupero della domanda dopo la fine del *lockdown* delle principali economie. Ipotesi di scenario che si è consolidata mano a mano che le stesse quotazioni petrolifere si sono allontanate dai minimi sotto i 10 dollari e hanno iniziato a scontare un aumento della richiesta di energia. Se da un lato quest'ultimo fattore rappresenta un aggravio nei costi di produzione dei metalli, dall'altro rassicura gli operatori circa una certa robustezza dello scenario di ripresa. Nonostante l'onda d'urto del ribasso delle stime sui PIL di tutti i principali Paesi industriali del mondo, 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 occidentali. Azioni che dovrebbero contenere la decisa contrazione della crescita globale, che appare inevitabile ma sarà contrastata proprio dal supporto dei Governi e delle Banche centrali ai singoli cicli economici. Il ritorno, seppur blando, della propensione al rischio ha interrotto l'azione finanziaria di disinvestimento dalle attività a maggiore volatilità, nonostante un contesto che appare ancora carico di incertezza, spingendo gli operatori lontano da asset difensivi come il dollaro e il Treasury USA, viste anche le previsioni di un recupero dei cicli economici a partire dalla seconda metà dell'anno. In conclusione, alla luce di quanto descritto, ribadiamo come appaia difficoltoso ipotizzare un recupero più strutturale delle quotazioni. Almeno nel breve, però, se non si inaspriranno ulteriormente i rapporti fra USA e Cina, non escludiamo che il trend di marginale rialzo dei prezzi possa proseguire.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

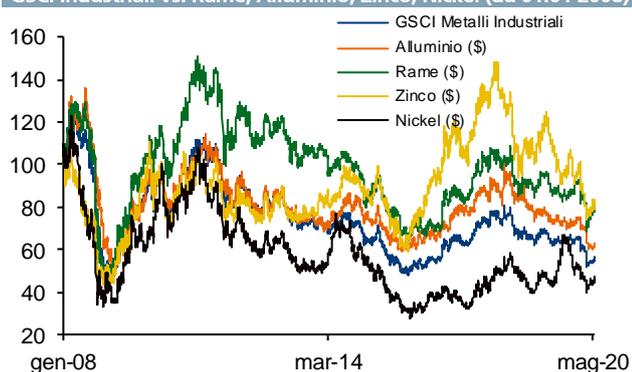
	Valore 27.05.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.520,8	-41,3	-45,4	-51,8
GSCI Industriali	1.022,8	-16,1	-28,1	-15,8
Rame (\$)	5.259,5	-14,8	-23,6	-13,7
Alluminio (\$)	1.525,0	-15,7	-32,6	-14,2
Zinco (\$)	1.919,4	-15,8	-37,0	-12,0
Nickel (\$)	12.116,0	-13,6	-18,0	-5,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: per la prima volta non viene comunicato l'obiettivo di crescita del PIL.** L'Assemblea Nazionale del Popolo, la più alta istituzione della Repubblica Popolare Cinese, in occasione del tradizionale incontro annuale (ritardato di quasi tre mesi a causa della pandemia) ove vengono presentati il bilancio pubblico e il rapporto sull'operato del Governo, non ha comunicato il consueto target esplicito di crescita del PIL, limitandosi a segnalare gli obiettivi di sostenere l'occupazione e la qualità della vita del popolo. I dati cinesi sono stati spesso contestati in termini di realismo ed affidabilità, ma la definizione dell'obiettivo di crescita ha ormai assunto un valore simbolico circa la valutazione del Governo sulla forza sottostante dell'economia. È stato però indicato un deficit fiscale di oltre 3.700 miliardi di yuan, il 3,6% del PIL, coerente con una crescita del PIL nel 2020 intorno al 4%, in frenata dal 6,1% del 2019. Tuttavia, a fronte di uno scenario di marcata decelerazione dell'espansione globale e alla luce dei rischi verso il basso posti dall'emergenza sanitaria, è possibile che la crescita risulti più debole. Nel 1° trimestre del 2020 il PIL cinese è crollato del 6,8% a/a, probabilmente il peggior dato dai tempi della Rivoluzione culturale, a causa dell'epidemia di coronavirus. I più recenti dati economici continuano ad offrire segnali di recupero ma il rischio di una recrudescenza dei contagi è ancora presente, così come la possibilità che si riaccendano le tensioni geopolitiche con gli Stati Uniti e le proteste ad Hong Kong. Al momento, le **indagini congiunturali** di aprile hanno riportato una stabilizzazione del morale sia nei servizi che nella manifattura, anche se restano ancora su livelli coerenti con una contrazione dell'attività. Le condizioni di domanda, ancora frenata dalle cicatrici dell'epidemia, continuano a pesare sulle prospettive dell'economia. L'indice PMI Caixin manifatturiero è infatti tornato al di sotto della soglia di invarianza portandosi a 49,4 da 50,1, con la ripresa della produzione che si è contrapposta ad ordinativi esteri ancora frenati da una domanda internazionale condizionata dalle misure restrittive. Sembrerebbe dunque che, al momento, le imprese cinesi stiano facendo affidamento sul completamento delle commesse inevase: in assenza di una ripresa della domanda estera, difficilmente potremo quindi assistere ad un ritorno ai ritmi di espansione registrati prima dell'emergenza sanitaria. Al contrario della manifattura, il PMI dei servizi è salito a 44,4 da 43,0. I dati reali hanno invece proseguito ad offrire segnali di

