

Commodity: scontano la crisi economica che seguirà il Covid-19

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. E' evidente che manteniamo il nostro approccio cautamente ottimista sul petrolio in virtù del crollo verticale delle quotazioni. I prezzi sono tornati pericolosamente a livelli minimi nelle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria in tutto il mondo: un rimbalzo appare quindi fisiologico almeno nel breve termine. Il petrolio sconta uno scenario di recessione globale molto profonda, un calo generalizzato della domanda e, infine, un surplus di offerta in costante ascesa, alimentato dalla diatriba tra Russia e Arabia Saudita. Gli Stati Uniti hanno varato un piano di acquisto di riserve strategiche per sostenere le imprese medio/piccole attive nello *shale-oil* ma valutano anche una riduzione dei piani estrattivi, proprio per calmierare il surplus di offerta. In conclusione, passata la crisi sanitaria e ripresa almeno la normale routine economica, un rimbalzo più concreto appare possibile. Il prolungarsi dell'emergenza Covid-19 e la conseguente drammatica recessione economica globale rischiano invece di erodere ulteriormente la domanda di greggio e questo rappresenta il principale rischio per lo scenario.

Metalli Preziosi: Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Positivo nel medio-lungo termine. Il quadro prospettico sui Metalli Preziosi vede una fortissima volatilità di breve che rende arduo dare una indicazione diversa dalla cautela e dalla prudenza (Neutrale). L'oro, che ha visto quota 1.500 violata durante il recente *sell-off* del mercato in scia alla necessità di liquidità degli operatori, vede invece uno scenario di ritorno agli acquisti nei portafogli degli investitori più a medio termine, tornando a svolgere il ruolo di bene rifugio per eccellenza. Nel complesso, nel lungo termine persiste solo un cauto ottimismo su oro e argento mentre, fra i preziosi di taglio più industriale, continua una netta preferenza per il palladio rispetto al platino, con un occhio di attenzione ai mutamenti che potrebbero interessare il settore automobilistico globale dopo questa crisi, vista la sospensione di molte norme anti-inquinamento appena introdotte nei Paesi emergenti.

Metalli Industriali: Outlook Neutrale. I metalli scontano una pesante recessione economica nonostante la possibile ripresa cinese. L'emergenza sanitaria in corso ha accentuato il ribasso dei metalli, i cui fondamentali potrebbero subire un drastico peggioramento, in linea con le previsioni di decisa erosione dei consumi di materie prime a livello mondiale. Non escludiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di mercato di tutti i metalli, fino a nuovi minimi nel 2° trimestre di quest'anno. Al contrario, prevediamo un moderato recupero dei prezzi a partire dal 3° trimestre, ma solo a patto che l'emergenza sanitaria rientri e vengano sospese le limitazioni a persone e merci in atto, sperando nell'efficacia degli stimoli monetari e fiscali messi in campo da tutti i paesi coinvolti.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Il forte ribasso delle commodity agricole ci costringe ad un generale abbassamento di tutti i livelli target. Di fondo, però, sulla scena si stanno affacciando una serie di considerazioni non più legate al solo crollo della domanda globale, dovuto alla crisi economica in arrivo. Inizia a concretizzarsi il rischio che la scarsità di offerta e la forte richiesta di derrate alimentari, dovuta allo stato emergenziale, possano accentuare la pressione sui prezzi degli Agricoli. Per queste ragioni, l'outlook viene confermato Moderatamente Positivo. Nel medio-lungo periodo i prezzi dei cereali potrebbero accentuare i rialzi, qualora le difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e la corsa allo stoccaggio di alimentari da parte delle popolazioni occidentali mettano eccessivamente sotto pressione l'intera filiera alimentare.

26 marzo 2020

12:45 CET

Data e ora di produzione

26 marzo 2020

12:50 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*

	Mar.	Feb
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	-59,9	34,46
Brent	-58,5	22,68
Gas Naturale	-24,2	-25,54
Gasolio	-50,2	20,22
Oro	7,2	18,87
Argento	-17,2	15,32
Rame	-21,4	3,50
Alluminio	-15,1	-1,95
Zinco	-20,1	-9,49
Nickel	-19,5	31,20
Mais	-10,1	3,40
Frumento	3,8	11,03
Soia	-6,5	6,86
Cacao	-11,5	5,13
Zucchero	-15,0	11,55
Caffè	0,2	27,34
Cotone	-22,6	-4,36

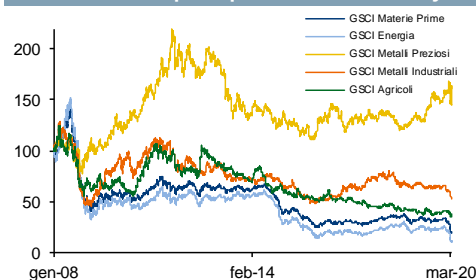
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 25.03.2020

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.03.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	1.598,7	-38,3	-38,9	-48,3
GSCI Energia	219,0	-56,0	-55,1	-64,1
GSCI Met. Preziosi	1.873,0	4,7	15,5	25,1
GSCI Met. Industriali	991,7	-18,6	-26,1	-19,0
GSCI Prod. Agricoli	323,5	-7,0	-16,6	-34,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.03.2020

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.03.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: la diatriba tra Arabia Saudita e Russia erode le quotazioni del petrolio

Commodity: la pandemia mondiale ha ridotto le stime di crescita di tutte le maggiori economie penalizzando le risorse di base. La virulenza della pandemia in Europa e negli Stati Uniti ha immediatamente deteriorato le stime di crescita dei singoli paesi e, in generale, del mondo intero. Le materie prime hanno visto un vero e proprio tracollo delle quotazioni guidate da due effetti distinti: 1) il deterioramento della crescita economica di molti paesi "core" ha conseguentemente eroso le stime di domanda di risorse di base; 2) l'avversione al rischio sui mercati, suscitata dall'emergenza sanitaria, ha penalizzato tutti gli asset speculativi, come i derivati finanziari delle commodity. I mercati finanziari hanno reagito molto negativamente anche perché appare incerta l'efficacia degli stimoli monetari e fiscali posti in campo in molti paesi. Stimoli che non sembrano in grado di compensare una crisi di fiducia che nasce da un timore legato alla salute delle persone, difficilmente contrastabile con interventi di taglio economico-fiscale. Da inizio anno, le materie prime sono state l'asset class più penalizzata. Data l'incertezza legata alla durata delle norme restrittive per la circolazione delle persone (e quindi ai relativi consumi), poste in campo dalla quasi totalità dei paesi coinvolti, capiremo solo successivamente quanto saranno ingenti i danni economici e quanto saranno efficaci gli stimoli fiscali e monetari varati per contrastarli. Al momento, prevediamo due trimestri di domanda molto debole di materie prime con una probabile contrazione della crescita economica nel 2° trimestre 2020, che sarà seguita da una moderata ripresa, vincolata però a uno sperato rallentamento dei contagi che porti a una rapida conclusione dell'emergenza in atto. Questo potrebbe portare a un conseguente ritorno dei consumi privati e a una ripresa delle attività manifatturiere. In sintesi, alla luce dell'attuale situazione che appare pregna di incertezze, pensiamo che i prezzi delle materie prime potrebbero scendere ai minimi nel 2° trimestre e recuperare invece nel 3° trimestre dell'anno.

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

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

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

Energia: il fallimento dell'OPEC+ e la guerra fra Arabia Saudita e Russia hanno affossato il prezzo del petrolio. Il cosiddetto OPEC+, l'alleanza fra il cartello OPEC guidato dall'Arabia Saudita e la Russia, il maggiore esportatore mondiale non-OPEC, si è infranto durante l'ultimo meeting di Vienna il 6 marzo scorso, quando nessun accordo sul prosieguo dei tagli

(né tanto meno sul suo incremento) è stato raggiunto. L'alleanza nacque per perseguire il comune interesse a tenere a bada il prezzo del petrolio dopo il crollo di inizio 2015. Secondo Riad, i tagli erano indispensabili a sostenere i prezzi e adeguare così l'offerta al calo della domanda causato dall'impatto del Covid-19. Secondo Mosca, invece, la spinta ai prezzi dovuta al contenimento della produzione avrebbe favorito solo lo *shale-oil* degli Stati Uniti, che sono i primi produttori di petrolio al mondo e si avviano ad essere anche esportatori netti. Come rappresaglia l'Arabia Saudita ha deciso di offrire forti sconti sul suo petrolio: dal prossimo 1° aprile aumenterà la produzione a 12,3 milioni di barili al giorno, con l'obiettivo di espanderla fino a 13 milioni. L'obiettivo dell'Arabia Saudita sarebbe quello di colpire la Russia in un arco di tempo ristretto, in modo da costringerla a risiedersi nuovamente al tavolo dei negoziati. Anni di sanzioni hanno abbassato il *break-even* produttivo russo; il prezzo del petrolio che consente di raggiungere il pareggio di bilancio alla Russia si aggira infatti intorno ai 42 dollari al barile. Per Riad, invece, il *break-even* finanziario si colloca di poco sopra gli 80 dollari al barile e questo rende meno sereno in prospettiva il quadro. Va anche detto che il reale costo "fisico" di estrazione del petrolio saudita è marginale e non supera gli 8-10 dollari data la facilità di estrazione e l'abbondanza della risorsa. L'intento saudita è quindi chiaro: costringere la Russia a un accordo vendendo sottoprezzo ai clienti russi e sottraendo così quote di mercato. Al contempo, per Mosca la nuova contrazione dei prezzi è un'arma per colpire i produttori di *shale-oil* americani, stretti tra un alto livello di indebitamento accumulato negli anni precedenti e costi di estrazione che superano i 50 dollari al barile. Ma il crollo ulteriore dovuto allo shock economico globale causato dal coronavirus ha rimescolato le carte e complicato il quadro ponendo molti dubbi sulla strategia saudita. La decisione presa da Riad appare insostenibile, nel medio periodo, per le stesse casse dello stato. La caduta del prezzo del petrolio ha infatti affossato la borsa saudita, con le azioni di Saudi Aramco che per la prima volta sono scese sotto il valore dell'IPO iniziale. I proventi della quotazione dovrebbero finanziare il progetto Vision 2030, ovvero il piano saudita volto a traghettare il Paese fuori dalla dipendenza esclusiva dal petrolio e verso le energie rinnovabili. I risultati della strategia saudita però appaiono sotto più punti modesti. Oltre alla difficoltà nell'attrarre investimenti internazionali, si è sommato un quadro economico già in deterioramento, al quale si aggiungono ora le ripercussioni negative della crisi legata al diffondersi del coronavirus. In aggiunta, l'OPEC non appare più in grado di regolare l'offerta di petrolio dei suoi membri e questo rischia di portare a un eccesso di offerta da parte di tutti i produttori, col risultato di schiacciare ancor di più le quotazioni petrolifere. Le trattative fervono, sottotraccia, ma ad oggi appare difficile che la Russia scelga di dialogare, o l'Arabia Saudita retroceda nel suo intento di ampliare la propria offerta ad aprile. Nel medio termine, invece,

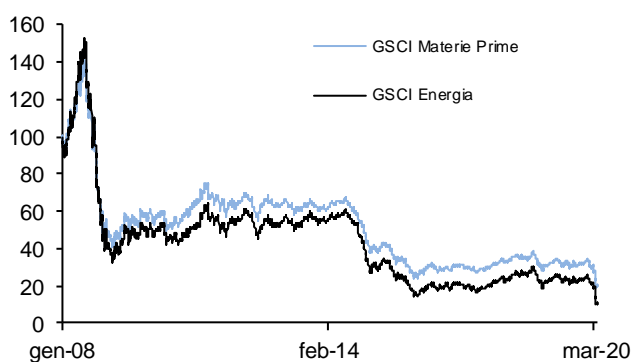
probabilmente in vista del 179° meeting OPEC di Vienna (9-10 giugno) qualcosa dovrà assolutamente cambiare e le parti dovranno riavvicinarsi. L'impatto del Covid-19 allora sarà più chiaro di adesso e questa situazione costringerà le parti in causa ad un intervento obbligato.

Trump prova a sostenere il comparto dello shale-oil. La Casa Bianca ha deciso l'acquisto di greggio per la Strategic Petroleum Reserve (SPR), un intervento con cui spera di sostenere le quotazioni del WTI e di conseguenza le indebitate società del comparto shale-oil. Il Dipartimento americano ha dichiarato che il suo acquisto iniziale di 30 milioni di barili si concentrerà su produttori di petrolio statunitensi di piccole e medie dimensioni in quanto questi ultimi sono stati "particolarmente colpiti" dal crollo dei prezzi del petrolio. Le consegne del greggio dovrebbero cominciare ad aprile e durare probabilmente oltre giugno, con il possibile accumulo di 77 milioni di barili aggiuntivi complessivi (una tantum), generando così una domanda extra giornaliera di circa 430.000 barili.

Performance di lungo termine				
	Valore	Performance (%)	Var. (%)	Var. (%)
	25.03.20	da inizio 2020	2 anni	5 anni
GSCI	1.598,7	-38,3	-38,9	-48,3
GSCI Energia	219,0	-56,0	-55,1	-64,1
WTI (\$)	24,5	-59,9	-62,6	-52,4
Brent (\$)	27,4	-58,5	-60,9	-53,7
Gas Naturale (\$)	1,7	-24,2	-36,6	-37,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

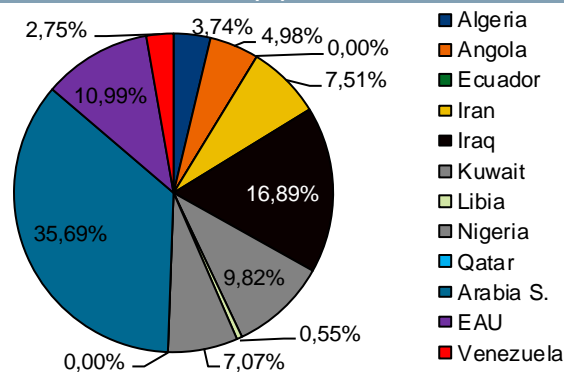


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

OPEC e IEA rivedono al ribasso le stime di crescita della domanda nel 2020, l'EIA prevede una contrazione, nuove limature in vista. I rapporti di marzo sui fondamentali di domanda e offerta per il petrolio da parte delle tre istituzioni OPEC, EIA e IEA rivedono verso il basso le previsioni per i consumi nel 2020 a causa dell'epidemia di coronavirus. Alla luce dei rischi e della rapida evoluzione epidemiologica riteniamo probabili ulteriori revisioni già a partire dai rapporti di aprile. L'OPEC al momento stima ancora una crescita dei consumi di petrolio rispetto al 2019 ma li rivede verso il basso ed evidenzia ulteriori rischi al ribasso per la previsione a causa

dei continui sviluppi relativi alla pandemia di Covid-19, delle misure restrittive implementate per frenare i contagi e degli effetti sul settore dei trasporti. Per quanto riguarda invece la produzione, nel 2020 quella dei paesi non appartenenti all'OPEC è stata rivista anch'essa verso il basso ma è ancora prevista in crescita, e a ritmi superiori alla domanda. Per ottenere un mercato in equilibrio sarebbero quindi necessarie estrazioni nei paesi OPEC intorno a 28,2 mb/g nell'anno in corso; secondo stime secondarie, nel mese di febbraio si sono aggirate sui 27,8 mb/g. Anche l'EIA (U.S. Energy Information Administration) statunitense ha limato le proprie stime sugli utilizzi per il 2020 ma continua a prevedere un marginale aumento dei consumi rispetto al 2019. Per quanto riguarda invece l'offerta, si confermano previsioni di crescita a ritmi superiori alla domanda nell'anno in corso sia negli Stati Uniti che a livello globale. Più radicali invece le revisioni dell'IEA (International Energy Agency), che stima un calo della domanda di greggio nel 2020, di 0,09 mb/g, per la prima volta dal 2009. Nello scenario centrale, però, una volta ridimensionata l'emergenza sanitaria, gli utilizzi dovrebbero tornare a crescere a partire dalla seconda metà dell'anno in corso. Nello scenario più pessimistico, con una frenata dell'attività protratta fino al 3° trimestre, i consumi potrebbero flettere di 0,7 mb/g nell'anno. Per quanto riguarda invece l'offerta, anche l'IEA conferma le previsioni di aumento delle estrazioni rispetto al 2019 da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC. Secondo l'IEA, sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'Organizzazione di 27,3 mb/g nel 2020; in particolare nel 1° trimestre sarebbe necessaria una frenata delle estrazioni al minimo storico di 25,0 mb/g.

Produzione membri OPEC (%)



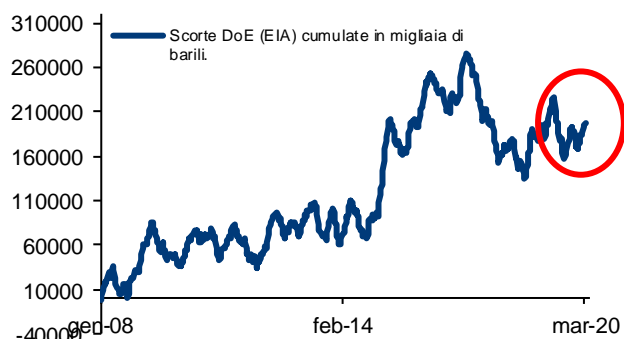
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 29.02.2020

Performance di medio termine

	25.03.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	219,0	-56,6	-34,4	-37,3	-56,0
WTI (\$)	24,5	-60,3	-56,6	-59,1	-59,9
Gas Naturale (\$)	1,7	-27,7	-31,7	-39,5	-24,2
Gasolio (\$)	306,0	-50,9	-48,4	-49,7	-50,2

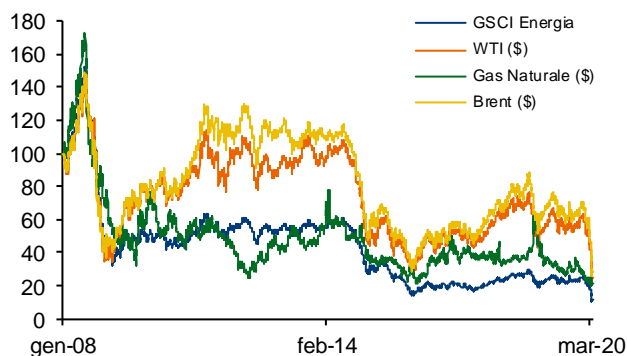
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

WTI: scorte DoE



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

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. E' evidente che manteniamo il nostro approccio cautamente ottimista sul petrolio in virtù del crollo verticale delle quotazioni, scese addirittura al minimo a 18 anni per il WTI (area 20 dollari). I prezzi sono tornati pericolosamente a livelli minimi nelle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria in tutto il mondo: un rimbalzo appare quindi fisiologico almeno nel breve termine. Il petrolio sconta uno scenario di recessione globale molto profonda, un calo generalizzato della domanda e, infine, un surplus di offerta in costante ascesa, alimentato dalla diatriba tra Russia e Arabia Saudita. Gli Stati Uniti hanno varato un piano di acquisto di riserve strategiche per sostenere le imprese medio/piccole attive nello *shale-oil* ma valutano anche una riduzione dei piani estrattivi, proprio per calmierare il surplus di offerta. In conclusione, passata la crisi sanitaria e ripresa almeno la normale routine economica, un rimbalzo più concreto appare possibile. Il prolungarsi dell'emergenza Covid-19 e la conseguente drammatica recessione economica globale rischiano di erodere ulteriormente la domanda di greggio; questo a nostro avviso rappresenta il principale rischio per lo scenario, in una fase in cui oggettivamente le incertezze, specie dal lato sanitario e delle limitazioni personali, risultano ancora fortissime. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 50 dollari al barile per il 4° trimestre 2020 e 55 per il 2021 e per il 2022; 2) per il WTI: 45 dollari al barile per il 4° trimestre 2020 e

50 nel 2021 e 2022. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 25.03.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	24,5	33,0	37,2	50,0	53,5
WTI (\$.)	1,7	35,0	40,5	55,0	60,0
Gas Nat. (\$)	306,0	2,3	2,3	2,6	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 25.03.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Brent (\$)	24,5	35,0	45,0	55,0	55,0
WTI (\$.)	1,7	35,0	40,0	50,0	50,0
Gas Nat. (\$)	306,0	1,90	2,20	2,40	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: marginali nelle scelte degli investitori, che premiano il dollaro

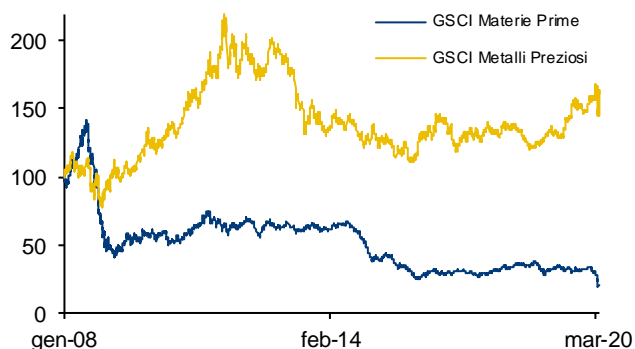
L'inasprirsi della crisi sia sanitaria che finanziaria spoglia di ogni appeal i Preziosi, che non vengono premiati come bene rifugio. L'avversione al rischio sui mercati, esplosa di pari passo con l'aggravarsi della crisi sanitaria e finanziaria, ha generato una fortissima richiesta di asset difensivi. Il ribasso dei mercati azionari ha infatti portato con sé anche le quotazioni dell'oro, che fatica a mantenersi in area 1.500 dollari l'oncia ed è comunemente caratterizzato da una fortissima volatilità. La corsa a liberare liquidità da qualsiasi investimento, per coprire le perdite legate all'esposizione azionaria, sta penalizzando i Preziosi. Quando questa specifica situazione si riassorbirà, è probabile che torni a prevalere il concetto di costo opportunità minimo di detenere metalli preziosi. Lo scenario di bassi tassi di interesse erode il costo opportunità di detenere fisicamente tali metalli: questo genere di investimento non genera infatti interessi e non produce profitti immediati. Appare probabile che, nell'attuale contesto di emergenza totale, lo scenario di "tassi negativi generalizzati" si protragga per lungo tempo in tutto il mondo sviluppato (in particolare): questa situazione risulta meno penalizzante per il comparto, vista l'attuale accelerazione data alle politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali Istituti centrali mondiali. Banche centrali che, vista la crisi in atto, sono fortemente al centro della scena sostenendo le economie e fornendo la massima liquidità possibile, in special modo espressa in dollari, la valuta che in senso assoluto sta catalizzando la richiesta di asset rifugio degli investitori.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	25.03.20	da inizio 2020		
GSCI	1.598,7	-38,3	-38,9	-48,3
GSCI Preziosi	1.873,0	4,7	15,5	25,1
Oro (\$)	1.612,7	7,2	19,0	34,1
Argento (\$)	14,4	-17,2	-13,9	-15,6
Platino (\$)	741,7	-23,9	-21,9	-35,7
Palladio (\$)	2.330,7	20,0	139,3	201,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)

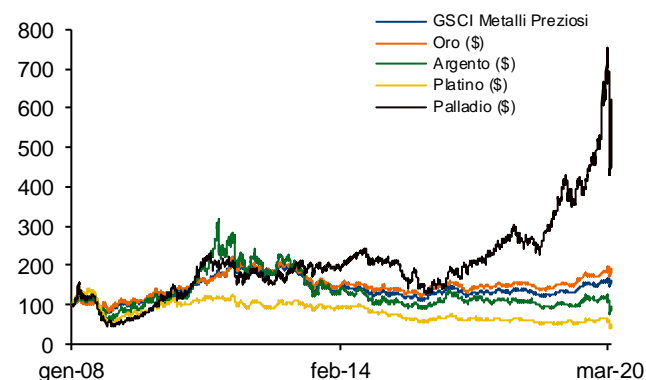


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento volatili e marginalmente premiati dalle scelte difensive degli investitori. Il mercato sta esprimendo una fortissima necessità di investimenti difensivi: quello che emerge in modo chiaro è che dollaro e semplice liquidità siano le risposte a questa richiesta. Oro e argento sono stati solo marginalmente investiti da questa domanda e risultano sempre volatili e molto deboli. Una situazione che è destinata a rimanere tale almeno nel breve; nel medio termine, quando tutta la tensione ribassista si sarà scaricata, specie sul mercato azionario, è probabile che una parte della liquidità torni nei classici "safe haven" rappresentati dai Metalli Preziosi e dall'oro in particolare.

Nello specifico, l'oro fatica a mantenere la soglia dei 1.500 dollari l'oncia e appare molto volatile. In questa fase il driver sull'oro è un fattore tecnico molto specifico ma fondamentale per capire come mai il bene rifugio per eccellenza non riesca ad esercitare alcun appeal sugli investitori. Il crollo dell'azionario su tutte le piazze mondiali ha innescato una serie di reazioni, specie sugli operatori istituzionali, costretti a reperire velocemente liquidità per coprire le perdite "al margine" di fine giornata. In questa situazione di volatilità e panico, il bene più facile da collocare sul mercato per liberare liquidità è appunto l'oro e, in misura minore, l'argento. Non a caso la Fed si prodiga, senza sosta, a garantire la più ampia disponibilità di liquidità in valuta statunitense, in coordinamento con le altre Banche centrali. Liquidità richiesta sia dal mercato interno che, anche e soprattutto, dal resto del sistema finanziario, intimorito dallo scenario in corso. Non escludiamo che, non appena i listini azionari avranno ritrovato una parvenza di stabilità, l'oro tornerà a svolgere il suo storico ruolo di bene rifugio per eccellenza, tornando a confermare le normali dinamiche del mercato. Prevediamo un prezzo medio di 1.600 dollari per il 2021 e per il 2022. Le tensioni in atto e che influenzano l'oro sono le medesime per l'argento, con l'aggravante che quest'ultimo, in virtù del suo ruolo produttivo/industriale, sconta anche previsioni drammatiche di calo della crescita mondiale in particolare in settori come l'elettronica, che appaiono largamente penalizzati, a tendere. Prevediamo un prezzo medio di 17 dollari per il 2021 e 18 per il 2022. **Platino e palladio.** L'onda ribassista non ha risparmiato neanche i due preziosi dai connotati più industriali. Il platino è arrivato addirittura al minimo da oltre 17 anni (569 dollari/oncia); picchi ribassisti analoghi anche per il palladio, materia prima che aveva dominato il 2019 con la sua over-performance e che, nelle ultime settimane, ha perso valore con una velocità impressionante. Stimiamo una quotazione per il platino di 780 dollari l'oncia nel 2021 e 800 dollari per tutto il 2022. Per il palladio stimiamo una quotazione media di 1.800 dollari l'oncia nel 2021 e 1.900 dollari per tutto il 2022.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.873,0	5,3	5,1	20,4	4,7
Oro (\$)	1.612,7	6,9	7,1	22,6	7,2
Argento (\$)	14,4	-19,5	-19,5	-6,7	-17,2
Platino (\$)	741,7	-22,2	-20,9	-13,6	-23,9
Palladio (\$)	2.330,7	22,6	39,3	51,0	20,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale nel breve e Moderatamente Positivo nel medio-lungo termine. Il quadro prospettico sui Metalli Preziosi vede una fortissima volatilità di breve, che rende arduo dare un'indicazione diversa dalla cautela e dalla prudenza (Neutrale). L'oro, che ha visto quota 1.500 violata durante il recente *sell-off* del mercato in scia alla necessità di liquidità degli operatori, registra invece uno scenario di ritorno agli acquisti nei portafogli degli investitori più a medio termine, tornando a svolgere il ruolo di bene rifugio per eccellenza. Per sintetizzare, nel lungo termine persiste solo un cauto ottimismo su oro e argento mentre, fra i preziosi di taglio più industriale, continua una netta preferenza per il palladio rispetto al platino, a conferma dei mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale e che vedono il palladio come metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina. Questo ad oggi e nel mondo OCSE. Non possiamo infatti non sottolineare come molti dei Paesi emergenti (Cina *in primis*), proprio in virtù della profondità della crisi in atto, si siano già mossi nel sospendere i limiti di emissione di anidride carbonica da poco introdotti: un segnale che potrebbe, nel lungo termine, mutare lo scenario sul settore Automobilistico. Il fattore che più di tutto dobbiamo monitorare, oltre alla volatilità e all'andamento dei listini azionari, è il dollaro. Le scelte di liquidità della Fed e il conseguente movimento del dollaro, richiesto come asset difensivo da tutto il mondo, sono la vera cartina al tornasole del futuro andamento dei Preziosi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim. 25.03.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.612,7	1.570,0	1.587,5	1.587,5	1.600,0
Argento (\$)	14,4	16,1	16,4	16,4	17,2
Platino (\$)	741,7	700,0	825,0	825,0	889,4
Palladio (\$)	2.330,7	1.700,0	1.800,0	1.800,0	1.837,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

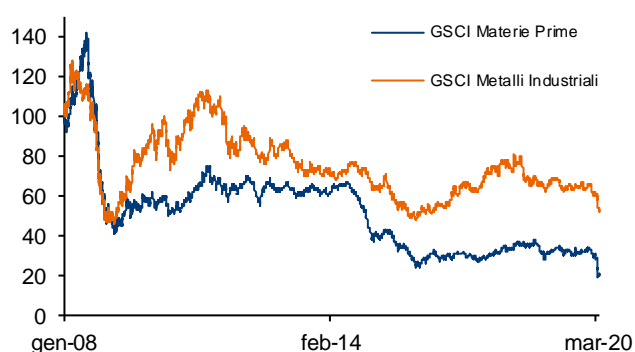
	Valore 25.03.20	2° trim. 2020	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022
Oro (\$)	1.612,7	1.500	1.550	1.600	1.600	1.600
Argento (\$)	14,4	13,0	15,0	17,0	17,00	18,0
Platino (\$)	741,7	700	725	750	780	800
Palladio (\$)	2.330,7	1.550	1.610	1.700	1.800	1.900

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: affossati dalla crisi economica che seguirà l'emergenza Covid-19

Metalli industriali depressi dall'esplosione dell'emergenza sanitaria in Europa e USA. L'esplosione del coronavirus negli USA e in Europa ha finito per deprimere anche i Metalli industriali, che inizialmente avevano beneficiato del ritorno a una certa "normalità" della manifattura cinese. Il 2019 si è chiuso per la maggior parte dei metalli industriali con un deficit fisico e una contrazione delle scorte mondiali, ma i fondamentali non sembrano in alcun modo frenare il ribasso di questo 2020. Nonostante il varo di una serie di stimoli fiscali e monetari in tutti i principali paesi occidentali, le preoccupazioni per una decisa contrazione della crescita globale si sono intensificate, spingendo i prezzi dei metalli industriali verso il basso. Gli investitori disinvestono dalle attività a maggiore volatilità, in un contesto di incertezza e avversione al rischio, virando su asset difensivi (dollaro e Treasury USA), visti i timori che le contromosse varate dagli Stati non siano sufficienti per contrastare l'impatto negativo della pandemia in atto. In conclusione, alla luce di quanto descritto, risulta difficile ipotizzare un recupero forte delle quotazioni, almeno nel breve.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.03.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.598,7	-38,3	-38,9	-48,3
GSCI Industriali	991,7	-18,6	-26,1	-19,0
Rame (\$)	4.855,0	-21,4	-26,5	-21,4
Alluminio (\$)	1.537,5	-15,1	-25,1	-14,1
Zinco (\$)	1.820,5	-20,1	-43,4	-12,1
Nickel (\$)	11.289,0	-19,5	-12,9	-17,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: i dati iniziano ad offrire le prime evidenze sugli effetti del Covid-19 sull'economia, la minore domanda estera potrebbe limitare la ripresa. Le più recenti indagini di fiducia e i dati reali iniziano ad offrire le prime indicazioni sugli effetti dell'epidemia di Covid-19 sull'economia cinese. Con il rientro dell'emergenza sanitaria all'interno del Paese l'attività economica sta progressivamente tornando alla normalità,

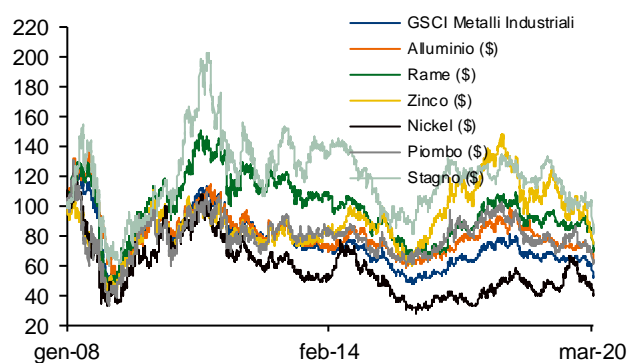
come evidenziato da alcuni dati ad alta frequenza come i livelli di inquinamento, le merci trasportate per via ferroviaria e la domanda di acciaio, che stanno gradualmente rientrando su trend comparabili con le medie stagionali. Le misure restrittive intraprese, necessarie per frenare i contagi, dovrebbero aver comunque portato a una frenata della crescita del PIL nel 1° trimestre del 2020. In particolare, febbraio dovrebbe essere stato il mese più colpito dal Covid-19 e dalle misure restrittive; marzo è storicamente un mese di picco per l'attività economica ma con le informazioni a disposizione, che evidenziano una ripartenza solo graduale e non un immediato rimbalzo, dovrebbe risultare difficile evitare una lettura negativa del PIL nel 1° trimestre del 2020 e per una ripresa dovremo probabilmente attendere la primavera. Su questo fronte, però, la diffusione della pandemia su scala globale e i relativi effetti sulla domanda estera rappresentano un potenziale e significativo vincolo per la produzione cinese e per le esportazioni anche nel 2° trimestre, quando l'economia potrebbe dover fare affidamento prevalentemente sul mercato interno, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti infrastrutturali pubblici per dare segnali di ripresa.

Le indicazioni relative al mese di febbraio e che emergono dalle **indagini congiunturali PMI** puntano verso un severo deterioramento del clima economico. L'indice PMI Caixin composito è crollato a 27,5 da 51,9 sull'onda di una marcata flessione dei servizi (26,5 da 51,8), i più colpiti dalle misure restrittive, e di un calo anche per la manifattura (40,3 da 51,1). Per quanto riguarda invece i dati reali, quelli sulle dinamiche del **commercio internazionale** evidenziano un'ampia contrazione per esportazioni e importazioni. I dati disponibili per i due mesi iniziali dell'anno segnalano un calo delle esportazioni da inizio 2020 del 17,2% e delle importazioni del 4%. Nei dati relativi ai mesi seguenti, già a partire da quelli di marzo, difficilmente assisteremo a un rimbalzo delle esportazioni a causa della diffusione dell'epidemia anche tra i partner commerciali di Pechino, come Europa e Stati Uniti. Per quanto riguarda invece il modesto calo degli acquisti in entrata, è possibile che siano risultati in parte sostenuti dalle importazioni di prodotti agricoli e oli vegetali avvenute prima dello scoppio dell'epidemia in vista delle festività per il Capodanno lunare. Per quanto riguarda i dati relativi ai consumi, anche le **vendite al dettaglio**, nel dato congiunto di gennaio e febbraio, sono calate di oltre il 20% (la misura è peggiore se si considera il dato in volume depurato dall'effetto prezzo). Ad eccezione degli aumenti degli acquisti per alimentari e medicine, gli altri comparti registrano flessioni a doppia cifra, soprattutto per quanto riguarda i beni durevoli, mentre le immatricolazioni di auto sono crollate di circa il 50% rispetto allo stesso periodo del 2019. Una ripresa futura degli acquisti interni è possibile ma alla luce dell'impatto dell'emergenza sui redditi dei consumatori cinesi è probabile che sia lenta e graduale. La **produzione industriale** nei primi

due mesi dell'anno è invece calata del 13,5%, con forti cali soprattutto nella manifattura. Si segnala in particolare la flessione di oltre il 30% della produzione di autoveicoli. Gli investimenti fissi sono calati del 24,5%, mentre quelli nel settore immobiliare hanno registrato una flessione del 16,3%.

Sul fronte della politica economica, le autorità di politica monetaria e fiscale hanno dispiegato misure di supporto su larga scala. In particolare, la PBoC ha tagliato i tassi 1 e a 5 anni, che servono rispettivamente come riferimento per i tassi su prestiti e mutui, oltre ai requisiti sulle riserve nel settore bancario, in modo da liberare oltre 550 miliardi di yuan di liquidità. La Banca centrale è inoltre intervenuta direttamente per supportare le condizioni di liquidità sui mercati attraverso operazioni di pronti contro termine per oltre 1000 miliardi di yuan. Per quanto riguarda invece il lato fiscale, sono in programma maggiori emissioni di titoli di credito per supportare gli investimenti infrastrutturali, trasferimenti per favorire i consumi privati, allentamenti delle norme edilizie e misure di supporto per le piccole-medie imprese in modo da evitare che lo shock dell'epidemia sull'economia da transitorio diventi permanente e metta a rischio la ripresa futura.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus sui metalli: i timori di crescita globale affossano i metalli.

Rame. La pandemia in atto avrà conseguenze molto negative sulla domanda in Cina, il principale consumatore mondiale di rame. Anche negli altri paesi del mondo le misure di contenimento del contagio stanno deteriorando la domanda del metallo rosso contribuendo al ribasso in corso. I prezzi del rame hanno perso oltre il 20% dall'inizio dell'anno. Nonostante i numeri pessimi della Cina in termini di produzione industriale e investimenti, il gigante asiatico appare più avanti nel percorso di uscita dall'emergenza sanitaria, aspetto che dovrebbe favorire un inizio di ripresa. A rafforzare l'idea di recupero anche le prospettive di contrazione dell'offerta; molte società minerarie hanno bloccato la produzione delle loro miniere nella speranza che l'epidemia passi presto, bloccando anche molti programmi di esplorazione, col rischio di deficit di prodotto quando la domanda tornerà a salire. **Alluminio.** I prezzi dell'alluminio sono legati all'andamento del prezzo dell'energia, i costi

energetici rappresentano infatti i due terzi del totale dei costi di produzione. Ne consegue che un prezzo del petrolio schiacciato verso il basso per molto tempo si tradurrà in una diminuzione del prezzo dell'alluminio e non in una sovrapproduzione, visto che la domanda appare comunque piuttosto scarsa. Se si riuscirà a contenere l'epidemia, nel 2021 i prezzi dell'alluminio potrebbero salire di pari passo con la domanda di materiale; nel breve, e in particolare quest'anno, difficilmente vedremo un forte recupero visto lo scenario di recessione globale. **Zinco.** La diminuzione delle quotazioni dello zinco ha portato a un accumulo di scorte presenti nei magazzini, rimaste invendute a causa della diminuzione della domanda specialmente in Cina. Il gigante siderurgico cinese Baowu ha già previsto una contrazione della produzione del 5%, circa un milione di tonnellate d'acciaio nel 1° trimestre, proprio a causa del crollo delle commesse dovute al contagio. Stesso quadro per il gigante siderurgico cinese Jiangsu Shengang Group, che ha confermato un rallentamento nella produzione proprio a causa del crollo della domanda sul mercato interno. La risposta potrebbe essere quella di incentivare l'esportazione in modo da compensare il calo della domanda domestica e riuscire a mantenere un livello di produzione ottimale per sostenere i costi correlati. **Nickel.** Anche se la pandemia di coronavirus ha spinto il nickel a livelli che non si vedevano da mesi, a nostro avviso il prezzo del nickel non scenderà ai minimi di 7.500 dollari alla tonnellata toccati a inizio 2016. Tutti i metalli hanno subito questo scivolone e nemmeno il nickel ha potuto sottrarsi alla debolezza, visto che Pechino consuma il 60% di questo metallo, usato nell'industria siderurgica e sempre più spesso nella produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica: due settori industriali che temiamo però soffriranno particolarmente almeno quest'anno. Il prezzo dell'energia non spingerà la produzione con l'offerta di nickel che resterà limitata; l'Indonesia ha infatti anticipato a gennaio 2020 il divieto di esportazione di minerale di nickel. Questo fattore potrebbe favorire il recupero delle quotazioni rispetto ad altri metalli.

Performance di medio termine

	25.03.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	991,7	-19,2	-17,0	-21,8	-18,6
Rame (\$)	4.855,0	-21,9	-15,2	-23,3	-21,4
Alluminio (\$)	1.537,5	-15,2	-11,5	-18,6	-15,1
Zinco (\$)	1.820,5	-20,1	-21,2	-36,5	-20,1
Nickel (\$)	11.289,0	-21,3	-34,4	-13,7	-19,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale. I metalli scontano una pesante recessione economica nonostante la possibile ripresa cinese. L'emergenza sanitaria in corso ha accentuato il ribasso dei metalli. E' probabile che i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali subiscano un drastico peggioramento, in linea con le previsioni di decisa erosione dei consumi di materie prime a livello mondiale. Non escludiamo un'ulteriore diminuzione delle quotazioni di mercato di tutti i metalli, fino a nuovi

minimi nel 2° trimestre di quest'anno. Al contrario, prevediamo un moderato recupero dei prezzi a partire dal 3° trimestre, ma solo a patto che l'emergenza sanitaria rientri e vengano sospese le limitazioni a persone e merci in atto, sperando nell'efficacia degli stimoli monetari e fiscali messi in campo da tutti i principali paesi coinvolti. Crediamo però che i Metalli industriali possano recuperare dai minimi segnati ma senza particolari performance positive e mantenendo una forte volatilità.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 2° trim. 25.03.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	4.855,0	5.550	5.700	5.700	6.100	6.300
Alluminio (\$)	1.537,5	1.650	1.700	1.700	1.869	1.945
Zinco (\$)	1.820,5	1.897	2.000	2.000	2.250	2.163
Nickel (\$)	11.289,0	11.929	12.500	12.500	15.000	14.438

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

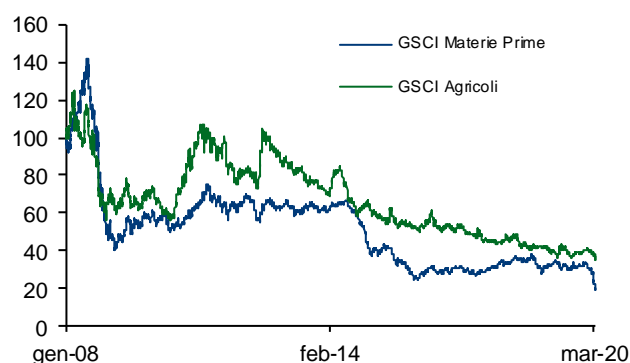
	Valore 2° trim. 25.03.20	3° trim. 2020	4° trim. 2020	Anno 2021	Anno 2022	
Rame (\$)	4.855,0	4.700	5.000	5.200	5.400	5.700
Alluminio (\$)	1.537,5	1.550	1.640	1.700	1.700	1.790
Zinco (\$)	1.820,5	1.750	1.850	1.950	2.000	2.100
Nickel (\$)	11.289,0	11.000	11.700	12.200	12.700	13.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: scontano il possibile calo dell'offerta a parità di domanda

Agricoli: l'emergenza coronavirus e la corsa agli approvvigionamenti hanno messo sotto pressione il sistema agricolo mondiale. Gli Agricoli hanno seguito il crollo di tutti gli altri comparti delle commodity, subendo anche il forte rincaro del dollaro, valuta in cui sono espresse. Crollo che però si è arrestato non appena si sono inasprite le norme di comportamento per le popolazioni dei Paesi colpiti dal Covid-19, volte a limitare contatti e spostamenti di persone e merci. L'emergenza ha inevitabilmente ridotto gli scambi commerciali, anche a causa della chiusura delle frontiere, accentuando le difficoltà nei trasporti: situazione che sta provocando il rialzo nelle quotazioni delle materie prime agricole a livello internazionale. Questo aspetto sta facendo riemergere una forte consapevolezza circa il valore strategico rappresentato dal cibo e dalla sua necessità di essere garantito e costantemente approvvigionato. Dal punto di vista degli investitori, gli Agricoli potrebbero diventare una asset class di possibile investimento speculativo, scommettendo appunto sul fatto che sia una contrazione della lavorazione dei terreni (per il blocco delle persone), sia una veloce erosione delle scorte, possano portare ad un deficit di offerta generalizzato. In un mondo scosso dall'emergenza sanitaria, che invece ha enormemente amplificato la richiesta di derrate alimentari, i prezzi di questi beni è probabile che subiscano un forte stress rialzista.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus cereali: l'emergenza sanitaria ha accentuato la pressione sui cereali nel breve termine. La pandemia mondiale di Covid-19 ha enormemente amplificato la pressione sui cereali, di pari passo con la corsa all'approvvigionamento di derrate alimentari in tutto il mondo. Non a caso, il prezzo del **grano** ha fatto registrare alla borsa merci di Chicago un balzo record, invertendo il trend ribassista in atto dall'inizio del contagio in Europa: si tratta del più grande incremento da maggio 2019. Il frumento (in tutte le sue forme) è il prodotto più presente nell'alimentazione nei Paesi occidentali e ha reagito all'aumento nella domanda mondiale di pasta e pane, a seguito dell'emergenza sanitaria. Oltre al grano anche il **riso** si è allineato all'andamento in atto sul mercato, registrando un forte incremento a Chicago. Per quanto riguarda l'Asia, i prezzi

del riso in Thailandia sono saliti al valore massimo dall'agosto 2013 e così è accaduto in tutti i Paesi asiatici: dal Vietnam al Bangladesh, dove la maggior fonte di proteine arriva proprio dal riso. La pressione della domanda ha subito messo in difficoltà il sistema, nonostante il tentativo di incrementare e rendere disponibile l'export indiano sul mercato. Stesso discorso per la **soia** che, sull'onda della crisi sanitaria, aveva azzerato i guadagni relativi alla firma dell'accordo Fase 1, che prevedeva ingenti acquisti cinesi. Il crollo del prezzo si è interrotto quando la forte pressione in acquisto sulle derrate alimentari ha iniziato a far riflettere, soprattutto i contadini americani, sulle scelte di semina. Se, fino a qualche settimana fa, l'accordo Fase 1 con la Cina avrebbe garantito una vendita certa del seminato e un guadagno altrettanto certo, la scossa data dal Covid-19 sta spingendo i *farmer* USA ad altre scelte, più legate all'alimentazione umana (mais e cereali), per far fronte alle richieste interne. Questo ha messo sotto pressione il mercato della soia che vede, da un lato, il mercato cinese richiedere il prodotto e, dall'altro, il suo storico fornitore decidere di fare scelte diverse, anche in virtù della forza lavoro disponibile e non malata, col rischio di erosione delle scorte ed ulteriore inasprimento dei prezzi. Infine, il **mais**, con la diminuzione di viaggi e spostamenti, vedrà inevitabilmente ridursi la domanda di biocarburanti: un aspetto marginale, in un mondo in cui i problemi appaiono essere il surplus di petrolio e le sue quotazioni bassissime. Di riflesso, il mais potrebbe risultare penalizzato nelle scelte di coltura, con la probabile conseguenza di un rialzo delle quotazioni sulle stime di futuro calo dell'offerta.

Performance di lungo termine

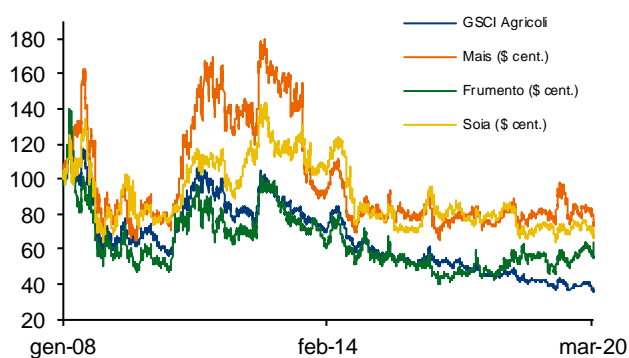
	Valore 25.03.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	1.598,7	-38,3	-38,9	-48,3
GSCI Agricoli	323,5	-7,0	-16,6	-34,6
Mais (\$ cent)	348,5	-10,1	-6,8	-10,9
Frumento (\$ cent.)	580,0	3,8	27,7	16,2
Soia (\$ cent)	881,5	-6,5	-14,0	-9,5
Cotone (\$ cent)	53,4	-22,6	-34,7	-15,3
Cacao	2.248,0	-11,5	-14,0	-19,3
Zucchero	11,4	-15,0	-9,2	-8,9
Caffè (arabica)	130,0	0,2	10,9	-7,1
Caffè (robusta)	1.246,0	-8,0	-28,4	-30,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di marzo: revisioni marginali per i fondamentali di frumento e mais, più significative per riso e soia Nel rapporto WASDE World Agricultural Supply and Demand Estimates) pubblicato il 10 marzo, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relative alla stagione 2019/20, con modifiche sostanzialmente marginali per frumento e mais e più significative per riso e soia. Nello specifico si riportano una revisione verso l'alto delle stime di

produzione (di 0,5 mt a 764 mt) e di consumo (di 0,8 mt a 755 mt) di **frumento** e una limatura di quelle relative alle scorte (di 0,9 mt a 287 mt), che sono però attese in crescita di oltre il 3% su base annua. Per quanto riguarda invece il **mais** sono state riviste verso l'alto le stime di produzione (di 0,4 mt a 1.112,01 mt) mentre sono rimaste sostanzialmente invariate quelle di consumo. Le scorte finali sono state quindi riviste verso l'alto di 0,5 mt a 297 mt ma dovrebbero comunque risultare in calo di oltre il 7% rispetto alla stagione precedente. Revisione al rialzo invece per l'offerta di **riso** nel 2019/20 (di 3,1 mt a 499 mt) prevalentemente per attese di una maggiore produzione in India, a fronte però di stime per minori esportazioni imputabili al rallentamento del commercio con l'Africa e minori consumi (di 0,8 mt a 492 mt). Sono state quindi riviste al rialzo le scorte finali (di 4,2 mt a 182 mt, +4% a/a), principalmente per la crescita di quelle indiane. Per quanto riguarda invece la **soia** sono state riviste al rialzo le previsioni di offerta (di 2,4 mt a 341,8 mt) grazie ad attese di maggiori raccolti in Argentina e Brasile, a fronte di una limatura delle stime di consumo (1,0 mt a 350 mt), che si riflette in un incremento delle scorte finali (di 3,6 mt a 102,4 mt): queste ultime risultano comunque in calo di oltre l'8% rispetto alla stagione precedente.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	25.03.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	323,5	-6,1	-6,1	-6,1	-7,0
Mais (\$ cent.)	348,5	-10,3	-6,4	-7,6	-10,1
Frumento (\$ cent.)	580,0	5,6	19,8	23,6	3,8
Soia (\$ cent.)	881,5	-6,0	-0,8	-2,1	-6,5
Cotone (\$)	53,4	-22,2	-9,7	-31,4	-22,6
Cacao	2.248,0	-8,0	-9,0	1,4	-11,5
Zucchero	11,4	-14,7	-3,3	-8,6	-15,0
Caffè (arabica)	130,0	0,4	28,7	37,9	0,2
Caffè (robusta)	1.246,0	-6,0	-4,8	-15,8	-8,0

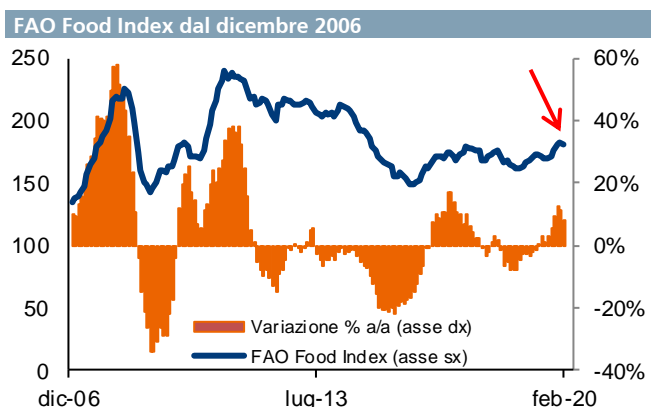
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prezzi delle materie prime alimentari in calo a febbraio per la prima volta in quattro mesi. Nel mese di febbraio i prezzi delle materie prime alimentari rilevati dall'indice FAO sono risultati in calo dell'1% (primo mese di flessione dopo quattro

mesi consecutivi di rialzo) frenati dalla discesa dei listini di oli vegetali, cereali e carni, a fronte dei rialzi registrati dallo zucchero e dai prodotti lattiero-caseari. I prezzi dei cereali hanno subito il calo dei corsi di mais e frumento, che hanno risentito di mercati ancora ben forniti a fronte di prospettive per una minore domanda a causa dell'epidemia di Covid-19. In crescita invece le quotazioni del riso per il 2° mese di fila, sull'onda di minori volumi disponibili per l'esportazione. Anche i prezzi degli oli vegetali, in particolare quello di palma, hanno risentito delle stime di ridimensionamento della domanda imputabili al coronavirus e hanno interrotto il trend di rialzo in atto dalla seconda metà dello scorso anno, che ne aveva portato le quotazioni ai massimi da tre anni. In crescita per il 4° mese consecutivo invece i prezzi dei prodotti lattiero-caseari prevalentemente a causa della minore offerta australiana, che dovrebbe aver risentito dei roghi che hanno caratterizzato l'estate. In calo per il secondo mese di fila le quotazioni delle carni, per effetto della minore domanda cinese. Infine, i corsi dello zucchero sono saliti per il quinto mese consecutivo, spinti da previsioni per una minore produzione in Asia e da una domanda ancora robusta; a limitare i rialzi resta la debolezza del real brasiliano.

FAO: pubblicate le prime stime per il 2020, mercato ancora ben fornito. Nel rapporto pubblicato il 5 marzo sui

fondamentali di mercato per i cereali, la FAO ha confermato le previsioni per un mercato ancora ben fornito e ha rilasciato le prime stime sui raccolti nel 2020. Nella stagione in corso la produzione di frumento dovrebbe attestarsi sui livelli toccati nel 2019 (763 milioni di tonnellate, mt) con i minori raccolti in Unione Europea, Ucraina e Stati Uniti che dovrebbero essere compensati da maggiori rendimenti in Australia, Canada, India e Russia. Anche per quanto riguarda il mais la produzione dovrebbe confermarsi sui livelli record del 2019, grazie all'incremento delle aree coltivate brasiliane e a condizioni metereologiche più favorevoli in Sudafrica. I consumi di frumento sono invece previsti in crescita di 1,6% rispetto alla stagione precedente, a 762 mt, mentre quelli di granaglie dovrebbero salire di circa l'1% prevalentemente ad uso di mangime. Anche gli utilizzi di riso dovrebbero crescere nel 2020 (+1,0% a/a), toccando nuovi record. L'annata 2020 dovrebbe concludersi con scorte di frumento in crescita di circa l'1%: la ricostituzione dei magazzini in Unione Europea, Cina e India dovrebbe infatti più che compensare le flessioni statunitensi, russe e australiane. Secondo le stime FAO sono invece attese in calo le scorte di mais, mentre dovrebbero restare invariate rispetto alla stagione precedente quelle di riso.

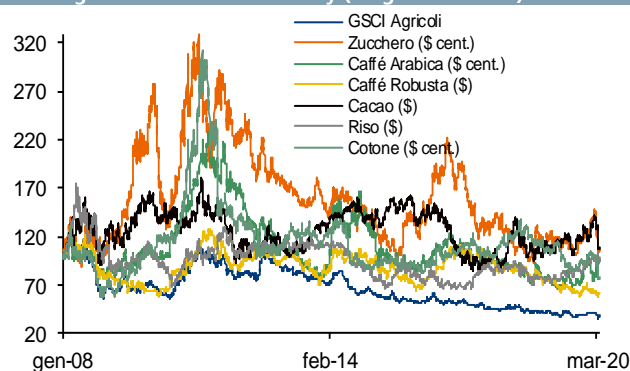


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo grafico non aggiornato

Focus soft commodity. dopo il crollo iniziale, in linea con le altre materie prime, si affacciano altre considerazioni. I prezzi delle principali *soft commodity* sono scesi molto in questi giorni per paura del coronavirus e degli effetti che potrà avere sulla crescita dell'economia globale. La recessione è probabile che possa provocare una frenata nelle produzioni molti prodotti alimentari complessi, che coinvolgeranno anche le materie prime coloniali. A soffrire saranno soprattutto i Paesi emergenti, fortemente dipendenti da questi prodotti. Il **cotone** appare il più penalizzato: la sua natura di fibra nobile (inadatta alla prospettiva di crisi economica e di riduzione dei consumi) ed il costo enormemente ribassato del petrolio (nylon) rischiano di penalizzare il comparto dal lato della domanda. L'emergenza sanitaria difficilmente inciderà invece sull'ipotetica assenza di forza lavoro e quindi di offerta, visto il lassismo sanitario attuato dalla maggioranza dei Paesi emergenti. Durante le scorse settimane di estrema avversione al rischio, anche il **cacao** ha subito un forte ribasso. L'avanzare della pandemia, che ha interessato solo marginalmente l'Africa, non sta per ora mettendo in dubbio i livelli produttivi di Ghana e Costa d'Avorio. I prezzi del cacao beneficeranno in parte del deficit previsto nel bilancio 2019/20 e della politica del Living Income Differential, che impone di concludere ad un minimo di 400 dollari per tonnellata ogni contratto per la vendita del raccolto di cacao nel 2020/21 prodotto dai due Paesi. Più difficile valutare invece quanto la domanda di cacao ci metterà a ritornare ai livelli pre-emergenza sanitaria. La forte domanda di alimenti infatti si sta concentrando su beni di più largo consumo e il cacao non appare fra questi, almeno inizialmente. Lo **zucchero** ha seguito la forte discesa delle *soft commodity*, in un ribasso del tutto distaccato dai fondamentali specifici. La Thailandia, ovvero il secondo esportatore mondiale di zucchero dopo il Brasile, ha vissuto una forte siccità, la peggiore degli ultimi decenni. Le preoccupazioni per la produzione in Thailandia pongono dubbi sull'offerta di zucchero, spingendo ancora più in alto le stime per il deficit di offerta. Questo fattore, unito al fatto che Petrobras, la società petrolifera brasiliana, ha largamente ridotto la richiesta di zucchero per etanolo (ovviamente alla luce del crollo delle quotazioni petrolifere) conferma che un rimbalzo fisiologico delle quotazioni è possibile. Le scarse forniture globali e i

problemi di trasporto dovuti all'emergenza sanitaria mantengono i prezzi del **caffè** in crescita. Il caffè è stato uno dei pochi prodotti a mostrarsi immune al crollo delle commodity a seguito del coronavirus. Lo scenario dominante nell'industria del caffè è che, in questo momento, le forniture rimangono limitate mentre i grossisti sono a corto di chicchi, avendo difficoltà a garantirsi nuove forniture. La Colombia è nel pieno della stagione di crescita, mentre in Brasile l'ultimo raccolto non è ancora stato completato, avendo subito più di un rallentamento proprio a causa delle limitazioni sanitarie legate al Covid-19. Pertanto, l'elevata domanda di caffè resta ancora inevasa e questo sta neutralizzando gli effetti negativi della pandemia, esercitando una forte pressione rialzista sui prezzi del caffè.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: Moderatamente Positivo. Il forte ribasso delle commodity agricole ci costringe ad un generale abbassamento di tutti i livelli target. Di fondo, però, sulla scena si stanno affacciando una serie di considerazioni non più soltanto legate al crollo della domanda globale, dovuto alla crisi economica in arrivo. Inizia a concretizzarsi infatti il rischio che la scarsità di offerta e la forte richiesta di derrate alimentari, dovuta allo stato emergenziale, possano accentuare la pressione sui prezzi degli Agricoli. Per queste ragioni, l'outlook viene confermato Moderatamente Positivo. Nel medio-lungo periodo i prezzi dei cereali potrebbero accentuare i rialzi qualora le difficoltà di trasporto, i mancati approvvigionamenti e la corsa allo stoccaggio di alimentari da parte delle popolazioni occidentali, mettano eccessivamente sotto pressione l'intera filiera alimentare. Le *soft commodity* godevano di fondamentali positivi già prima dell'emergenza sanitaria; se si esclude l'iniziale ribasso dovuto al crollo generalizzato delle materie prime, resta valida l'idea che esse possano candidarsi come valide alternative di investimento nella rotazione di portafoglio degli operatori.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	348,5	363,5	372,5	372,5	415,0	444,8
Frumento (\$ cent.)	580,0	515,0	515,0	515,0	491,5	515,0
Soia (\$ cent.)	881,5	900,0	915,0	915,0	935,0	955,0
Cotone (\$)	53,4	64,0	64,0	64,0	68,0	65,0
Cacao	2.248,0	2.500	2.550	2.550	2.600	2.561
Zucchero	11,4	12,4	12,7	12,7	13,9	14,0
Caffè (arabica)	130,0	115,0	115,0	115,0	120,0	117,5
Caffè (robusta)	1.246,0	1.200	1.250	1.250	1.360	1.400

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	25.03.20	2020	2020	2020	2021	2022
Mais (\$ cent.)	348,5	350	360	380	440	470
Frumento (\$ cent.)	580,0	510	510	500	510	515
Soia (\$ cent.)	881,5	860	860	870	925	975
Cotone (\$)	53,4	55	58	60	62	64
Cacao	2.248,0	2.200	2.400	2.600	2.600	2.600
Zucchero	11,4	10,0	10,4	10,8	11,5	12,0
Caffè (arabica)	130,0	105	107	110	120	125
Caffè (robusta)	1.246,0	1.200	1.250	1.300	1.360	1.400

Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 27.02.2020.

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

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Certificazione degli analisti

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi