

Commodity: un 2019 di dubbi sulla crescita economica

Energia: Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale. Si confermano i dubbi sulle materie prime, che restano deboli a causa dei timori di un rallentamento della crescita globale. Dopo il varo del taglio da 1,2 milioni di barili giornalieri, se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di rispetto delle assegnazioni si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi. Tuttavia, non mancano i fattori di rischio al ribasso: le stime sulla domanda globale iniziano a subire un processo di revisione ribassista, di pari passo col rallentamento della crescita globale, in parte causato proprio dalle tensioni commerciali. Il mercato tenderà a concentrarsi sulla domanda di petrolio, che rischia di essere il tema chiave per il 2019. In conclusione, seppur con un certo grado di prudenza, cambiamo il nostro Outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 65,7 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 72,1 dollari al barile (da 80 e 72,5) per il 2019.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo. I Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Il recupero delle quotazioni rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione dovuto al rincaro del petrolio e dalle tensioni sui mercati. Il tema inflazione resta molto marginale, visto il mancato rialzo delle quotazioni petrolifere dopo il taglio OPEC (più la Russia) di 1,2 milioni di barili giornalieri deciso il 6 dicembre scorso. Rimane invece il tema dell'incremento delle tensioni sui mercati finanziari in un contesto di rischio elevato per le Banche centrali che stanno, forse con eccessivo anticipo, irrigidendo le proprie politiche monetarie, togliendo liquidità ai mercati finanziari e alimentando di conseguenza l'avversione al rischio. Questo quadro potrebbe supportare ulteriormente le quotazioni dei Preziosi nel 2019.

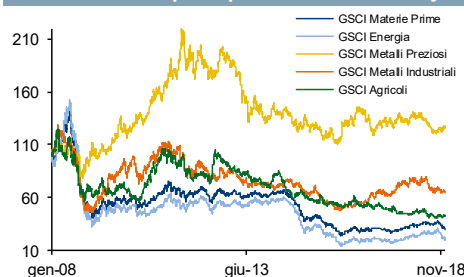
Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo basato sui fondamentali migliori nel 2019. Confermiamo il nostro moderato ottimismo sugli Industriali, incentrato sull'idea di un superamento delle tensioni economiche e politiche nei Paesi sviluppati e in quelli Emergenti. Se il dollaro dovesse mantenersi vicino all'attuale intervallo di cambio, visto il nuovo approccio della Fed – più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro – pensiamo possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel 2019. Il comparto dei Metalli Industriali mostra quindi fondamentali piuttosto solidi, che ci lasciano ben sperare in un recupero il prossimo anno.

Agricoli: confermiamo l'Outlook Neutrale. In linea con il resto delle materie prime, ci attendiamo una riduzione dei rischi politici e commerciali, con la speranza che gli operatori tornino a concentrarsi sui fondamentali. Per l'anno prossimo presumiamo che i prezzi dei cereali possano essere influenzati soprattutto dai rischi meteorologici. Rinforziamo pertanto l'Outlook Neutrale, visto il consolidamento dei prezzi in atto. Resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2019 i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018: fa eccezione la soia che dovrebbe restare ancora sotto pressione, visto l'impatto dell'interruzione dei flussi commerciali agricoli fra Stati Uniti e Cina.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	19.12.18	01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.309,3	-9,7	-3,0	-52,5
GSCI Energia	411,6	-11,0	-3,2	-63,7
GSCI Met. Preziosi	1.485,9	-5,8	6,9	-2,6
GSCI Met. Industriali	1.211,2	-16,4	6,0	-10,7
GSCI Prod. Agricoli	358,3	-5,6	-16,1	-42,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 19.12.2018

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

20 dicembre 2018

14:20 CET

Data e ora di produzione

20 dicembre 2018

14:26 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

Outlook Settoriale*

	Dic.	Nov.
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: Thomson Reuters-Datastream

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	-21,9	12,47
Brent	-14,4	17,69
Gas Naturale	26,2	-20,70
Gasolio	-10,2	19,81
Oro	-4,1	13,28
Argento	-13,5	7,35
Rame	-17,0	30,92
Alluminio	-15,0	33,96
Zinco	-22,0	30,49
Nickel	-14,2	27,35
Mais	8,8	-0,36
Frumento	22,4	4,66
Soia	-5,4	-4,49
Cacao	22,5	-11,01
Zucchero	-17,7	-22,30
Caffè	-20,1	-7,92
Cotone	-2,4	11,30

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 19.12.2018

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 19.12.2018 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: taglio inadeguato e rallentamento della domanda i temi sul petrolio

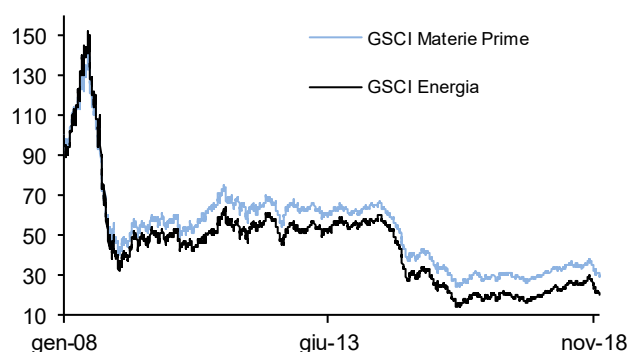
Commodity: si chiude un 2018 all'insegna della guerra commerciale mentre si addensano le nubi sul 2019, dovute al rallentamento del ciclo mondiale. In questo 2018 che si avvia a concludersi, la maggior parte delle materie prime ha scontato una performance negativa, dovuta agli effetti depressivi generati dalle deboli prospettive economiche globali. Nello specifico, le tensioni commerciali hanno avuto un impatto estremamente negativo sul *sentiment* di mercato sia dal lato dei consumi che dal lato industriale e degli investimenti. Si è così prodotto un circolo nefasto per le commodity, che rischia di deprimerne la domanda e di ridurre gli investimenti in impianti e strutture produttive a causa dell'incertezza, finendo così per rendere deficitaria anche l'offerta futura. Il tutto in uno scenario in cui i timori di riduzione della domanda globale di materie prime non sono più solo frutto dell'incertezza ma rischiano di essere la conseguenza di un vero e proprio rallentamento del ciclo economico globale. Il nostro outlook 2019 sulle materie prime non è però così negativo. A nostro avviso, il rallentamento della crescita economica sarà soltanto marginale rispetto ai ritmi del 2018, sia a livello globale che nella principale economia utilizzatrice di risorse di base: la Cina. Viste le ultime dichiarazioni in uscita dalle Banche centrali, siamo portati a ritenere che la liquidità globale si confermerà su livelli sufficienti. Sintomatica la recente dichiarazione della Federal Reserve, che probabilmente sarà più cauta (rispetto all'atteso) nell'inasprire il costo del denaro nel corso del 2019, scongiurando così l'eccessivo apprezzamento del dollaro americano: un fattore che risulta sempre negativo per le materie prime. Parallelamente, la maggior parte dei Governi continuerà a sostenere le economie attuando politiche fiscali accomodanti. Proprio in Cina, le misure di stimolo varate nel 2018, per diversi punti di PIL, sortiranno i loro effetti verso la metà del 2019. Confermiamo pertanto l'idea che, quando il mercato tornerà a focalizzarsi solo sui fondamentali specifici di domanda e offerta, le quotazioni di molte commodity avranno spazio per recuperare parte delle perdite subite. Uno scenario caratterizzato da crescita globale concreta, inflazione bassa, dollaro USA più debole e mercati emergenti solidi alimenterebbe il rialzo delle commodity.

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.309,3	-9,7	-3,0	-52,5
GSCI Energia	411,6	-11,0	-3,2	-63,7
WTI (\$)	47,2	-21,9	-9,6	-52,5
Brent (\$)	57,2	-14,4	3,4	-48,8
Gas Naturale (\$)	3,7	26,2	14,2	-15,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: il taglio di 1,2 milioni di barili giornalieri non accontenta i mercati. I Paesi OPEC e gli alleati non-OPEC (la cosiddetta OPEC+) sono riusciti a giungere ad un compromesso sui tagli produttivi per proteggere l'equilibrio di mercato il prossimo anno. Nell'immediato, l'accordo aveva consentito un buon recupero dei prezzi, in parte ridimensionatosi nel corso delle sedute successive. Il taglio di 1,2 milioni di barili al giorno (0,8 in capo all'OPEC e 0,4 assegnati ai Paesi non-OPEC), varato da OPEC e Russia, non è parso infatti sufficiente a giudizio del mercato. Si è cioè disatteso l'annuncio di un credibile e significativo taglio che avrebbe alimentato l'ottimismo sui mercati finanziari. A nostro avviso, considerando un livello di produzione dell'OPEC di 32,9 mb/g a ottobre, il taglio più appropriato sarebbe stato di circa 1,4 mb/g, livello necessario a mantenere il mercato bilanciato nel 2019. I tagli entreranno in vigore il 1° gennaio 2019 e resteranno in essere per 6 mesi. Già ad aprile i membri OPEC+ si incontreranno per rivalutare la situazione. La struttura dell'accordo prevede quindi una finestra di breve respiro che si spiega con l'elevata incertezza sulle dinamiche di domanda ed offerta, in una fase di rallentamento del ciclo mondiale. Anche questa incertezza in seno all'OPEC+ ha forse contribuito alla volatilità che stiamo osservando sul petrolio in questo finale di 2018. Gli investitori restano cauti circa l'outlook per i prossimi mesi: il nodo resta l'efficacia dei tagli alla produzione, ovvero se saranno in grado di portare equilibrio tra domanda e offerta sul mercato petrolifero.

Petrolio: il surplus produttivo e i prezzi di break-even. Ribadiamo ancora come la risalita dei prezzi di Brent e WTI, in verità, appaia gradita sia ai sauditi, che ai russi, che agli stessi americani. Le ultime stime di *break-even* del prezzo del petrolio collocano i giacimenti di *shale-oil* statunitensi a un valore medio minimo di estrazione fra i 55 e i 65 dollari; è evidente che, ai livelli attuali, tutta l'industria dello *shale* americana è in sofferenza. Concetto simile per sauditi e russi. L'Arabia Saudita, in particolare, ha un prezzo di *break-even* stimato dall'ultimo report del Fondo Monetario Internazionale in discesa a 83,4 dollari dagli 83,7 del 2017. Le proiezioni del

2019 indicano un ulteriore calo a 73,3. Appare evidente che l'inefficienza dei tagli e il ribasso in atto delle quotazioni petrolifere sono un quadro che va contro la stabilità dei prezzi (condizione necessaria per attrarre capitali stranieri e finanziare gli investimenti energetici) tanto ricercata dai sauditi. Discorso analogo per la Russia, il cui prezzo di *break-even* (fonte: Bloomberg) è stimato fra i 50 e i 55 dollari al barile, ma nel budget fiscale russo è imputato a soli 40 dollari al barile, cioè ancora al di sotto dei livelli attuali. Questo aspetto consente alla Russia un margine discreto di guadagno che si è tradotto politicamente, in sede di decisione OPEC+, nella riottosità ad accettare un taglio produttivo maggiore di quello varato il 6 dicembre. Inoltre, le dinamiche valutarie hanno smussato l'effetto del ribasso delle quotazioni, col Brent che, espresso in rubli, è tornato a malapena sui livelli del 1° trimestre 2018. Di fondo, Stati Uniti, Arabia Saudita e Russia restano ai massimi della loro produzione petrolifera: questo, inevitabilmente, alimenta il surplus di offerta, in una fase in cui la domanda di petrolio appare meno solida a causa del rallentamento del ciclo economico mondiale.

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

	Valore 2000-2014	Media 2015	Media 2016	Media 2017	Stime 2018	Stime 2019
Algeria	102,1	106,8	102,5	89,8	105,1	98,6
Bahrain	71,2	118,7	105,7	112,6	110,4	108,1
Iran	56,8	43,0	58,4	64,8	98,6	95,4
Iraq	87,9	59,1	46,3	42,1	56,0	60,2
Kuwait	43,2	47,7	43,0	43,6	47,4	47,4
Libia	61,8	199,9	244,5	102,8	106,9	114,4
Oman	59,1	101,9	101,1	89,0	79,2	70,4
Qatar	43,9	52,4	53,5	49,1	47,4	44,0
Arabia Saudita	75,6	94,2	96,4	83,7	83,4	73,3
Emirati Arabi	46,4	64,7	51,1	60,7	69,5	67,4
Yemen	179,1	305,0	364,0	125,0	-	-

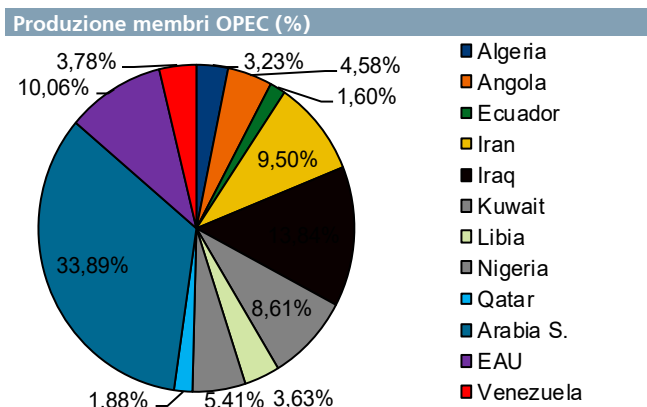
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, novembre 2018, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: eccesso di offerta nel 2018-19 nonostante il taglio della produzione OPEC. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di dicembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha rivisto le proprie stime di domanda e di offerta per il 2018-19 alla luce della recente decisione, da parte dell'OPEC, di tagliare la produzione il prossimo anno. Per il momento però l'EIA prevede un mercato in surplus di 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018; a novembre si attendeva un mercato pressoché in equilibrio. L'offerta dovrebbe rimanere superiore alla domanda anche nel 2019 di circa 0,2 mb/g, comunque in calo rispetto ai 0,6 mb/g stimati a novembre. Ancora una volta, la maggiore produzione è imputabile ai Paesi non-OPEC, a fronte di un taglio per quanto riguarda le estrazioni nei Paesi appartenenti all'OPEC. Sul fronte dell'offerta, infatti, quella dei Paesi non appartenenti all'Organizzazione dovrebbe salire di 2,5 mb/g a/a (a 61,2 mb/g) nel 2018 e di 2,3 mb/g a/a nel 2019, toccando quota 63,5 mb/g nel 2020. Entrambe le stime sono state riviste al rialzo rispetto a novembre, quando si prevedeva una produzione a 61,0 mb/g nel 2018 e a 63,4 mb/g nel 2019. Le estrazioni statunitensi, dopo una media di

9,4 mb/g nel 2017, dovrebbero aggirarsi intorno a 10,9 mb/g nel 2018 (stima invariata da novembre) fino a raggiungere il record di 12,1 mb/g nel 2019 (in linea con le previsioni di novembre). Per quanto riguarda invece le estrazioni nei Paesi OPEC, si prevede un calo a di 0,1 mb/g a/a nel 2018 a 32,6 mb/g, stima rivista al rialzo dai 32,5 mb/g di novembre. La produzione dovrebbe calare ulteriormente di 0,3 mb/g a/a a 31,8 mb/g l'anno seguente. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe flettere da 2,1 mb/g del 2017 a 1,5 mb/g nel corso del 2018 (stima corretta al ribasso di un decimo da novembre) per poi rimanere stabile nel 2019 (rivisto al rialzo da 1,2 mb/g del mese precedente). Sul fronte della domanda invece si prevede un aumento dei consumi a 100,1 mb/g nel 2018 dai 98,6 mb/g del 2017, in linea con le stime di novembre. Per quanto riguarda invece il 2019 la domanda dovrebbe crescere a 101,6 mb/g, al rialzo di un decimo dalle previsioni del mese scorso. L'EIA rivede inoltre al ribasso le proprie stime per il prezzo del greggio. Nel 2018 il Brent dovrebbe aggirarsi intorno a 71,40 dollari al barile (USD/b), in calo rispetto ai 73,12 USD/b previsti a novembre, prima di scendere ulteriormente a 61,00 USD/b nel 2019, anch'esso al ribasso da 71,92 USD/b della stima precedente. Nel complesso lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno ad un valore medio di 6,2 USD/b nel 2018 per poi allargarsi a 6,8 USD/b l'anno seguente.

OPEC: i Paesi produttori dovrebbero tagliare la produzione più di quanto concordato per avere un mercato in equilibrio. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di dicembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato le stime per i fondamentali di domanda e offerta e prevede un'offerta in crescita a tassi superiore a quelli della domanda. Le stime di domanda globale per il 2018 restano, invariate da tre mesi, in crescita di 1,5 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto al 2017 a 98,8 mb/g, e in ulteriore aumento di 1,3 mb/g nel 2019 fino a toccare quota 100,1 mb/g, come a novembre. L'offerta di greggio da parte dei Paesi non-OPEC è prevista in crescita a 60,0 mb/g nel 2018 (+2,5 mb/g a/a), in rialzo da 59,9 md/g di novembre. Prevista ulteriormente in espansione anche la produzione per il 2019, di 2,2 mb/g a/a, a 62,2 mb/g (in marginale rialzo da 62,1 mb/g delle stime precedenti). Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una correzione della produzione nei Paesi OPEC di 1,1 mb/g a/a nel 2018 e 1,0 mb/g a/a nel 2019, in modo da raggiungere un'offerta di greggio intorno a 32,4 mb/g nel 2018 (al ribasso da 32,6 mb/g precedente) e 31,4 mb/g l'anno successivo (anch'esso al ribasso da 31,5 mb/g di novembre). Secondo fonti secondarie, la produzione cumulata media del Cartello dovrebbe essere pressoché invariata nel mese di novembre a 32,97 mb/g da 32,98 mb/g di ottobre; si calcola che, per avere un mercato del greggio in equilibrio il prossimo anno, l'Organizzazione dovrebbe effettuare un taglio medio della produzione di 1,6 mb/g nel 2019 rispetto ai livelli di ottobre, ben al di sopra dei 0,8 mb/d concordati all'ultima riunione. Sul fronte delle scorte, quelle dei Paesi OCSE sono cresciute ad ottobre a 2.838 mb, 41 mb in meno rispetto al

2017 ma di 22,5 mb al di sopra della media a cinque anni. In termini di copertura futura, le scorte commerciali OCSE sono aumentate di 0,5 giorni (a 60,0 giorni), 1,0 giorni in meno rispetto allo scorso anno e 1,2 giorni in meno della media quinquennale.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.11.2018

IEA: confermato lo scenario di offerta in crescita più della domanda. Nell'Oil Market Report (OMR) di dicembre l'IEA (International Energy Agency) ha nel complesso confermato il quadro emerso il mese precedente di significativo aumento dell'offerta, soprattutto da parte dei Paesi non-OPEC, a fronte di una domanda sostanzialmente stabile. Come nel rapporto di novembre, le stime di consumo sono state infatti riviste solo marginalmente: nel 2018 la domanda globale di greggio è attesa intorno a 99,2 milioni di barili al giorno (mb/g), da 99,3 mb/g precedenti, in crescita di 1,3 mb/d a/a rispetto al 2017. La domanda dovrebbe crescere di 1,4 mb/g a/a nel 2019 raggiungendo i 100,6 mb/g, in linea con la stima di novembre. Sul fronte dell'offerta, la produzione nei Paesi non appartenenti all'OPEC è prevista a 60,4 mb/g nel 2018 (+2,4 mb/g a/a, rivista al rialzo da 60,3 mb/g di novembre) e a 61,9 mb/g nel 2019 (+1,5 mb/g a/a, al di sotto dei 62,3 mb/g di novembre ma in linea con le previsioni di ottobre). Si conferma dunque una produzione non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda nel 2018, mentre dovrebbe riavvicinarsi all'equilibrio l'anno prossimo. Per bilanciare il mercato, secondo le stime EIA, sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC a 31,9 mb/g nel 2018 e a 31,6 mb/g nel 2019 (entrambe le stime rimaste invariate rispetto ad ottobre). A novembre le estrazioni nei Paesi appartenenti all'OPEC sono salite di 0,1 mb/g a/a a 33,03 mb/g, a fronte di livelli particolarmente elevati in Arabia Saudita e negli Emirati Arabi Uniti. Secondo stime IEA, ad ottobre la produzione OPEC è stata superiore di 1,4 mb/g rispetto alla "call on OPEC crude" per il 2019; l'IEA ritiene quindi che, per riequilibrare i fondamentali di domanda e offerta, l'OPEC dovrebbe tagliare la produzione in maniera più significativa rispetto a quanto deciso all'ultima riunione di Vienna. Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono salite, per il quarto mese di fila, a 2872 mb, tornando al di sopra della propria media a cinque anni per la prima volta da marzo. Infine, per quanto riguarda

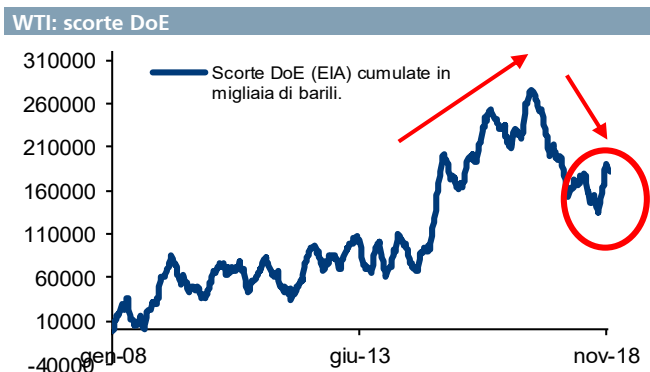
gli Stati Uniti, l'IEA segnala come da inizio anno il Paese abbia fatto registrare importazioni nette pari a 3,1 mb/g (nel 2008 erano 11,1 mb/g), grazie all'aumento della produzione *shale*.

Performance di medio termine

	19.12.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	411,6	-25,3	-13,9	-6,2	-11,0
WTI (\$)	47,2	-33,3	-28,7	-18,7	-21,9
Gas Naturale (\$)	3,7	25,2	25,7	41,3	26,2
Gasolio (\$)	538,8	-21,7	-16,8	-6,4	-10,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA. Le scorte API sono uscite la sera del 18 dicembre in rialzo 3,5 milioni di barili, rispetto ai -10,18 milioni della precedente settimana. In calo anche le scorte settimanali EIA in USA del 19 dicembre: la contrazione degli stock è risultata pari 497 mila barili rispetto alla flessione di oltre 2,8 milioni di barili attesa dal consenso. Le quotazioni petrolifere restano comunque sotto pressione: il taglio di 1,2 milioni di barili varato dall'OPEC più la Russia non pare infatti aver soddisfatto il mercato. Gli investitori restano cauti circa l'Outlook per i prossimi mesi: il nodo resta l'efficacia dei tagli alla produzione volta a ridurre il surplus di offerta sul mercato petrolifero.

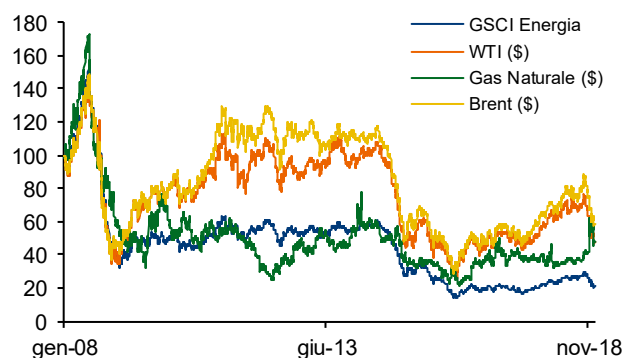


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Gas naturale: consolidamento sotto i massimi, viste le temperature invernali. Il gas naturale sta registrando un consolidamento al di sotto dei massimi annuali posti in area 4,80. La dinamica di prezzo riflette però ancora i fondamentali rialzisti, legati al deficit di offerta in essere. Gli operatori attendono di avere più chiaro quale sia il quadro meteorologico previsto in Europa e negli Stati Uniti nel corso delle prossime settimane, prima di rilanciare una nuova azione rialzista sul metano. Per il gas prevediamo prezzi ancora alti in Europa e negli Stati Uniti, a causa del picco stagionale della domanda, a fronte di un mercato di LNG (il gas naturale liquefatto) in tensione e di una minore flessibilità, soprattutto in Europa. Circa i fondamentali di medio-lungo termine, tiene banco il tema del forte aumento della domanda di gas naturale in tutto il mondo; in questa fase l'Europa appare in difficoltà, visto che il grande sito di estrazione a Groningen, in Olanda, è scosso costantemente da micro-terremoti. Fonti

alternative di reperimento di gas naturale, per tutta l'Unione, dovranno essere necessariamente di origine nordamericana, visto il picco massimo di sfruttamento del comparto *shale-gas*. Un quadro che, nei suoi fondamentali di ampio respiro, dovrebbe essere ancora di sostegno ai derivati finanziari europei del metano.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale. Si confermano i dubbi sulle materie prime, che restano deboli a causa dei timori di un rallentamento della crescita globale. Dopo il varo del taglio da 1,2 milioni di barili giornalieri, se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di rispetto delle assegnazioni si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi. Tuttavia, non mancano i fattori di rischio al ribasso: le stime sulla domanda globale iniziano a subire un processo di revisione verso il basso, di pari passo col rallentamento della crescita globale, in parte causato proprio dalle tensioni commerciali. Va aggiunto inoltre che la crescita dell'offerta non-OPEC potrebbe superare le stime, già ottimistiche: il riferimento è ovviamente alla mole di *shale-oil* prodotto dagli Stati Uniti, ma anche alla produzione record in Russia. Difficilmente i casi Venezuela e Iran, i cui cali produttivi hanno favorito il rialzo del petrolio, potranno dare sostegno ai prezzi anche nel 2019. Il mercato ha ampiamente metabolizzato questi due fattori e tenderà a concertarsi invece sulla domanda di petrolio, che rischia di essere il tema chiave per il 2019. In conclusione, seppur con un certo grado di prudenza, cambiamo il nostro Outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 65,7 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 72,1 dollari al barile (da 80 e 72,5) per il 2019 e a 81 e 75 dollari al barile per il 2020. 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 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	47,2	65,0	65,0	66,3	66,5
Brent (\$.)	57,2	73,5	74,0	73,0	72,0
Gas Nat. (\$)	3,7	3,3	3,4	3,0	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

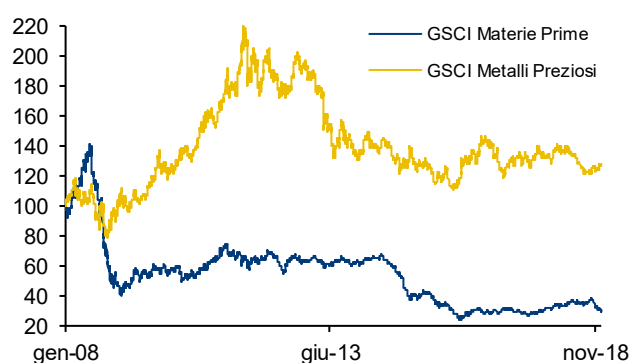
	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	47,2	60,0	65,7	72,1	75,0
Brent (\$.)	57,2	70,0	75,0	80,0	81,0
Gas Nat. (\$)	3,7	3,80	3,70	3,30	3,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: è probabile un 2019 di bassa inflazione e scarso appeal

Il comparto consolida e attende le mosse Fed del 2019. Prosegue il consolidamento dei Preziosi in area 1.500, dopo i massimi annuali sopra 1.600 generati dall'avversione al rischio che aveva spinto gli operatori verso asset più difensivi, a seguito delle tensioni geopolitiche globali. Trump prosegue nel sostenere che il rialzo dei tassi, nel 2019, rischia di frenare l'economia americana, che dovrebbe invece essere supportata dalla Fed: una *querelle* che ha consentito al presidente USA di accentuare le critiche circa il possibile futuro apprezzamento del dollaro. I Metalli Preziosi consolidano la performance negativa da inizio anno (-5,8%), con risultati peggiori per platino, argento e oro (rispettivamente -14,8%, -13,5% e -4,1%) nonostante il periodo di parziale avversione al rischio verificatosi nelle ultime settimane abbia consentito di migliorare i risultati di tutti i metalli del comparto in questa fase finale del 2018. Sui Preziosi si ribadiamo i fattori chiave da monitorare: a) le tensioni sui mercati legate alla guerra commerciale, che deteriorano il quadro macroeconomico, dell'incontro fra Trump e Xi Jinping; b) il prosieguo dei rialzi dei tassi Fed e l'apprezzamento del dollaro, con la valuta USA che rischia di essere il driver principale del comparto; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero ancora sostenere la domanda di asset difensivi; d) l'andamento delle dinamiche dei prezzi globali e il ritardo con cui si sta palesando il ritorno dell'inflazione vera, slegata cioè dal semplice rincaro delle quotazioni petrolifere.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	19.12.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.309,3	-9,7	-3,0	-52,5
GSCI Preziosi	1.485,9	-5,8	6,9	-2,6
Oro (\$)	1.252,8	-4,1	10,6	4,2
Argento (\$)	14,8	-13,5	-7,7	-23,8
Platino (\$)	793,3	-14,8	-13,9	-40,5
Palladio (\$)	1.264,6	18,5	88,5	80,8

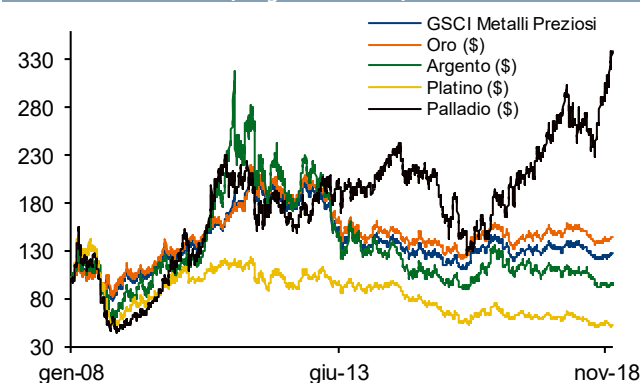
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e Argento terminano l'anno in consolidamento; il dollaro resterà il principale driver del 2019. Benché l'aumento dei tassi USA non sia in discussione, con l'ultimo rialzo dell'anno (quattro in tutto nel 2018) sancito nel meeting Fed del 19 dicembre, il conseguente rafforzamento del dollaro resta meno scontato, complice il dissenso di Trump. Va aggiunto che la Fed sembra concedere un minimo di supporto alla strategia del Presidente americano sottolineando come il percorso dei tassi, relativamente al 2019, sia meno scontato nella cronologia e numerosità di rialzi. Un quadro che, almeno nel breve, ha consentito all'oro di difendersi, consolidando il marginale rialzo delle ultime settimane. Nel corso del 2018 l'oro ha evidenziato una correlazione negativa molto forte con il dollaro USA, che ha spesso avuto il sopravvento su altri fattori-base, come i rischi geopolitici o l'inflazione, dovuta al rincaro del prezzo dell'energia durante la scorsa estate. Continuiamo pertanto ad attenderci una prosecuzione di questa dinamica anche per il 2019. Dal lato dell'*appeal* come asset rifugio, pensiamo che i persistenti rischi politici in Europa e negli Stati Uniti, i rischi geopolitici in Medio Oriente e le tensioni commerciali potrebbero alimentare la domanda di asset difensivi nel corso del prossimo anno. Stimiamo per l'oro un prezzo medio di 1.250 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2019 e sempre di 1.250 dollari per l'intero 2019: gli obiettivi di prezzo sono legati all'aspettativa, nei prossimi mesi, di una sostanziale stabilità del dollaro, a cui potrebbe seguire nel medio termine una svalutazione, dovuta all'interruzione del ciclo di rialzi dei tassi da parte della Fed. Le quotazioni dell'argento hanno subito una duplice influenza negativa in questo 2018. Come l'oro, l'argento è stato infatti penalizzato da un contesto macroeconomico sfavorevole; analogamente ad altri metalli con spiccati utilizzi industriali, è stato influenzato negativamente dalle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Se ci sarà un allentamento delle tensioni commerciali, non escludiamo nel corso del 2019 un recupero più concreto dei prezzi del metallo. Presumiamo un prezzo medio di 14,7 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2019 e un rialzo marginale a 15,5 dollari per l'intero 2019. Alla base dello scenario resta un probabile deprezzamento del dollaro, oltre al già citato allentamento delle tensioni commerciali. E' probabile che nel 2019 il comparto resterà in deficit a causa della forte domanda proveniente dai settori elettronico ed energetico.

Il quadro su Platino e Palladio. Ad eccezione del palladio, i Metalli Preziosi hanno registrato rendimenti negativi da inizio anno, con le performance peggiori evidenziate da argento e platino. Ma mentre oro e argento sono stati fortemente influenzati dal mercato delle valute, platino e palladio si sono mossi in scia al *sentiment* industriale, visti i loro usi in particolare nel mercato dell'Auto. Le tensioni commerciali e le minacce di dazi sulle importazioni di autoveicoli stranieri negli Stati Uniti, sommati alla forza solo marginale del dollaro, hanno pesato comunque sul **platino**, le cui quotazioni sono

salite ma meno di quelle del palladio. L'evoluzione del settore Auto resta il *driver* principale, con la contrazione strutturale delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina, aspetto che ci fa supporre che proseguirà la riduzione della domanda di platino (utilizzato nei filtri diesel) a favore della domanda di **palladio**, anche nel 2019. Dunque, mentre continueranno a indebolirsi i fondamentali del platino, il mercato del palladio continuerà probabilmente a esprimere una situazione di deficit. Se questo andamento si verificasse anche nel 2019, si tratterebbe del settimo anno consecutivo. Per il platino, attualmente stimiamo un prezzo medio di 800 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2019 e lo stesso livello di 800 dollari per l'intero 2019. Per il palladio, stimiamo un prezzo medio di 1.125 dollari l'oncia sia per il 1° trimestre 2019 che per l'intero 2019.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.485,9	3,8	-2,5	-2,6	-5,8
Oro (\$)	1.252,8	3,9	-1,6	-1,1	-4,1
Argento (\$)	14,8	3,4	-9,6	-9,1	-13,5
Platino (\$)	793,3	-4,7	-9,3	-13,7	-14,8
Palladio (\$)	1.264,6	20,1	31,3	22,4	18,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto. La cautela per il 2019 è legata al fatto che lo scenario macroeconomico potrebbe essere meno favorevole del 2018, che peraltro sta chiudendo con performance molto negative per tre dei quattro metalli che compongono i Preziosi. I Preziosi resteranno comunque legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Il recupero delle quotazioni, rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi, che avevamo ipotizzato, si è puntualmente verificato: è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione dovuto al rincaro del petrolio, e quasi esclusivamente alle tensioni sui mercati. Il tema inflazione resta molto marginale, visto il mancato rialzo delle quotazioni petrolifere dopo il taglio OPEC (più la Russia) di 1,2 milioni di barili giornalieri deciso il 6 dicembre scorso. Rimane il tema dell'incremento delle tensioni sui mercati finanziari in un contesto di rischio elevato per le

Banche centrali che stanno, forse con eccessivo anticipo, irrigidendo le proprie politiche monetarie, togliendo così liquidità ai mercati finanziari ed alimentando così l'avversione al rischio: questo quadro potrebbe supportare ulteriormente le quotazioni dei Preziosi nel 2019. Per concludere, l'insieme dei rischi inflattivi (per ora ancora fiacchi), una domanda industriale in scarso rialzo e le forti tensioni generalizzate potrebbero consentire nel 2019 un aumento degli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, supportato dal citato recupero di fine anno, resta Moderatamente Positivo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.252,8	1.225,0	1.240,0	1.280,0	1.260,0
Argento (\$)	14,8	14,8	15,3	16,0	15,9
Platino (\$)	793,3	838,1	860,0	950,0	906,9
Palladio (\$)	1.264,6	1.050,0	1.050,0	1.035,0	1.050,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

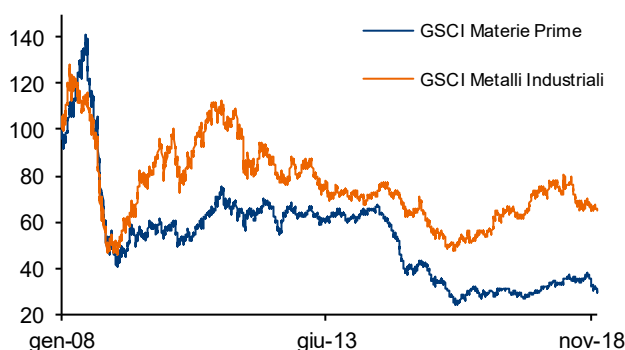
	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.252,8	1.225	1.250	1.250	1.300
Argento (\$)	14,8	14,5	14,7	15,0	15,5
Platino (\$)	793,3	830	800	800	800
Palladio (\$)	1.264,6	1.130	1.125	1.125	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: il 2019 dovrebbe distinguersi per fondamentali più forti

I Metalli Industriali temono il rallentamento economico seppur con fondamentali più forti l'anno prossimo. I prezzi degli Industriali restano a ridosso dei minimi di agosto vicini a 1.200 per l'indice del comparto, nonostante i fondamentali appaiano sempre più tesi. La riduzione dei livelli delle scorte e una domanda ancora forte hanno comunque contribuito a fermare il calo delle quotazioni dei metalli industriali in un quadro di volatilità e tensione sui mercati azionari globali. Nonostante i timori dei mercati finanziari e il rallentamento cinese, le richieste di metalli industriali si confermano solide e fra esse spicca in particolare la domanda di rame. Nonostante l'andamento negativo registrato nel corso del 2018, il comparto dei metalli industriali ha i fondamentali tendenzialmente più in miglioramento di tutte le materie prime. Infatti, lo scenario è simile per la maggior parte dei metalli: i mercati dovrebbero registrare un deficit nel 2018 ma anche nel 2019; le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano gli investimenti finendo così per ipotecare anche le future produzioni, visto il mancato rinnovo o ampliamento degli impianti. Lo scenario di prezzi bassi risente principalmente di preoccupazioni esterne al comparto: l'intensificarsi delle tensioni commerciali globali e il conseguente peggioramento del ciclo mondiale hanno determinato un rafforzamento del dollaro USA alimentando un sentiment di mercato molto negativo nel settore delle materie prime, e in particolare sui metalli. Ci attendiamo che emerga un atteggiamento del mercato più positivo già dalla fine di quest'anno, con gli operatori pronti a rivolgere la loro attenzione sui fondamentali di domanda e offerta in miglioramento nel 2019.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



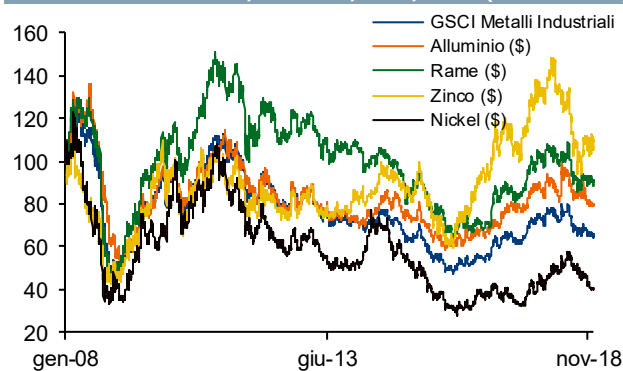
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.309,3	-9,7	-3,0	-52,5
GSCI Industriali	1.211,2	-16,4	6,0	-10,7
Rame (\$)	6.015,0	-17,0	9,3	-16,9
Alluminio (\$)	1.927,0	-15,0	12,0	8,0
Zinco (\$)	2.604,5	-22,0	0,6	31,6
Nickel (\$)	10.950,0	-14,2	0,2	-24,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto sulla Cina. Nel 3° trimestre del 2018 l'economia cinese è cresciuta dell'1,6% t/t, in rallentamento da 1,7% dei tre mesi precedenti, portando la variazione tendenziale a 6,5% a/a da 6,7% a/a. L'accelerazione dei servizi e del settore primario non è bastata a compensare la moderazione della dinamica industriale. In particolare, consumi e investimenti hanno subito condizioni più stringenti per quanto riguarda il credito, in scia a una maggiore regolamentazione del settore finanziario. Nei mesi scorsi, però, le autorità cinesi hanno implementato una serie di misure fiscali e monetarie per far fronte al rallentamento dell'espansione. I primi effetti positivi sugli investimenti stanno incominciando a manifestarsi, grazie a una ripartenza di quelli privati e a una modesta accelerazione di quelli pubblici, soprattutto in infrastrutture, mentre hanno rallentato gli investimenti immobiliari. Non sono ancora emersi invece gli effetti positivi sui consumi, che nel 3° trimestre hanno subito il calo degli indici di fiducia e hanno rallentato a 6,3% a/a da 6,7% a/a del 2° trimestre. Nei prossimi mesi la riforma delle imposte sul reddito potrebbe contribuire positivamente alla dinamica degli acquisti. Le rilevazioni dell'Istituto Caixin per novembre puntano, infatti, verso un modesto recupero degli indici di fiducia, con quello relativo al settore manifatturiero che sale a 50,2 da 50,1, interrompendo il trend di progressivo calo in atto ormai da diversi mesi, a fronte di quello per i servizi che registra un più robusto incremento a 53,8 da 50,8 precedente, recuperando dal forte calo registrato a ottobre. Sul fronte del commercio internazionale, i rapporti con gli Stati Uniti restano un fattore

di incertezza, con la tregua recentemente raggiunta durante il G20 che difficilmente porterà a un accordo definitivo. I dazi imposti dall'amministrazione Trump non hanno, per il momento, danneggiato particolarmente le esportazioni, ma il rallentamento degli ordinativi e del settore elettronico potrebbe portare a una moderazione del commercio estero nel 2019. Per quanto riguarda invece i prezzi, l'inflazione *headline* si è portata nel mese di novembre a 2,2% a/a da 2,5% di ottobre, sulla scia del calo dei prezzi alimentari e dei carburanti, mentre è rimasta stabile a 1,8% a/a quella *core* senza segnali di surriscaldamento, lasciando eventuale spazio di manovra monetaria alla Banca centrale per far fronte all'andamento della congiuntura economica.

Rame: la domanda rafforza i fondamentali del rame. Nonostante gli ostacoli rappresentati dal dollaro, dal rallentamento della crescita economica e dai timori non del tutto sopiti sui dazi, ci aspettiamo che i prezzi del rame beneficeranno di fondamentali più rigidi. Tra i metalli industriali, il rame è quello maggiormente influenzato da aspetti strettamente finanziari e macroeconomici. Di conseguenza, una prospettiva di maggior propensione al rischio sui mercati dovrebbe favorirlo. I fondamentali del rame sono buoni, poiché il mercato di questo metallo dovrebbe archiviare un 2018 in deficit; tale scarsità di prodotto è attesa anche nel 2019, mentre le scorte mondiali dovrebbero mantenersi sui minimi storici. La domanda mondiale dovrebbe crescere a ritmi sostenuti, grazie ai maggiori volumi richiesti dalle industrie automobilistica e dell'energia elettrica. La nostra previsione indica un prezzo di 6.400 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2019 e un prezzo medio di 6.500 dollari per l'intero 2019.

Alluminio: rischi esogeni e ruolo della Cina. L'alluminio, che era risalito ad aprile, in scia alle sanzioni americane contro Rusal, ha perso oltre il 25% dal massimo e ora scambia intorno a 1.920 dollari la tonnellata, ai minimi del 2018. Quest'anno le quotazioni dell'alluminio sono state influenzate dai rischi politici e dai timori legati alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Nello specifico, poi, l'alluminio ha subito gli effetti legati all'annuncio e successivamente all'applicazione (farraginosa ed estemporanea) dei dazi statunitensi sulle importazioni di alluminio e delle sanzioni USA ad alcuni oligarchi russi. Azioni che hanno inceppato il meccanismo produttivo mondiale dell'alluminio, dell'allumina e della bauxite, rendendo il mercato nervoso e incline a un sentiment molto negativo. Per il futuro, il mercato dell'alluminio registrerà deficit in espansione nel 2018 ma anche nel 2019. Questo, unito al prosieguo delle chiusure programmate in Cina nell'ambito del "blue sky plan" (il processo di miglioramento delle condizionali ambientali cinesi), dovrebbe rendere ancora più tesi i fondamentali di mercato per il 2019. Stimiamo un prezzo di 2.025 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2019 e un prezzo medio di 2.150 dollari per l'intero 2019; va detto che le nostre previsioni sull'alluminio sono influenzate dalle

aspettative di un aumento dei prezzi dell'energia, che incidono in modo determinante sui costi di produzione totali.

Nickel: positivi i fondamentali nel biennio 2019-20. Durante l'estate i prezzi del metallo hanno iniziato un forte calo, influenzati molto negativamente dalle preoccupazioni generate dalla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Il nickel ha toccato i minimi a dicembre, scendendo sotto 11.000 dollari a tonnellata, livelli già raggiunti, al ribasso, a dicembre del 2017. Un andamento anomalo, dal momento che le scorte di nickel sono ai minimi da cinque anni e questo fattore dovrebbe sostenere i prezzi. I fondamentali del nickel restano infatti solidi, col mercato che rimarrà in strutturale deficit dal 2020 in poi. La domanda di acciaio inossidabile dovrebbe mantenersi alta, mentre i consumi per nuove produzioni, fra tutte la diffusione di batterie contenenti nickel impiegate nei veicoli elettrici, dovrebbero favorire il rialzo delle quotazioni. I prezzi del nickel sono molto vicini ai costi marginali di produzione, e scoraggiano pertanto nuovi investimenti volti ad espandere la capacità produttiva. Prevediamo per il nickel un prezzo di 11.800 dollari nel 1° trimestre 2019 e di circa 12.500 dollari per l'intero 2019.

Zinco: scorte in ribasso ma deficit di mercato in riduzione. Zinco in consolidamento in area 2.600, lontano dai minimi in area 2.300 toccati ad agosto/settembre. Gli ultimi dati pubblicati a novembre dall'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) dimostrano che l'incremento dell'offerta registrata nel 2018 ha consentito di colmare la scarsità di zinco sul mercato. Nel 2017, il mercato mondiale dello zinco aveva registrato un ampio deficit, fino a -452.000 tonnellate, contro un deficit di sole -128.000 tonnellate nel 2016. Nell'ultimo outlook semestrale pubblicato in ottobre, l'ILZSG ha previsto che la dinamica sull'offerta genererà una riduzione del deficit sia nel 2018 che nel 2019: le previsioni indicano un deficit di offerta di 322.000 tonnellate nel 2018 e di 72.000 tonnellate nel 2019. Tuttavia, il mercato resta estremamente teso; prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.650 dollari nel 1° trimestre 2019 e di 2.750 dollari per l'intero 2019.

Performance di medio termine

	19.12.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.211,2	-2,7	-13,0	-12,9	-16,4
Rame (\$)	6.015,0	-1,1	-11,2	-14,6	-17,0
Alluminio (\$)	1.927,0	-5,7	-11,0	-9,2	-15,0
Zinco (\$)	2.604,5	7,8	-14,2	-18,4	-22,0
Nickel (\$)	10.950,0	-13,3	-26,9	-9,1	-14,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo basato sui fondamentali migliori nel 2019. Confermiamo il nostro moderato ottimismo sui Metalli Industriali, basato sull'idea di un superamento delle tensioni macroeconomiche e politiche sia nei Paesi sviluppati che in quelli Emergenti. Se il dollaro dovesse mantenersi vicino all'attuale intervallo di cambio, visto il nuovo approccio della Fed – più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro – pensiamo possa emergere un sentiment di mercato più

positivo nel 2019. Le turbolenze generate dalla guerra commerciale dovrebbero attenuarsi nel corso del 1° semestre del prossimo anno. Restiamo fiduciosi nella stabilizzazione e in un successivo rafforzamento della domanda cinese di metalli, giacché sia il Governo che la Banca centrale proseguiranno il loro sostegno all'economia con l'obiettivo di compensare l'impatto negativo dei dazi imposti dagli Stati Uniti in questo 2018. Il comparto dei Metalli Industriali mostra quindi fondamentali piuttosto solidi, che ci lasciano ben sperare in un recupero nel 2019. I prezzi dovrebbero aumentare nel prossimo triennio anche solo per consentire il ritorno degli investimenti nel settore estrattivo. In conclusione, riconfermiamo con prudenza un Outlook Moderatamente Positivo, basato sulla speranza che la forza dei fondamentali contrasti le tensioni esterne al comparto.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.015,0	6.288	6.463	6.692	6.945
Alluminio (\$)	1.927,0	2.053	2.050	2.138	2.175
Zinco (\$)	2.604,5	2.650	3.369	2.750	2.925
Nickel (\$)	10.950,0	13.083	12.500	13.650	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

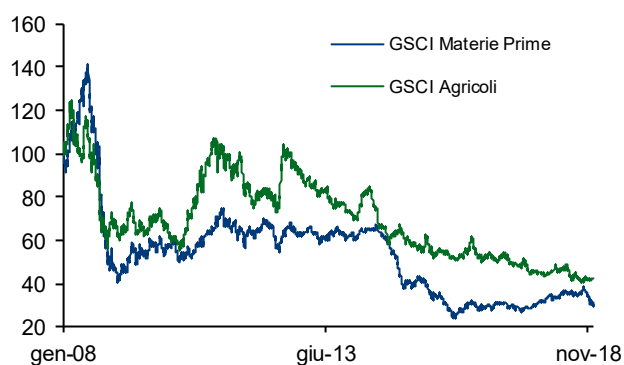
	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.015,0	6.190	6.400	6.500	7.000
Alluminio (\$)	1.927,0	1.985	2.025	2.100	2.250
Zinco (\$)	2.604,5	2.570	2.650	2.700	2.800
Nickel (\$)	10.950,0	11.700	11.800	12.100	13.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: possibile rialzo nel 2019 ma solo su fondamentali più solidi

Gli Agricoli restano lontani dai minimi annuali ma chiuderanno comunque un 2018 di grande sofferenza. Frumento e mais concluderanno l'anno in positivo grazie a fondamentali più solidi; al contrario, la soia ha riporterà una performance negativa a causa di fondamentali più deboli, a cui si sono sommati i dazi cinesi sulle importazioni statunitensi, legati alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. La breve ripresa delle quotazioni di ottobre e il consolidamento di novembre e dicembre non appaiono ancora sufficienti per cambiare la nostra opinione sul comparto. Restano intatti i rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica dei Paesi esposti al comparto degli Agricoli. Rafforziamo dunque il nostro elenco di fattori da monitorare: 1) le condizioni meteo globali per la stagione agricola 2019, con particolare attenzione alla probabilità che si presenti il fenomeno del Niño quest'inverno; 2) gli strascichi delle tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina; 3) le scelte politiche di Trump (anche in tema agricolo) dopo le elezioni di *mid-term*, che hanno visto la spaccatura del Congresso fra Democratici e repubblicani: un aspetto che potrebbe rendere più difficoltosa l'approvazione delle scelte dell'Amministrazione statunitense.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



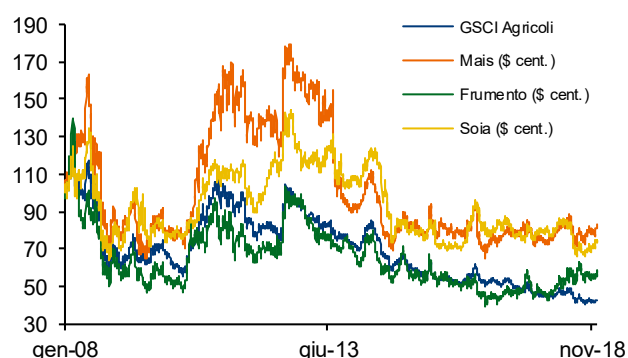
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.2018	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.309,3	-9,7	-3,0	-52,5
GSCI Agricoli	358,3	-5,6	-16,1	-42,0
Mais (\$ cent.)	381,8	8,8	9,0	-11,9
Frumento (\$ cent.)	522,5	22,4	29,6	-14,8
Soia (\$ cent.)	900,0	-5,4	-10,5	-32,8
Cotone (\$ cent.)	76,7	-2,4	10,6	-7,7
Cacao	2.317,0	22,5	0,6	-17,0
Zucchero	12,5	-17,7	-31,7	-24,2
Caffè (arabica)	100,9	-20,1	-28,6	-11,3
Caffè (robusta)	1.477,0	-13,8	-31,6	-12,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di dicembre: significativa revisione al rialzo per i consumi di mais; si conferma la debolezza della soia. Il rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (United States Department of Agriculture, USDA), ha rivisto le stime fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19. Nella stagione, i consumi mondiali di **mais** cresceranno del 4,2% a/a raggiungendo un nuovo massimo storico, mentre la produzione mondiale dovrebbe aumentare soltanto del 2,2%. In termini di volumi, il consumo mondiale è previsto aumentare a 1.131,3 milioni di tonnellate (in leggero calo rispetto alla stima di novembre di 1.132,4 milioni), da 1.086,2 milioni di tonnellate nella stagione precedente. La produzione mondiale di mais è prevista crescere a 1.099,9 milioni di tonnellate (rivista al rialzo da 1.099,0 milioni in novembre), da 1.076,2 milioni della stagione 2017/18.

Sempre per la stagione 2018/19, l'USDA stima una diminuzione della produzione mondiale di **frumento** a 733,4 milioni di tonnellate (rivista al ribasso da 733,5 milioni nel report di novembre), in calo dal record storico di 763,1 milioni registrato nella stagione 2017/18. Al contrario, il consumo mondiale dovrebbe aumentare ad un nuovo record di 745,3 milioni di tonnellate (rivisto al ribasso da 745,8 milioni in novembre) da 744,2 milioni nella stagione precedente. Le scorte finali sono attese quindi in riduzione, arrivando a 268,1 milioni di tonnellate (riviste in rialzo da 266,7 milioni in novembre), da 279,9 milioni di tonnellate nella stagione precedente. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe quindi diminuire fino al 36,0% nel 2018/19 (rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima del 35,8%), dal 37,6% nella stagione 2017/18.

La produzione di semi di **soia** dovrebbe aumentare a 369,2 milioni di tonnellate (leggermente in ribasso rispetto alle stime di novembre di 369,5 milioni), rispetto ai 339,5 milioni di tonnellate nella stagione 2017/18. Il consumo mondiale dovrebbe crescere fino a toccare un nuovo record di 351,5

milioni di tonnellate (in diminuzione rispetto alle precedenti stime di 353,0 milioni di tonnellate) da 336,1 milioni di tonnellate nella stagione precedente. Di conseguenza, le scorte mondiali dovrebbero aumentare fino a 115,3 milioni di tonnellate nella stagione 2018/19 (riviste al rialzo da 110,0 milioni stimati in novembre), da 101,3 milioni nella stagione precedente. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe quindi aumentare al 32,8% (rivisto al rialzo dal 31,2%), dal 30,1% registrato nella stagione precedente.

Per quanto riguarda i **prodotti della soia**, nella stagione 2018/19 i fondamentali della farina di soia e dell'olio di soia dovrebbero risultare più solidi. Il rapporto scorte/consumo per la farina di soia dovrebbe contrarsi al 5,1% nel 2018/19 dal 5,4% registrato nella stagione precedente. A dicembre, l'USDA ha previsto che le scorte finali dovrebbero diminuire fino a 12,1 milioni di tonnellate nella stagione 2018/19 (invariate rispetto a novembre) da 12,4 milioni di tonnellate nella stagione 2017/18. Il rapporto scorte/consumo per l'olio di soia dovrebbe diminuire al 6,5% nel 2018/19 rispetto al 6,8% registrato nella stagione precedente. Secondo le stime dell'USDA, le scorte finali dovrebbero risultare circa stabili a 3,7 milioni di tonnellate nella stagione 2018/19 (in rialzo rispetto alla stima di 3,6 milioni di tonnellate del mese scorso).

Performance di medio termine

	19.12.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	358,3	1,9	1,9	1,9	-5,6
Mais (\$ cent.)	381,8	8,3	7,8	9,3	8,8
Frumento (\$ cent.)	522,5	-0,3	7,0	23,4	22,4
Soia (\$ cent.)	900,0	5,9	1,2	-5,7	-5,4
Cotone (\$)	76,7	-3,0	-7,8	1,3	-2,4
Cacao	2.317,0	5,6	-6,1	21,2	22,5
Zucchero	12,5	15,5	4,9	-14,4	-17,7
Caffè (arabica)	100,9	4,3	-11,6	-17,2	-20,1
Caffè (robusta)	1.477,0	-4,8	-12,9	-13,9	-13,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

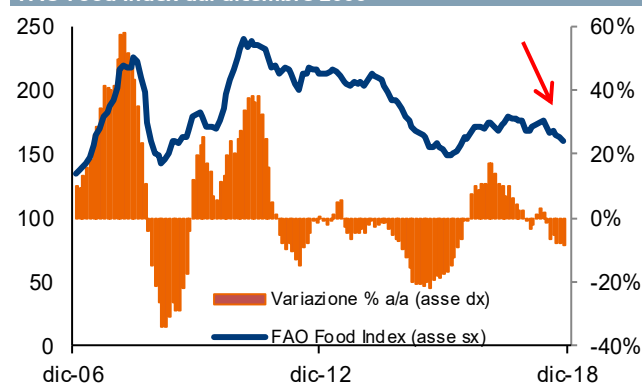
FAO: anche a novembre prosegue il calo dei prezzi delle materie prime agricole. Nel mese di novembre i prezzi delle materie prime agricole sono scesi ancora, questa volta di 1,3% m/m, pari ad una contrazione annua di 8,5%, spinti al ribasso dai significativi cali subiti dall'olio di palma e dagli altri oli vegetali. L'indice generale tocca dunque il minimo dal maggio del 2016, attestandosi a 160,8 da 162,9 del mese scorso, a fronte di una debolezza generalizzata a quasi tutte le componenti ad eccezione dello zucchero. Il calo più significativo è stato quello fatto registrare dagli oli vegetali (penalizzati dalle ingenti scorte di olio di palma, soia e girasole), che ha portato l'indice relativo ai minimi da 12 anni, dopo una contrazione di 5,7% m/m nel solo mese di novembre. Anche l'indice dei prezzi dei cereali è registrato in calo (-1,1% m/m) in scia alle maggiori esportazioni di grano e mais e agli abbondanti raccolti di riso. In contrazione, per il sesto mese consecutivo, le quotazioni dei prodotti lattiero-caseari che, a novembre, sono scesi di 3,3% m/m, a fronte di un aumento delle scorte e delle esportazioni, soprattutto dalla Nuova Zelanda. Marginale invece il calo registrato dai prezzi

delle carni, con l'aumento dei corsi bovini che non basta a contrastare la debolezza delle altre specie. Si distingue infine positivamente lo zucchero che, dopo il +8,7% m/m di ottobre mette a segno un +4,4% m/m spinto dalla riduzione dell'offerta brasiliana, con i coltivatori locali che hanno spostato la produzione dalla canna da zucchero all'etanolo.

FAO: revisioni al ribasso per le previsioni di produzione dei cereali.

La FAO ha rivisto al ribasso le sue previsioni per il raccolto mondiale di cereali nel 2018. Per l'anno in corso si prevede dunque una produzione pari a 2.595 milioni di tonnellate (mt) dalle 2.601 mt della stima precedente, su livelli inferiori del 2,4% rispetto alla produzione record del 2017. Le stime correnti però non incorporano ancora le recenti revisioni sulla produzione cinese, soprattutto di mais, che dovrebbero essere prese in considerazione nei calcoli FAO solo a partire dai primi mesi del prossimo anno. Guardando allo spaccato delle componenti si conferma una previsione per una produzione record di riso, intorno alle 513 mt, superando di 1,3% anche i massimi del 2017. In calo invece le stime per i raccolti di grano a 725,1 mt (previsti intorno a 728 mt il mese scorso), a causa di una produzione inferiore alle attese in Russia e Turchia. E' vista in calo a 1.357 mt anche la produzione di cereali secondari, dopo le revisioni al ribasso per quanto riguarda i raccolti di sorgo e orzo. Sul fronte della domanda di cereali si prevede un aumento di 1,3% a/a nella stagione 2018-19 a 2.649 mt (stima corretta modestamente al ribasso da 2.653 mt precedente) spinto da un incremento degli utilizzi per scopi industriali e per la produzione di mangimi. La stagione 2018-19 dovrebbe dunque concludersi con scorte in calo del 6,5%, a 762 mt. Nello specifico si prevede una contrazione delle scorte di grano del 12% e del 14% per quanto riguarda il mais. Previste invece in crescita le scorte di riso che, a fronte di un aumento di 2,7%, dovrebbero raggiungere il volume record di 177 mt. Complessivamente il commercio cerealicolo globale è previsto rallentare di 1,1% nella stagione 2018-19.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto sulle soft-commodity. Zucchero. Lo zucchero si appresta a terminare l'anno in calo del 17,7%, in linea con le variazioni negative registrate negli anni precedenti. Nel 2018, tra i temi rilevanti che ne hanno determinato l'andamento, si

segnala un contesto di mercato caratterizzato dall'eccesso di offerta (dovuto soprattutto all'ingente produzione indiana) e da fattori esogeni quali le tensioni che hanno colpito le valute emergenti, soprattutto nei mesi estivi, in particolare quelle di India e Brasile, i principali Paesi produttori. Negli ultimi mesi dell'anno le quotazioni hanno però mostrato un moderato recupero grazie ad una minore offerta brasiliana a fronte di uno spostamento delle produzioni dallo zucchero all'etanolo. In termini prospettici le dinamiche produttive di zucchero ed etanolo potrebbero risultare un elemento determinante per stabilizzare il prezzo. **Cotone.** Dopo la buona performance fatta registrare nel 2017 il cotone dovrebbe concludere l'anno in leggero calo (-2,4%). Dopo il forte calo dei mesi estivi sono state le condizioni climatiche negli Stati Uniti a contribuire al consolidamento delle quotazioni: gli uragani che hanno colpito gli stati meridionali degli USA hanno fortemente limitato il raccolto e hanno contribuito al rialzo dei corsi del cotone. **Cacao.** Il cacao dovrebbe concludere il 2018 con prezzi in crescita del 22,5% da inizio anno, compensando la performance negativa registrata nel 2017. Negli ultimi anni il mercato è stato caratterizzato da un eccesso di offerta ma, nella stagione 2018-19, l'ingente produzione è stata compensata da una domanda robusta e in crescita. Per quanto riguarda il 2019, invece, i temi rilevanti dovrebbero essere le condizioni climatiche, con El Niño che potrebbe rappresentare un rischio per i raccolti, e le condizioni finanziarie degli operatori ivoriani con gli istituti di credito locali che, dopo il fallimento dell'esportatore SAF-Cacao, hanno imposto condizioni creditizie più stringenti. Su questo fronte però il contesto non è comparabile all'ondata di fallimenti causati dal crollo dei prezzi globali della materia prima che hanno caratterizzato la stagione 2016-17. **Caffè.** Da inizio anno le quotazioni del caffè si sono mosse verso il basso, con la varietà **Arabica** la più penalizzata (-20,1%) a fronte di una variazione negativa intorno a -13,8% della qualità **Robusta**, spinte al ribasso da un'offerta in crescita a tassi superiori alla domanda. I fattori che determineranno i prezzi nei prossimi mesi saranno non solo l'andamento dei raccolti nei principali Paesi produttori (Brasile per la varietà Arabica e India per la Robusta), ma anche le politiche pubbliche nei due Paesi a sostegno dei coltivatori locali, che potrebbero influenzare le dinamiche di offerta.

Confermiamo l'Outlook Neutrale. In linea col resto delle materie prime, ci attendiamo una riduzione dei rischi politici e commerciali con la speranza che gli operatori tornino a concentrarsi sui fondamentali. Per l'anno prossimo presumiamo che i prezzi dei cereali possano essere influenzati soprattutto dai rischi meteorologici. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2019 i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018; fa eccezione la soia, che dovrebbe rimanere ancora sotto pressione, visto l'impatto dell'interruzione dei flussi commerciali agricoli fra Stati Uniti e Cina. In sintesi, per il **mais** stimiamo un prezzo di 360 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e un

prezzo medio di 350 centesimi per l'intero 2019. Per il **fumento** stimiamo un prezzo di 510 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e una media di 500 centesimi per l'intero 2019, viste anche le attese di scarsità di prodotto legate all'attuale raccolto. Per le granaglie di **soia** indichiamo un prezzo di 880 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e una media di 890 centesimi per l'intero 2019. L'idea per il 2019 è che i fondamentali in miglioramento rischino di avere un effetto depressivo sulle quotazioni della soia rispetto ai rischi politici che, invece, esercitano una pressione positiva sui prezzi.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Mais (\$ cent.)	381,8	370,0	377,5	390,0	405,5
Frumento (\$ cent.)	522,5	516,6	516,1	500,0	490,0
Soia (\$ cent.)	900,0	875,0	890,0	952,5	972,5
Cotone (\$)	76,7	79,7	80,0	80,0	81,0
Cacao	2.317,0	2.193	2.225	2.308	2.375
Zucchero	12,5	13,0	12,5	12,9	12,6
Caffè (arabica)	100,85	115,0	125,2	106,0	115,0
Caffè (robusta)	1.477,0	1.535	1.535	1.535	1.730

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 19.12.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Mais (\$ cent.)	381,8	370	360	350	370
Frumento (\$ cent.)	522,5	510	510	500	500
Soia (\$ cent.)	900,0	880	880	900	900
Cotone (\$)	76,7	78,0	80,0	82,0	82
Cacao	2.317,0	2.160	2.400	2.400	2.450
Zucchero	12,5	12,9	12,5	12,3	12,0
Caffè (arabica)	100,85	110	125	132	135
Caffè (robusta)	1.477,0	1.625	1.750	1.800	1.850

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). Fonte: Intesa Sanpaolo

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed 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 Thomson Reuters, 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	Il 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 ed 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 Tone – 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, Thomson Reuters-Datastream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 30.11.2018.

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

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

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 <http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

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: http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.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.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione dell'analista

L'analista che ha predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiara che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata dell'analista;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) l'analista citato nel presente documento 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

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi, Maria Giovanna Cerini