progressiva ripresa dell'attività dopo il *lockdown*. Le **esportazioni** ad aprile sono tornate a crescere del 3,5% *a/a* dopo il calo del 6,6% *a/a* di marzo, battendo le attese che puntavano verso una nuova flessione. Sono però tornate a scendere le **importazioni** del 14,2% *a/a*, dopo che nel mese precedente erano risultate sostanzialmente stagnanti. È peraltro probabile, come emerge dalle indagini di fiducia, che l'inatteso ritorno alla crescita dell'export sia imputabile alle consegne degli ordinativi inevasi bloccati durante il *lockdown* e completati al termine delle misure restrittive e non ad una effettiva ripartenza della domanda. Anche le importazioni, ancora deboli, sembrerebbero riflettere un'attività economica cinese ancora lontana dalla piena attività. Si segnala però la ripresa degli acquisti di ferro, che potrebbero riflettere il miglioramento dell'attività nelle costruzioni. In recupero ad aprile la **produzione industriale** (+3,9% *a/a* da -1,1% *a/a*) anche se, da inizio anno, l'output è ancora in calo di quasi il 5%. Riducono le flessioni (a -10,3% da -16,1% da inizio anno) gli **investimenti fissi non residenziali**, che nascondono però la continua divergenza tra la ripresa di quelli pubblici e una dinamica di quelli privati ancora fiacca. Anche i **profitti industriali** ad aprile hanno ridimensionato la flessione a -4,3% *a/a* da -34,9% *a/a*, in linea con una crescita su base mensile di oltre il 30%. Per una sostenibile ripresa dell'attività economica cinese, oltre al definitivo venir meno dell'epidemia, due saranno i fattori chiave: il recupero della domanda estera e le misure di supporto messe in campo dalle Autorità di politica fiscale e monetaria. La People Bank of China potrebbe limare ulteriormente i tassi di riferimento, mentre il Governo ha già annunciato nuove misure di sostegno per supportare l'economia durante la ripresa, che potrebbero iniziare a manifestare i propri effetti a partire dalla seconda metà dell'anno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame:** l'allentamento delle misure di *lockdown* in molte economie lo spinge al rialzo ma la volatilità rimarrà alta. Permangono i segnali incoraggianti in arrivo dal mercato del rame. Mentre molti paesi hanno iniziato ad allentare le misure di *lockdown*, il rame ha iniziato un trend di recupero dei prezzi, anche se la volatilità continuerà ad essere alta. I principali consumatori cinesi hanno ricominciato a lavorare a pieno regime, e la speranza è che la domanda si riprenda velocemente,

supportando ulteriormente il rialzo dei prezzi. Un importante segnale che la Cina è avviata verso una ripresa completa è il consumo di elettricità; il carbone termico utilizzato per la sua produzione ha visto un aumento su base annua dell'8%, segnale che la siderurgia, il settore a più alto assorbimento di energia elettrica, è tornata in piena attività. Lo scoppio della pandemia di COVID-19 ha eroso maggiormente la domanda che l'offerta. Le stime indicano ora un surplus di circa 400.000 tonnellate di rame per il 2020, mentre le precedenti previsioni parlavano di un mercato sostanzialmente in equilibrio. I tagli alla produzione nelle miniere in Sud America dovrebbero incidere sull'offerta, riducendo così la dimensione del surplus nel corso dell'anno. In ogni caso, il mercato ha certamente tratto beneficio dagli sviluppi delle ultime due settimane, in cui il miglioramento della domanda cinese e l'ammorbidimento del *lockdown* in aree chiave come l'Europa e gli Stati Uniti lasciano ben sperare circa un consolidamento al rialzo dei prezzi, almeno di breve.

**Alluminio: timidi segnali di recupero nonostante fondamentali ancora negativi.** Il ribasso dell'alluminio di marzo-aprile è da imputarsi sostanzialmente alla sommatoria di due fattori. In primo luogo, 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 dai governi di tutto il mondo per arginare i contagi hanno di fatto congelato la domanda. L'industria dell'alluminio è sensibile al calo dei costi di produzione, e in particolare a quelli dell'energia (40% della spesa di produzione dell'alluminio). Il calo dei prezzi del petrolio ha reso quindi l'attività delle fonderie meno costosa; in aggiunta, si tratta di un comparto dove non serve molta manodopera, quindi il distanziamento sociale e il blocco della circolazione delle persone, a seguito dell'emergenza COVID-19, non hanno creato particolari disagi. Di conseguenza, 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%. 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. La gran parte delle aziende automobilistiche, comparto ad alto assorbimento di alluminio, ha chiuso i siti produttivi, contribuendo a far crollare la domanda in quanto il settore dei trasporti da solo rappresenta quasi il 30% della richiesta di questo metallo. E' evidente che il blocco della circolazione delle persone ha ancor di più esacerbato il quadro negativo, poiché anche se la domanda riprendesse a crescere ci vorrà comunque del tempo per erodere le scorte e tornare a un mercato in equilibrio. Nelle ultime settimane, complici un cauto ottimismo circa un recupero della domanda per i metalli dopo la fine del *lockdown* e gli annunci di possibili tagli dell'offerta per compensare la domanda persa in marzo e aprile, i prezzi dell'alluminio hanno registrato una ripresa che ci

lascia qualche speranza di consolidamento al rialzo, almeno di breve.

**Zinco: in recupero in scia alla fine del blocco del settore, ma l'eccesso di offerta grava sui prezzi.** Nelle ultime settimane abbiamo assistito a un recupero delle quotazioni di pari passo con l'ammorbimento del *lockdown* in economie chiave come l'Europa e gli Stati Uniti ma soprattutto grazie al ritorno all'attività dell'industria cinese. Lo zinco è utilizzato nella galvanizzazione dell'acciaio e nella produzione di leghe e batterie e il blocco del settore Auto non aveva giovato ai prezzi del metallo. Le previsioni di un recupero dei cicli economici dei principali paesi, a partire dalla seconda metà dell'anno, hanno visto crescere la probabilità che i prezzi dello zinco possano salire. La diminuzione delle quotazioni dello zinco aveva portato a un accumulo di scorte nei magazzini, rimaste invendute a causa della riduzione della domanda specialmente in Cina e in seguito nel resto del mondo produttivo. Ed è proprio questo eccesso di materiale che grava sul mercato a rendere meno roseo lo scenario dello zinco, che tuttavia è fra i metalli che potrebbe maggiormente godere della crescente domanda di sviluppo di infrastrutture, specie dopo la fine dell'emergenza in atto. Stiamo infatti assistendo, proprio per favorire un recupero più rapido dei PIL dei paesi colpiti, all'adozione di politiche fiscali aggressive volte a maggiori investimenti infrastrutturali.

**Nickel: prosegue il recupero ma resta l'incognita sul futuro dell'auto elettrica alla ripresa delle attività dopo il *lockdown*.** Il calo nei costi di produzione legato al ribasso dei prezzi del petrolio e all'indebolimento del dollaro ha visto i costi di produzione del nickel ridursi del 4% in un solo trimestre. Come gli altri metalli, anche il nickel ha beneficiato del clima di prudente ottimismo circa il recupero della domanda alla fine del blocco delle attività. Resta inoltre intatto il tema della produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica. Non a caso, in quelle di più recente sviluppo, il contenuto medio di nickel dovrebbe aumentare e quello di cobalto diminuire poiché il rischio di approvvigionamento per quest'ultimo è molto alto. Questi fattori a supporto del nickel restano quindi immutati ma si scontrano, nel brevissimo, col fatto che sia l'auto elettrica che la siderurgia stanno soffrendo particolarmente. Sullo sfondo resta la questione dell'offerta limitata di nickel, poiché l'Indonesia ha già anticipato a gennaio 2020 il divieto di esportazione di questo minerale; il recupero delle quotazioni in atto potrebbe quindi beneficiarne ulteriormente.

Performance di medio termine					
	27.05.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.022,8	-8,6	-14,5	-14,2	-16,1
Rame (\$)	5.259,5	-6,7	-10,7	-11,8	-14,8
Alluminio (\$)	1.525,0	-10,0	-13,0	-15,6	-15,7
Zinco (\$)	1.919,4	-3,9	-17,4	-29,5	-15,8
Nickel (\$)	12.116,0	-1,1	-13,5	-0,1	-13,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale nel breve ma Moderatamente Positivo nel medio-lungo, i metalli scontano una ripresa della domanda.** Nel

breve confermiamo un consolidamento dei prezzi intorno agli attuali valori di recupero; l'emergenza sanitaria ancora in corso e il *lockdown*, in diminuzione ma ancora presente, di gran parte delle attività produttive non consentono ulteriori ampi spazi di rialzo nelle quotazioni dei metalli. Sembra probabile che il grosso del peggioramento dei fondamentali della maggior parte dei metalli industriali sia però alle spalle, in linea con l'erosione dei consumi a livello mondiale. Tutti gli aspetti negativi legati all'epidemia dovrebbero esaurirsi in questo 2° quarto dell'anno, e questo ci consente, con cautela, di ipotizzare un recupero, seppur minimo, verso fine anno e un rialzo maggiore a partire dal prossimo. Questo a patto che l'emergenza sanitaria rientri e vengano eliminate totalmente le limitazioni a persone ed attività produttive, senza che ci siano ricadute o nuovi focolai di contagio. Il cauto ottimismo è 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. I Metalli industriali hanno già recuperato dai minimi pur senza particolari performance positive e, mantenendo comunque una forte volatilità, pensiamo che questo trend possa cautamente continuare.

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

	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Rame (\$)	5.259,5	5.068	5.200	5.200	5.900	6.300
Alluminio (\$)	1.525,0	1.480	1.540	1.540	1.700	1.770
Zinco (\$)	1.919,4	1.927	1.988	1.988	2.100	2.138
Nickel (\$)	12.116,0	11.698	12.000	12.000	13.750	13.969

Fonte: consenso Bloomberg

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

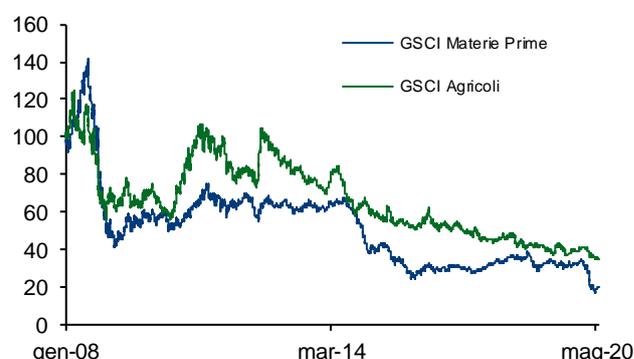
	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.05.20	2020	2020	2020	2021	2022
Rame (\$)	5.259,5	5.200	5.200	5.200	5.400	5.700
Alluminio (\$)	1.525,0	1.550	1.640	1.700	1.700	1.790
Zinco (\$)	1.919,4	1.950	1.950	1.950	2.000	2.100
Nickel (\$)	12.116,0	12.200	12.200	12.200	12.700	13.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: il coronavirus spinge al ribasso i prezzi dei prodotti alimentari

Confermato il tema di fondo sugli Agricoli: il *lockdown* penalizza il sistema agricolo mondiale. Se nelle scorse settimane avevamo assistito alla contemporanea discesa delle quotazioni del petrolio e di quelle di molte materie prime alimentari, come mais, soia, zucchero, ora questa relazione si è spezzata. Il petrolio ha infatti iniziato un deciso trend di recupero, in atto ormai da quasi un mese, mentre le quotazioni, in aggregato, delle materie prime agro-alimentari sono tornate ai minimi dagli anni '70, il livello bassissimo a cui scambiavano prima della pandemia. Sul futuro rincaro dei prezzi delle granaglie peserà il costodei carburanti e dei fertilizzanti nella catena alimentare, soprattutto 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. L'attuale rincaro del petrolio rischia di scaricarsi, in futuro, su questi prodotti, indispensabili per il comparto agricolo, finendo per essere trasferiti sul prezzo finale. Il distanziamento sociale, che è sostanzialmente l'unica scelta di prevenzione attuata dalla maggior parte dei Governi mondiali, sta mettendo in crisi il comparto agricolo dal lato della manodopera. Ora che le misure restrittive sembrano allentarsi, il ritorno all'attività e alla produzione si scontra con prezzi all'ingrosso più bassi che coprono a mala pena i costi, anche se al dettaglio il costo degli alimentari in molti casi è aumentato. Non a caso, all'inizio della pandemia, erano aumentati i prezzi dei cereali all'ingrosso, ma non di molto, nell'ordine del +5-10%, senza intaccare la disponibilità di prodotto, aspetto che non aveva impensierito né l'industria della panificazione né il consumatore finale, e non aveva generato forti oscillazioni delle quotazioni sui listini. Confermiamo come difficilmente si registreranno problemi per mais o soia, quest'ultima al centro del solito triangolo commerciale fra Brasile, Stati Uniti e Cina. 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, così come appaiono in sicurezza i raccolti di cereali nei due emisferi del mondo. Preoccupa invece il possibile blocco degli scambi commerciali, non tanto per la chiusura delle frontiere legate all'emergenza sanitaria, ma per il ritorno delle tensioni fra USA e Cina e i possibili riflessi sul commercio mondiale. Alcuni paesi potrebbero attuare politiche protezionistiche e quindi impedire il flusso delle granaglie dai produttori ai paesi consumatori con distorsioni sui prezzi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

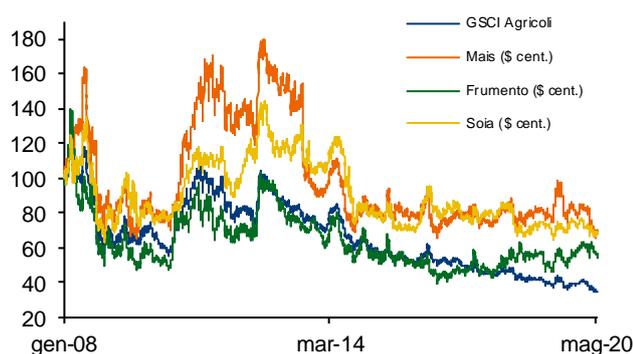
	Valore 27.05.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.520,8	-41,3	-45,4	-51,8
GSCI Agricoli	296,4	-14,8	-28,5	-36,6
Mais (\$ cent)	320,5	-17,3	-21,1	-9,3
Frumento (\$ cent.)	504,5	-9,7	-7,1	3,2
Soia (\$ cent)	848,5	-10,0	-18,5	-8,4
Cotone (\$ cent)	58,3	-15,5	-34,6	-9,3
Cacao	2.363,0	-7,0	-7,6	-24,6
Zucchero	10,8	-19,5	-13,3	-9,5
Caffè (arabica)	102,5	-21,0	-14,9	-17,7
Caffè (robusta)	1.210,0	-10,6	-29,7	-23,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di maggio: le nuove stime per il 2020-21, scorte di mais e frumento in crescita.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) pubblicato il 12 maggio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha reso note le prime stime sui fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2020-21. In particolare, lo scenario per il frumento è di un aumento sia dell'offerta che dei consumi ma con una crescita delle scorte finali. Per quanto riguarda invece il mais, i consumi sono attesi aumentare ma dovrebbe prevalere la crescita della produzione a livelli record, tale da comportare magazzini più pieni a fine stagione. Si prevede anche una produzione record nei raccolti di riso, in crescita a tassi superiori all'offerta, coerenti con un aumento delle scorte a fine stagione. Infine, per quanto riguarda gli oli vegetali si prospetta uno scenario di aumento sia dell'offerta che della domanda, ma nel complesso la stagione dovrebbe terminare con una flessione delle scorte. Nel dettaglio, la produzione globale di **frumento** nel 2020-21 dovrebbe crescere dello 0,5% rispetto alla stagione precedente, a 768 milioni di tonnellate (mt). I consumi sono previsti salire anch'essi dello 0,5%, a 753 mt. Nel complesso, la stagione dovrebbe quindi terminare con scorte in aumento dell'1,6% mt a 310 mt. L'offerta di **mais** dovrebbe crescere di quasi il 6,5% rispetto al 2019-20 a 1.187 mt, mentre i consumi sono attesi salire, ma in misura minore, del 3,7% a 1.162 mt,

con scorte in crescita di quasi l'8% a 340 mt. I raccolti globali di **riso** sono previsti in salita dell'1,6% a 502 mt a fronte di utilizzi in aumento anch'essi di 1,6% a 498 mt, con scorte in crescita di oltre il 2% a 184 mt. Infine, i raccolti di **soia** dovrebbero rimbalzare dell'8% a 363 mt. I consumi sono previsti in aumento del 3,7% a 361 mt, ma nel complesso le scorte potrebbero calare del 2% a 98 mt.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.05.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	296,4	-9,9	-9,9	-9,9	-14,8
Mais (\$ cent.)	320,5	-12,6	-11,6	-23,7	-17,3
Frumento (\$ cent.)	504,5	-4,6	-4,5	-0,0	-9,7
Soia (\$ cent.)	848,5	-4,0	-3,8	-0,9	-10,0
Cotone (\$)	58,3	-5,3	-10,1	-16,0	-15,5
Cacao	2.363,0	-16,6	-10,7	-4,2	-7,0
Zucchero	10,8	-25,3	-15,6	-8,1	-19,5
Caffè (arabica)	102,5	-5,3	-12,6	9,9	-21,0
Caffè (robusta)	1.210,0	-3,7	-12,1	-11,8	-10,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

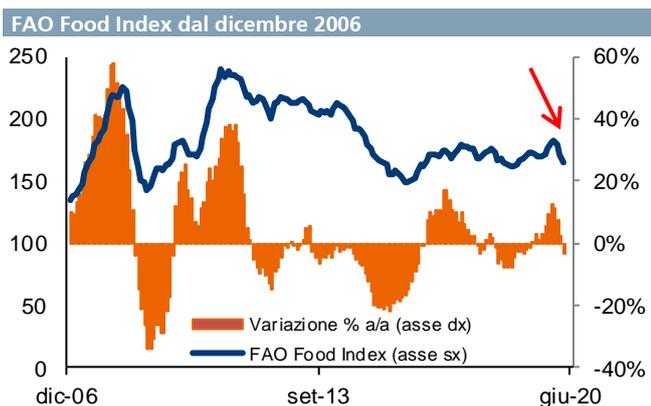
**FAO: anche ad aprile prosegue il calo dei prezzi delle materie prime alimentari.** Aprile è stato il terzo mese consecutivo di flessione delle quotazioni, ancora penalizzate dall'emergenza sanitaria, che sono scese del 3,4% m/m dopo la precedente contrazione di 4,3% m/m, tornando sui livelli minimi dal gennaio del 2019. Complessivamente limitate però le perdite registrate dai prezzi dei **cereali**. Salgono infatti le quotazioni del frumento grazie a una robusta domanda internazionale e ai limiti sull'export russo implementati a fine marzo, che non verranno rivisti fino a luglio. Anche i prezzi del riso hanno risentito della temporanea imposizione di restrizioni sulle esportazioni e delle problematiche nelle catene logistiche. Prosegue invece il calo dei prezzi del mais ad aprile di circa il 10% m/m, penalizzati da utilizzi limitati negli allevamenti animali, così come i prezzi del greggio ancora ridotti limitano la domanda di biocarburanti. Calano ancora le quotazioni degli **oli vegetali**, anche se in misura minore rispetto a marzo, ai minimi dall'agosto del 2019, con flessioni diffuse ai prezzi degli oli di palma, soia e colza a fronte di un rialzo di quelli dell'olio di semi di girasole. L'olio di soia registra una produzione superiore alle

attese negli Stati Uniti, mentre quello di palma è penalizzato da una debole domanda sia sul fronte alimentare che energetico. Secondo mese di flessione per i prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, che risentono di quantitativi elevati disponibili per l'esportazione, tipicamente robusti in questo periodo dell'anno per ragioni stagionali, a fronte però di una domanda nel complesso contenuta per i minori utilizzi nella ristorazione. I prezzi delle **carni**, che a marzo erano rimasti sostanzialmente invariati, registrano un calo più marcato in quanto la ripresa delle importazioni cinesi è risultata insufficiente per compensare la minore domanda negli altri paesi. Come nel mese precedente, però, il calo più forte è quello fatto registrare dalle quotazioni dello **zucchero**, che subiscono, ancora una volta, la minore domanda sia di dolcificante che di etanolo.

**FAO: si conferma un mercato dei cereali ben fornito.** Nel rapporto di maggio sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali la FAO ha sostanzialmente confermato il quadro di mercato ancora ben fornito dipinto ad aprile. Le stime per l'offerta sono state confermate a 2.720 milioni di tonnellate (mt), in crescita di oltre 60 mt dal 2018-19, grazie ai maggiori raccolti di frumento, mais e orzo. Sono state invece riviste verso il basso le previsioni per i consumi a 2.697 mt (da 2.722 mt di aprile), una crescita solo modesta rispetto ai 2.687 mt della stagione precedente. La revisione verso il basso risente di minori utilizzi di mais, sia nell'allevamento che per i biocarburanti, prevalentemente negli Stati Uniti e in Cina. I consumi di **mais** sono infatti previsti in calo rispetto al 2018-19 di circa lo 0,8% a/a, su livelli poco al di sotto di quelli toccati lo scorso anno. Quelli di **frumento**, invece, nel 2019-20, seppur rivisti al ribasso, dovrebbero comunque aumentare di oltre l'1% a/a grazie ai maggiori consumi alimentari. Corrette anche le previsioni per il **riso**, per minori utilizzi a scopo alimentare in Nigeria e industriale in Cina, di oltre 1 mt a 512 mt, comunque in crescita dello 0,7% rispetto alla stagione precedente, grazie a maggiori consumi alimentari nei Paesi asiatici. Le scorte globali di cereali dovrebbero quindi terminare l'annata 2019-20 in crescita a 884 mt (riviste da 861 mt) da 870 mt della stagione precedente. Più nello specifico i magazzini di frumento dovrebbero concludere il 2019-20 più colmi di 1 mt (+0,4%) rispetto alla stagione precedente, a 273 mt.

**FAO: le prime stime di domanda e offerta per il frumento nella stagione 2020-21.** Le previsioni puntano verso un raccolto di frumento di circa 763 milioni di tonnellate (mt), sostanzialmente in linea con i livelli del 2019-20. La produzione si assesterebbe dunque su quote particolarmente alte, le seconde più elevate nella storia. A livello geografico, l'offerta dovrebbe beneficiare del rimbalzo della produzione australiana e di stagioni particolarmente fertili in Russia, Kazakistan e in Asia, che dovrebbero più che compensare i cali previsti in Unione Europea, Nord Africa, Ucraina e negli Stati Uniti. Sul fronte della domanda, invece, i consumi sono attesi anch'essi stagnanti rispetto alla stagione 2019-20, a 759 mt, in quanto la flessione degli utilizzi negli allevamenti e a livello industriale (a causa della pandemia di COVID-19) dovrebbe risultare pareggiata da

previsioni per una crescita dei consumi alimentari. Le scorte di frumento dovrebbero quindi chiudere la stagione in crescita dello 0,6%, al livello record di 275 mt. Tale incremento dovrebbe essere imputabile in particolare ai magazzini cinesi; se si escludono le dinamiche del mercato cinese le scorte dovrebbero infatti contrarsi di quasi il 5%, ai minimi dal 2013.



**Focus cotone: scorte previste in crescita nel 2020-21, l'USDA prevede un nuovo calo dei prezzi.** Il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA), nel World Agricultural Supply and Demand Estimates di maggio, ha rilasciato le prime stime sui fondamentali di domanda e di offerta per la stagione 2020-21. Gli utilizzi di cotone, soprattutto per quanto riguarda l'abbigliamento, sono pro-ciclici e dovrebbero quindi riflettere lo scenario di ripresa del PIL globale nel 2021 dopo la severa recessione attesa nell'anno in corso, anche se dovrebbero attestarsi su livelli inferiori rispetto alla situazione pre-COVID. Dai 120 milioni di balle (mb, una balla corrisponde a 227 Kg) del 2018-19 nella stagione 2019-20 si prevede una contrazione dei consumi a 105 mb prima di un rimbalzo a 116 mb nel 2020-21, marginalmente al di sopra della media quinquennale. L'offerta globale di cotone è invece prevista in flessione a 119 mb da 123 mb del 2019-20, ritornando quindi sui livelli del 2018-19. Una ripresa solo parziale degli utilizzi a fronte di un contenuto ridimensionamento dell'offerta dovrebbe quindi comportare una crescita delle scorte di 2 mb a 99 mb. Al momento i fondamentali del cotone rimangono quindi sfavorevoli per le quotazioni di mercato. L'USDA prevede infatti un prezzo medio di 59 centesimi di dollaro per libbra nella stagione 2019-20 prima di un'ulteriore flessione a 57 centesimi in quella successiva. Difficilmente dunque i prezzi torneranno vicini al dollaro per libbra sfiorato nel 2018, ma riteniamo possibile un contenuto recupero dei prezzi grazie alla ripresa della domanda globale e a possibili maggiori importazioni cinesi.

**Focus cacao: consumi in crisi a causa del lockdown.** La chiusura di numerose attività commerciali conseguente alle misure varate dai governi al fine di contrastare il diffondersi del coronavirus ha avuto un deciso impatto sulla filiera della lavorazione del cacao (il cosiddetto *grinding*) nel 1° trimestre 2020. La mappa dei cali nell'attività di macinazione vede l'Europa (il maggior

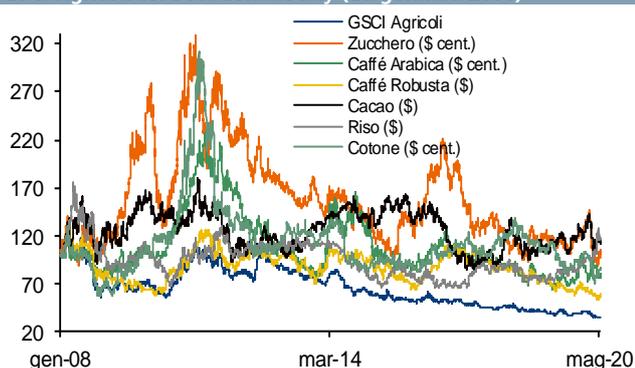
consumatore mondiale di cacao) a -3% a/a, il Nord America a -5,3% e l'Asia a -9%. Proprio il continente asiatico era, fino allo scoppio della pandemia, il consumatore in crescita maggiore, guidando l'espansione globale delle attività di macinazione. Proprio per questo numerose società hanno installato infrastrutture dedicate in numerosi Paesi asiatici per essere più vicine a questo mercato in espansione. I dati in arrivo dalla Malesia, uno dei nuovi mercati del cacao, mostrano un calo del 6,1% nelle attività di *grinding* del 1° trimestre. Sul mercato del cacao grava inoltre il cosiddetto LID (Living Income Differential), ovvero il sovrapprezzo di 400 dollari per tonnellata di cacao imposto dai due più grandi produttori mondiali: Costa d'Avorio e Ghana. La domanda di cioccolato diminuirà a causa dell'aumento dei prezzi del cacao e per il forte rallentamento della crescita economica, che porterà i consumatori a contrarre il reddito disponibile per i beni di lusso, fra cui il cacao. Un quadro che nel breve non lascia grossi margini di recupero per le quotazioni e ci invita alla prudenza anche nel medio termine.

**Focus zucchero: il calo del petrolio (ora in recupero) pesa sui prezzi all'ingrosso.** Lo zucchero è risultato tra le materie prime alimentari più colpite dall'epidemia di coronavirus, con le quotazioni internazionali che sono scese ai minimi da 13 anni. A penalizzare lo zucchero sono stati prevalentemente due fattori: in primo luogo, il calo del prezzo del petrolio ha ridimensionato la convenienza dei biocarburanti riducendo quindi l'uso della canna da zucchero per la produzione di etanolo; in secondo luogo, le misure restrittive implementate su scala globale hanno in generale deteriorato le condizioni di domanda. Guardando alle dinamiche interne dell'offerta del principale paese produttore, il Brasile, sembrerebbe che gran parte dei raccolti di canna da zucchero sia stata dirottata verso la produzione di dolcificante in sostituzione all'etanolo, al momento non conveniente. I primi dati relativi ad aprile hanno infatti riportato che solo il 60% della canna da zucchero è stata dedicata alla distillazione di etanolo, in calo dal 77% dello scorso anno, a fronte di una raffinazione di dolcificante in crescita di oltre il 60% rispetto ad aprile 2019 e ai massimi dal 2016. Al momento quindi i fondamentali restano sfavorevoli per lo zucchero, anche se alla luce dei prezzi correnti, con il recupero del greggio, la produzione potrebbe facilmente spostarsi verso la distillazione dell'etanolo e ridimensionare l'offerta di dolcificante, fattore che potrebbe innescare un contenuto recupero delle quotazioni dai minimi attuali. Difficilmente assisteremo, però, a un ritorno verso un mercato in deficit; il possibile rialzo per i prezzi internazionali dello zucchero nella stagione in corso appare quindi limitato. Alla luce di questo quadro, restiamo cauti nel breve ma maggiormente fiduciosi di un recupero marginale delle quotazioni nel medio-lungo periodo.

**Focus caffè: l'ICO conferma che il lockdown ha danneggiato i consumi fuori casa di caffè.** L'International Coffee Organization (ICO) ha pubblicato un report sull'impatto del COVID-19 sui consumi globali di caffè, confermando come la pandemia abbia un profondo effetto sul settore anche dal lato della produzione

e del commercio internazionale. L'ICO sottolinea e conferma un aspetto che era parso intuitivo da subito, ovvero che nel breve periodo i consumi fuori casa di caffè sono fortemente diminuiti in maniera proporzionale alla tipologia di blocco totale o parziale dei locali di consumo esterno nei vari paesi del mondo. Di contro, i dati di vendita nei supermercati e altri negozi al dettaglio hanno fortunatamente evidenziato, nel medesimo periodo, un aumento della domanda. Anche in questo caso, la crescita della domanda e l'accumulo delle scorte sono apparsi proporzionali alle caratteristiche più o meno ferree del *lockdown* adottato nei paesi presi in oggetto. Il rapporto ovviamente afferma che questo "effetto scorte" è da considerarsi temporaneo ed è improbabile che abbia un'influenza prolungata sui consumi una volta cessate le misure di limitazione sociale. L'ICO ritiene invece che si possa prevedere un effetto più profondo sulla domanda globale di caffè a seguito di una recessione globale nel post pandemia di COVID-19. Il tema resta quello della riduzione dei redditi delle famiglie, che si tradurrà in una probabile minore domanda di caffè. I consumatori sensibili al prezzo possono inoltre sostituire caffè ottenuto da miscele più pregiate con prodotti di valore inferiore. Tuttavia, l'ICO conferma un'altra evidenza intuitiva, ovvero che l'effetto reddito in contrazione, rapportato alla domanda di caffè, è un effetto negativo meno verificabile nei paesi ad alto reddito e nei mercati tradizionali con alto livello di consumo pro capite, mentre è probabile che lo scenario negativo di contrazione della domanda sia più accentuato nei Paesi emergenti o comunque nei cosiddetti "nuovi mercati del caffè". Sulla base di questo quadro, confermiamo il nostro cauto ottimismo sulle quotazioni del caffè di nel medio periodo.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Agricoli: outlook Moderatamente Positivo.** L'emergenza coronavirus sta spingendo verso il basso il prezzo all'origine dei prodotti agro-alimentari e questo appare come un vero paradosso considerato che, in queste settimane di *lockdown*, la spesa alimentare non ha fatto che crescere e anche i prezzi al consumo sono aumentati. L'emergenza sanitaria delle scorse settimane 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 a livello internazionale ma ora ha fatto

emergere come invece abbia provocato un forte accumulo di derrate alimentari non vendute. Questo è il principale motivo per cui, all'ingrosso, i prezzi degli agricoli si sono rapidamente abbassati, tornando ai livelli pre-COVID e facendo svanire lo shock positivo sui prezzi che ci aspettavamo a causa di un mercato che appare decisamente ben fornito. 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 l'intera filiera alimentare. Dal punto di vista finanziario, gli Agricoli restano una asset class di possibile investimento speculativo, scommettendo appunto su un rimbalzo dai valori minimi (dagli anni '70) a cui le quotazioni dell'indice aggregato sugli agricoli è arrivato, e ipotizzando che vi sia una veloce erosione delle scorte accumulate di recente che possa portare a un deficit di offerta diffuso.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim. 27.05.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	320,5	352,5	370,0	415,0	431,0
Frumento (\$ cent.)	504,5	527,5	521,0	500,5	515,0
Soia (\$ cent.)	848,5	860,0	865,0	925,0	930,0
Cotone (\$)	58,3	55,0	59,0	68,0	65,0
Cacao	2.363,0	2.385	2.400	2.400	2.600
Zucchero	10,8	10,8	11,8	11,8	13,9
Caffè (arabica)	102,50	115,0	110,0	110,0	120,0
Caffè (robusta)	1.210,0	1.200	1.250	1.250	1.360

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim. 27.05.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Mais (\$ cent.)	320,5	330	360	440	470
Frumento (\$ cent.)	504,5	520	510	510	515
Soia (\$ cent.)	848,5	850	860	925	975
Cotone (\$)	58,3	58	58	62	64
Cacao	2.363,0	2.400	2.400	2.600	2.600
Zucchero	10,8	10,7	11,0	11,2	12,0
Caffè (arabica)	102,50	107	107	110	125
Caffè (robusta)	1.210,0	1.175	1.250	1.275	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni e importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni e importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	La London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future e opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	Dollari per 1 milione di unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tonne – dollari per tonnellata cubica e metrica

## Avvertenza generale

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

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

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Refinitiv Datastream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 23.04.2020.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo ([www.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>

## Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

## Certificazione degli analisti

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

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

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Banca IMI e/o Intesa Sanpaolo.

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

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi  
Fulvia Risso  
Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini