

## Materie prime deboli sulla Trade War, cautela sul futuro

**Energia: Outlook Neutrale, i prezzi continuano il loro consolidamento.** Nelle ultime sedute il tetto degli oltre 80 dollari al barile (per il Brent) è stato finalmente violato grazie alle difficoltà produttive di alcuni membri OPEC. L'unico fattore di ulteriore rialzo per le quotazioni è rappresentato dal basso livello di capacità produttiva in eccesso dell'OPEC; tutti i membri infatti sono vicini ai loro massimi, compresa la Libia, che in occasione del meeting in Algeria ha proprio confermato come nonostante le difficoltà sia a un livello di export comunque molto alto. Sulle stime di domanda mondiale gravano forti revisioni al ribasso a causa delle crisi nei Paesi Emergenti. In conclusione, i rischi sulla crescita dell'offerta OPEC dovuti all'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran manterranno i prezzi in un intervallo stabile. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 78 dollari al barile per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 72 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 74 dollari al barile per il 2019 e a 80 e 75 dollari al barile per il 2020.

**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto nonostante il consolidamento, al ribasso, in atto.** L'aspettativa è che nel corso del prossimo anno lo scenario macroeconomico diventi meno sfavorevole al comparto. I Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Per tutti i Preziosi auspichiamo un recupero delle quotazioni rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi. Movimento che dovrebbe essere guidato da un modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree, da un incremento delle tensioni da rischi geopolitici, e dall'attesa che le politiche monetarie possano diventare, in futuro, meno restrittive e penalizzanti. Il nostro Outlook, nonostante il ribasso, resta ancora Moderatamente Positivo, proprio in attesa di un rimbalzo fisiologico vista la discesa da inizio anno.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante il deterioramento dello scenario macroeconomico.** Permangono le tensioni commerciali, ora in modo trasversale fra le economie e non più solo fra USA e Cina, coinvolgendo anche i Paesi Emergenti e le loro valute. Nel breve periodo non escludiamo ancora forti pressioni al ribasso, derivanti dai rischi commerciali e dal sentiment di mercato negativo. L'auspicio è che ci possa essere un moderato recupero nel corso del 4° trimestre, legato specialmente a una maggiore attenzione per i fondamentali dei singoli metalli. Il recupero dei Metalli Industriali dovrà passare, inevitabilmente, dall'allentamento delle preoccupazioni macroeconomiche e politiche nei Paesi emergenti. La correlazione fra Industriali e Paesi Emergenti rimarrà forte anche nei prossimi mesi. La robustezza dei fondamentali è ancora un buon viatico per prezzi in rialzo nella parte finale del 2018, quadro che ci consente di riconfermare, con prudenza, un Outlook Moderatamente Positivo.

**Agricoli: confermiamo l'Outlook Neutrale.** Persistono le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Alle tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio (50 miliardi di dollari, di pari entità rispetto ai maggiori dazi USA) si sommano anche quelle entrate in vigore il 24 settembre (pari a 60 miliardi di dollari). Quadro che inevitabilmente finirà per impattare ulteriormente sul mercato degli Agricoli. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono ormai un dato acclarato, così come gli effetti negativi sui prezzi dei principali cereali. Confermiamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni. La prossima stagione, i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto all'annata in corso, restiamo invece cauti sull'ammontare del recupero per il finale del 2018.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	24.09.18	01.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.824,0	10,5	28,1	-41,8
GSCI Energia	565,4	22,2	51,4	-49,3
GSCI Met. Preziosi	1.425,3	-9,6	-13,9	-16,1
GSCI Met. Industriali	1.282,4	-11,5	23,3	-4,9
GSCI Prod. Agricoli	352,6	-7,1	-21,0	-46,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.09.2018



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

25 settembre 2018  
13:47 CET  
Data e ora di produzione

25 settembre 2018  
13:53 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\*

	Set.	Lug.
WTI	=	=
Brent	=	=
Gas Naturale	=	=
Gasolio	=	=
Oro	+	+
Argento	+	+
Rame	+	+
Alluminio	+	=
Zinco	+	=
Nickel	+	+
Mais	=	=
Fruento	=	+
Soia	=	=
Cotone	+	=

Nota: (\*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.  
Fonte: Thomson Reuters-Datstream

### Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	19,3	45,0
Brent	21,4	52,4
Gas Naturale	2,9	59,3
Gasolio	16,9	53,6
Oro	-8,0	8,6
Argento	-15,9	15,8
Rame	-12,3	17,7
Alluminio	-9,2	12,3
Zinco	-23,2	60,6
Nickel	1,5	13,6
Mais	2,8	-1,9
Fruento	23,4	-13,2
Soia	-11,6	14,4
Cacao	18,1	-33,8
Zucchero	-31,5	28,0
Caffè (arabica)	-21,9	8,2
Cotone	0,1	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 24.09.2018

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 24.09.2018 (salvo diversa indicazione).

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

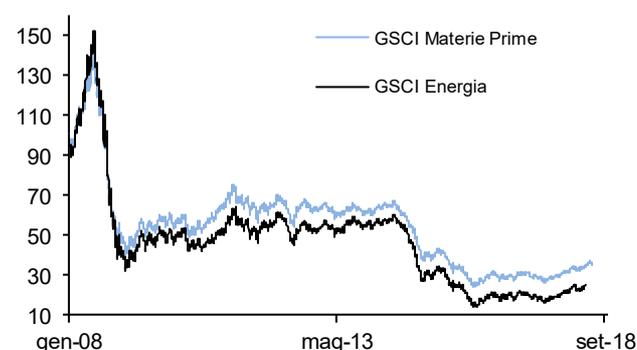
## Energia: prezzi del petrolio in marginale recupero grazie a Iran e Venezuela

**Commodity: la debolezza perdura a causa delle tensioni generate dalla guerra commerciale.** Le materie prime confermano di essere ancora molto volatili, di pari passo con la volatilità dei mercati finanziari, alimentata da tensioni commerciali e dati macroeconomici poco incoraggianti soprattutto in Cina, e la scarsa propensione al rischio degli operatori. Dal 24 settembre sono entrati in vigore dazi del 10% su ulteriori 200 miliardi di dollari di beni che la Cina esporta negli USA; in risposta Pechino ha varato nuove tariffe per 60 miliardi su prodotti statunitensi. Ulteriore pessimismo sui mercati emerge a seguito dell'indiscrezione secondo cui la Cina non invierà il proprio vicepremier ai colloqui previsti a Washington questa settimana. Il deterioramento dello scenario macroeconomico con la crescita economica che sta rallentando in molte aree del mondo, specie nei Paesi Emergenti, ingrossa le preoccupazioni sull'effettiva robustezza della domanda mondiale di commodity. La politica monetaria restrittiva avviata dalla Fed e i rialzi dei tassi di interesse USA hanno spinto il dollaro americano ad apprezzarsi, situazione a cui si è sommato il rialzo dei rendimenti dei Treasury, che hanno a poco a poco peggiorato il quadro degli investimenti correlati negativamente con la valuta statunitense. Non a caso, negli ultimi mesi abbiamo osservato la contrazione delle quotazioni in particolare di commodity e Paesi Emergenti. 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 nelle ultime settimane.

### Elezioni di medio termine negli Stati Uniti il 6 novembre 2018.

Fra i temi esogeni al mondo delle commodity resta, senza dubbio, l'appuntamento con le elezioni di medio termine negli Stati Uniti che potrà influenzare l'andamento della guerra commerciale in atto. Nello specifico, il punto chiave crediamo non sia tanto l'esito delle elezioni quanto piuttosto la strategia politica che caratterizzerà l'amministrazione Trump prima e dopo l'appuntamento elettorale. Abbiamo infatti già visto che forti movimenti delle commodity, nei mesi passati, sono stati tanto più amplificati quanto più aggressive sono state le parole di Trump sulle future mosse della sua Amministrazione in tema di dazi e tariffe. Gli operatori tendono a reagire sulle notizie senza però aver visibilità sui dettagli e attendibilità riguardo gli impatti finali delle nuove politiche promosse da Trump, sia che siano azioni più forti, a seguito di una vittoria elettorale, sia meno aggressive a causa di una sconfitta elettorale.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

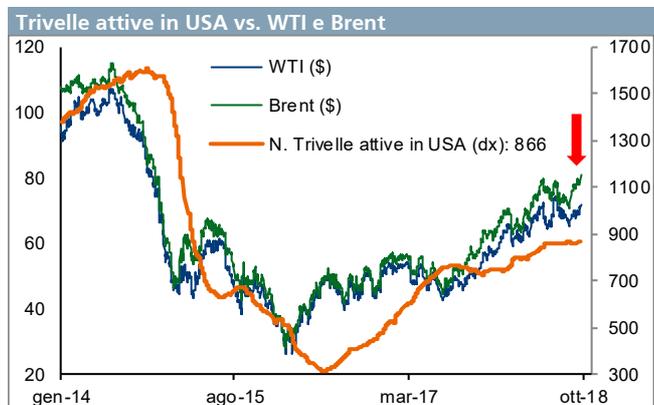
Performance di lungo termine

	Valore 24.09.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.824,0	10,5	28,1	-41,8
GSCI Energia	565,4	22,2	51,4	-49,3
WTI (\$)	72,1	19,3	62,1	-29,8
Brent (\$)	81,2	21,4	76,9	-25,0
Gas Naturale (\$)	3,0	2,9	2,8	-13,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: Iran e Venezuela al centro del comparto.** Per tutta l'estate abbiamo registrato una frenata dei prezzi del petrolio, col Brent che però è tornato a 80 dollari al barile, a seguito dei problemi di offerta dal Venezuela e dall'Iran. Il petrolio mostra quindi segnali di surriscaldamento proprio a poche settimane dalla prevista entrata in vigore dell'embargo USA contro l'Iran. Peraltro, i principali produttori OPEC e non-OPEC hanno deciso di mantenere invariata la produzione nel corso di un vertice in Algeria. Il rispetto dell'accordo di Vienna dello scorso 22 giugno potrà riprendere dal mese di ottobre. In quel vertice si era comunque deciso di aumentare la produzione in vista dei problemi di Iran e Venezuela, poi puntualmente verificatisi. I problemi di liquidità in Venezuela hanno provocato una rapida contrazione della produzione, che non sembra avere una veloce risoluzione ma che anzi pensiamo si aggraverà fino a quando il governo Maduro resterà alla guida del Paese. Nel nostro scenario non escludiamo un calo di circa un altro mezzo milione di barili al giorno entro fine anno, a cui si dovrebbe sommare un calo di altri 200.000 barili al giorno entro fine 2019. Anche dall'Iran ci attendiamo un calo della produzione: prevediamo che l'amministrazione Trump annuncerà i dettagli definitivi sull'implementazione delle sanzioni solo allo scadere del termine del 4 novembre, data critica visto l'appuntamento elettorale del 6 novembre. Ci aspettiamo che Europa, Corea del Sud e Giappone riducano le importazioni di greggio iraniano, così come India e Cina, nonostante quest'ultima abbia un legame con l'Iran piuttosto solido dal lato politico. Anche nel caso dell'Iran, ipotizziamo un calo fino a un altro mezzo milione di barili al giorno, entro fine anno. Contrazione

che raggiungerebbe il milione di barili giornalieri entro fine 2019.



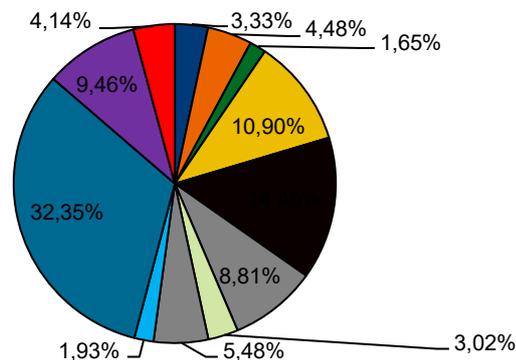
Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**EIA: prezzo del petrolio previsto in rialzo nel 2018-19.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di settembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato del petrolio riguardanti il periodo 2018-19. Si prevede un prezzo del greggio in rialzo a 72,84 dollari al barile (\$/b) nel 2018, in rialzo rispetto a 71,1 \$/b previsti ad agosto, e 73,68 \$/b nel 2019 (anch'esso in rialzo rispetto a 70,6 \$/b della stima precedente). Nel complesso, lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a una media di 5,8 dollari nel 2018 e 6,3 dollari l'anno seguente. Le previsioni relative ai fondamentali di domanda e offerta stimano un aumento della domanda a 100,1 milioni di barili (mb/g) nel 2018 e a 101,6 mb/g nel 2019 da 98,5 mb/g del 2017. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire a 60,7 mb/g nel 2018 da 58,4 mb/g del 2017 prima di accelerare ulteriormente a 62,7 mb/g nel 2019. Negli USA in particolare la produzione si è attestata a 9,4 mb/g nel 2017 ed è attesa avanzare a 10,7 mb/g nel 2018 prima di toccare il record di 11,5 mb/g nel 2019, anche se quest'ultima stima è stata rivista al ribasso da 11,7 mb/g di agosto. Nei paesi OPEC invece la produzione dovrebbe calare dai 32,7 mb/g registrati nel 2017 a 32,4 mb/g nel corso del 2018 e 32,2 mb/g nel 2019. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe decrescere nel 2018-19 con un calo da 2,1 mb/g nel 2017 a 1,7 mb/g nel 2018 e 1,3 mb/g alla fine dell'orizzonte di previsione. Si prevede quindi un disavanzo di 0,4 milioni di barili al giorno nel 2018 (stima rivista in leggero rialzo da 0,3 mb/g di agosto) e un modesto avanzo di 0,1 mb/g nel 2019 (in calo rispetto al surplus di 0,3 mb/g calcolato precedentemente).

**OPEC: necessario un taglio alla produzione per equilibrare il mercato.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di settembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio ha aggiornato le stime per i fondamentali di domanda e offerta. La domanda mondiale è stimata in aumento di 1,6 mb/g a/a a 98,8 mb/g nel 2018, come ad agosto, e in ulteriore crescita di

1,4 mb/g a/a nel 2019 fino a raggiungere quota 100,2 mb/g (stima rivista marginalmente al ribasso da 100,3 mb/g). La produzione di greggio da parte dei paesi non appartenenti all'OPEC è prevista in crescita a 59,6 milioni di barili al giorno nel 2018 (+2,0 mb/g a/a), in linea con le stime di agosto. L'offerta è prevista in espansione anche nel 2019 di 2,1 mb/g a/a a 61,7 mb/g, anche in questo caso la stima è rimasta invariata rispetto alle previsioni precedenti. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessario un progressivo calo della produzione OPEC di 0,5 mb/g nel 2018 e di 0,9 mb/g nel 2019 per raggiungere un'offerta di greggio pari a 32,9 mb/g nel 2018 e 32,0 mb/g l'anno seguente. Secondo fonti secondarie, sembrerebbe che la produzione cumulata del Cartello sia salita marginalmente nel mese di agosto di 0,3 mb/g a 32,56 mb/g da 32,29 mb/g di luglio, comunque in linea con il graduale raggiungimento della "chiamata al greggio OPEC". Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono cresciute a luglio a 2830 mb, rimanendo 43 mb al di sotto della media a cinque anni. In termini di copertura futura le scorte commerciali OCSE sono aumentate di 0,1 giorni a 59,1 a luglio, 2,3 giorni in meno rispetto alla media quinquennale.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.08.2018

**IEA: confermato il rischio di eccesso di offerta nel 2019.** Nell'Oil Market Report (OMR) di agosto, l'IEA (International Energy Agency) ha marginalmente rivisto le proprie stime ma ha sostanzialmente confermato uno scenario in cui l'offerta cresce più della domanda. Nel 2018 la domanda globale di petrolio è attesa a 99,3 milioni di barili al giorno (mb/g), da 99,2 mb/g di luglio (+1,4 mb/g a/a), e a 100,8 mb/g nel 2019 (+1,5 mb/g a/a), stima rivista marginalmente al rialzo da 100,7 mb/g del mese precedente. La produzione nei paesi non-OPEC è prevista a 60,0 mb/g nel 2018 (+2,0 mb/g a/a, rivista lievemente al rialzo da 59,9 mb/g di luglio) e a 62,7 mb/g nel 2019 (+1,8 mb/g a/a), nel mese scorso era attesa a 61,8 mb/g. La produzione non-OPEC crescerà quindi nei prossimi anni ad un ritmo superiore alla crescita della domanda. Per riportare il mercato all'equilibrio l'EIA calcola una produzione OPEC pari a 32,3 mb/g nel 2018 e a 31,9 mb/g nel 2019, entrambe le stime sono rimaste invariate rispetto alle valutazioni precedenti. Nel mese di agosto la produzione dell'OPEC ha raggiunto i 32,63 mb/g, ai massimi da nove mesi. Dal lato delle

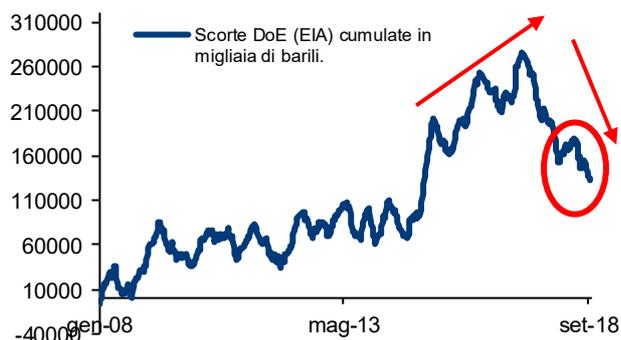
sorte, quelle OCSE sono state registrate in crescita a 2824 mb a luglio, su livelli inferiori alla media a cinque anni di 50 mb.

Performance di medio termine					
	24.09.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	565,4	9,2	7,6	19,9	22,2
WTI (\$)	72,1	5,9	9,4	38,0	19,3
Gas Naturale (\$)	3,0	3,9	17,3	4,1	2,9
Gasolio (\$)	701,8	9,2	14,9	27,2	16,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA.** Le scorte EIA Energy Information Administration), previste in calo di oltre 2,5 milioni di barili la scorsa settimana, sono scese di soli 2 milioni di barili ma questo sta comunque sostenendo le quotazioni, visto il deciso calo delle benzine (-1,7 milioni di barili). La scorsa settimana le scorte API (American Petroleum Institute) sono salite di 1,25 milioni di barili nella settimana chiusa il 14 settembre, contro il precedente declino di 8,63 milioni. L'incremento è imputabile alla tempesta tropicale Gordon, che ha interessato l'area del Golfo del Messico. Le riserve di benzina sono invece calate nello stesso periodo di 1,48 milioni di barili.

#### WTI: scorte DoE

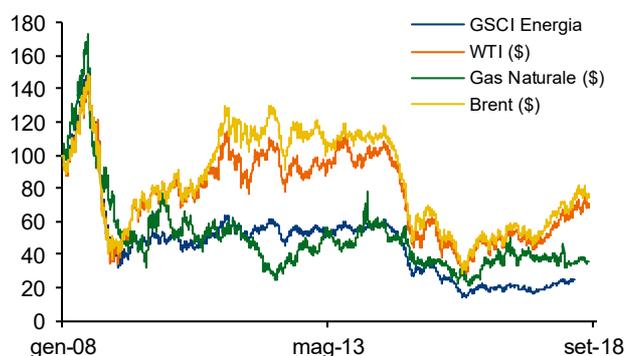


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

**Gas naturale: uragano Florence e modifica della legislazione sul flaring.** L'uragano Florence ha impattato sul mercato del gas naturale, poiché il minor consumo di elettricità ha comportato una diminuzione del consumo di gas da parte delle centrali elettriche che bruciano metano per produrre energia. Anche se Florence è approdata sulle coste americane come uragano di categoria 1, ha causato comunque numerose interruzioni di corrente, riducendo la domanda di elettricità. Il volume di gas naturale consegnato dai gasdotti interstatali, nel sud degli Stati Uniti, è diminuito di 0,8 miliardi di metri cubi al giorno, segno evidente di un accumulo di scorte. Nel breve termine non sono previste particolari tensioni rialziste sul gas naturale: le previsioni indicano temperature al di sotto della media stagionale per il mese di settembre, ma il vero banco di prova sarà l'arrivo della stagione invernale. L'amministrazione Trump sarebbe pronta ad abolire la restrizione al flaring, pratica che consiste nel bruciare senza recupero energetico il gas naturale in eccesso estratto insieme al petrolio. Si

tratterebbe del terzo passo dell'amministrazione Trump per cancellare le normative introdotte da Obama in materia ambientale. L'anno scorso, in giugno, Trump ha confermato l'uscita degli Stati Uniti dall'accordo di Parigi, insieme a Siria e Nicaragua, e da quel momento ha iniziato un'opera di riduzione delle limitazioni alla produzione di anidride carbonica, come nel caso delle centrali a carbone. Bruciare il gas prodotto dalle operazioni di *fracking* per l'estrazione di *shale-oil* però ridurrebbe la grande massa di metano stoccata che grava sulle quotazioni del gas naturale impedendogli di recuperare terreno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale, i prezzi continuano il loro consolidamento.** Nelle ultime sedute il tetto degli oltre 80 dollari al barile (per il Brent) è stato finalmente violato grazie alle difficoltà produttive di alcuni membri OPEC; questo nonostante il Cartello abbia risposto con un accordo di rialzo della produzione di circa 1 milione di barili nel meeting dello scorso giugno. Ipotizziamo che l'unico fattore di ulteriore rialzo per le quotazioni sia rappresentato dal bassissimo livello di capacità produttiva in eccesso dell'OPEC; tutti i membri infatti sono vicinissimi ai loro massimi, compresa la Libia, che in occasione del meeting in Algeria di qualche giorno fa ha proprio confermato come nonostante le difficoltà sia a un livello di export comunque molto alto. A questo si somma il fatto che rispetto al 2016 le scorte mondiali sarebbero inferiori sia a livello assoluto, sia in termini di consumi giornalieri. In quest'ottica, i fondamentali di domanda e offerta resteranno al centro delle attenzioni degli operatori per i prossimi mesi, anche perché sulle stime di domanda mondiale gravano forti revisioni al ribasso a causa delle crisi nei Paesi Emergenti. In conclusione, i dubbi sulla crescita dell'offerta OPEC dovuti all'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran rischiano di mantenere i prezzi in un intervallo elevato, seppur abbastanza stabile. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 78 dollari al barile per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 72 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 74 dollari al barile per il 2019 e a 80 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.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.09.18	2018	2019	2019	2019	2020
WTI (\$)	72,1	67,8	65,0	67,8	65,5	65,0
Brent (\$.)	81,2	73,2	73,5	72,0	72,5	70,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.09.18	2018	2019	2019	2019	2020
WTI (\$)	72,1	72,0	72,7	73,7	74,0	75,0
Brent (\$.)	81,2	78,0	80,0	80,0	80,0	80,0
Gas Nat. (\$)	3,0	3,2	3,2	2,8	3,0	3,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: consolidano il ribasso ma si auspica un marginale recupero

La debolezza del comparto consolida poco sopra 1.400. Consolida il ribasso dei Preziosi, che non paiono influenzati dalle tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina. Sia oro che argento non esercitano alcun *appeal* nei confronti degli investitori che, nonostante l'avversione al rischio resti alta, non intendono allocare liquidità in asset rifugio ma preferiscono i titoli di stato USA, che ormai rendono stabilmente oltre il 3%. La forza del dollaro, affievolitasi solo nelle ultime sedute, risente delle conferme a Jackson Hole circa il prosieguo della politica restrittiva della Fed; Trump ha sostenuto che il rialzo dei tassi, altri due da qui a fine anno, rischia di frenare l'economia americana, che dovrebbe invece essere supportata dalla Fed. Questo ha dato adito a Trump per un'ulteriore critica sul futuro apprezzamento del dollaro. Tutti i metalli preziosi hanno registrato performance negative da inizio anno, con risultati peggiori per argento e platino. Lo scenario macroeconomico è ancora sfavorevole al comparto: il cambio di passo restrittivo delle principali Banche Centrali e il rialzo dei rendimenti dei titoli di stato USA hanno fortemente ridotto gli investimenti finanziari nei Preziosi. Sui Preziosi non cambiano i temi di attenzione: a) le tensioni sui mercati legate alla guerra commerciale; b) il prosieguo dei rialzi dei tassi Fed e l'apprezzamento del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero tornare a sostenere la domanda di beni rifugio; d) l'andamento delle dinamiche inflattive globali.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	24.09.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.824,0	10,5	28,1	-41,8
GSCI Preziosi	1.425,3	-9,6	-13,9	-16,1
Oro (\$)	1.201,1	-8,0	-10,3	-10,2
Argento (\$)	14,3	-15,9	-27,5	-34,5
Platino (\$)	829,0	-10,9	-21,5	-41,9
Palladio (\$)	1.062,5	-0,4	50,8	46,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Oro e Argento, nessuna novità: tassi USA e apprezzamento del dollaro forte deprimono i prezzi. Con le tensioni geopolitiche pressoché ininfluenti per il mercato dei Preziosi, abbiamo visto un costante calo della domanda di oro e argento come beni rifugio. L'aumento dei tassi USA, la modifica del loro sentiero di crescita da parte della Fed (4 rialzi nel 2018, non più 3, e il rafforzamento del dollaro (nonostante il dissenso di Trump) hanno depresso ancor di più le quotazioni dell'oro e dell'argento. L'oro, forte della correlazione negativa con il dollaro USA, è quello che maggiormente ha subito l'influenza deprezzandosi molto. La performance dell'oro è stata indirizzata dalle dinamiche dei mercati valutari, distaccando completamente le quotazioni auree dai fondamentali, specifici, di comparto. Situazione che rischia di perdurare ancora per qualche tempo. In aggiunta, la dinamica monetaria delineata da Fed e BCE, con quest'ultima pronta alla svolta restrittiva, ha alimentato la costante diminuzione delle posizioni speculative sull'oro. In sintesi, la nostra previsione sui prezzi dell'oro è strettamente legata da un lato allo scenario macroeconomico, alle dinamiche valutarie e ai numeri di previsione sull'andamento delle principali valute e, dall'altro lato, al recupero delle posizioni speculative sul metallo giallo. Le quotazioni dell'argento restano deboli, in linea con quelle dell'oro; la deludente performance del 2018 è figlia di una somma di fattori negativi. In particolare, proprio la connotazione "industriale" dell'argento lo ha condannato a subire lo sfavorevole contesto macroeconomico, come l'oro, oltre alle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina, come i metalli industriali, visto che i cinesi restano i primi consumatori al mondo di argento per processi industriali. L'idea di fondo è che se ci sarà uno scenario favorevole agli asset ciclici, difficilmente l'argento potrà recuperare posizione, ecco perché ci attendiamo quotazioni ai minimi storici ancora per qualche mese. Nel medio periodo gli unici fattori positivi potrebbero provenire dalla domanda generata dai settori elettronico ed energetico.

Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)

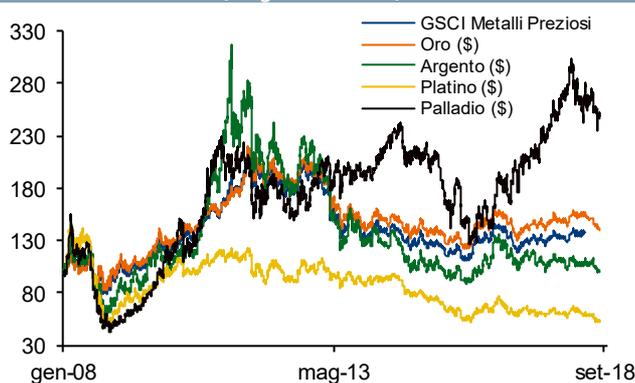


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Platino e Palladio. L'estate ha enfatizzato la divergenza fra le quotazioni di platino e palladio. Le tensioni

commerciali, i rischi di nuovi dazi sulle importazioni americane di autoveicoli e la forza del dollaro, che si contrappongono alla svalutazione del rand sudafricano, hanno pesato negativamente sul **platino**, le cui quotazioni sono costantemente diminuite dal massimo annuale di fine gennaio. Di contro, le quotazioni del **palladio** hanno registrato una contrazione inferiore e da metà agosto hanno iniziato un trend di recupero, riportandosi in un intervallo di prezzo simile a quello del 2° trimestre. La maggior crescita della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino sta subendo in modo chiaro la dinamica di contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il platino è impiegato nei filtri di scarico dei motori diesel che, a tendere, dovrebbero non essere più prodotti per il mercato delle auto private. In aggiunta, per il settimo anno consecutivo il palladio vedrà un mercato in deficit, mentre continueranno a indebolirsi i fondamentali del platino.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	24.09.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.425,3	-6,2	-11,7	-9,8	-9,6
Oro (\$)	1.201,1	-5,1	-10,9	-8,3	-8,0
Argento (\$)	14,3	-12,1	-13,4	-16,4	-15,9
Platino (\$)	829,0	-4,6	-12,7	-11,9	-10,9
Palladio (\$)	1.062,5	12,8	8,6	16,3	-0,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto nonostante il consolidamento, al ribasso, in atto.** L'aspettativa è che nel corso del prossimo anno lo scenario macroeconomico diventi meno sfavorevole al comparto. I Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Per tutti i Preziosi auspichiamo un recupero delle quotazioni rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi. Movimento che dovrebbe essere guidato da un modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree economiche, da un incremento delle tensioni da rischi geopolitici, e dall'attesa che le politiche monetarie possano diventare, in futuro, meno restrittive e penalizzanti. In conclusione, la sommatoria di rischi inflattivi (per ora ancora deboli), domanda industriale in scarso rialzo e rischi geopolitici (marginali) rischia di sostenere solo

blandamente gli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, nonostante il ribasso in atto, resta ancora Moderatamente Positivo, proprio in attesa di un rimbalzo fisiologico vista la forte discesa da inizio anno.

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

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.09.18	2018	2019	2019	2019	2020
Oro (\$)	1.201,1	1.250,0	1.275,0	1.280,0	1.276,3	1.262,5
Argento (\$)	14,3	16,0	16,2	16,5	16,4	17,0
Platino (\$)	829,0	840,0	867,5	935,0	912,5	922,5
Palladio (\$)	1.062,5	955,0	975,0	1.010,0	1.020,0	1.035,3

Fonte: consenso Bloomberg

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

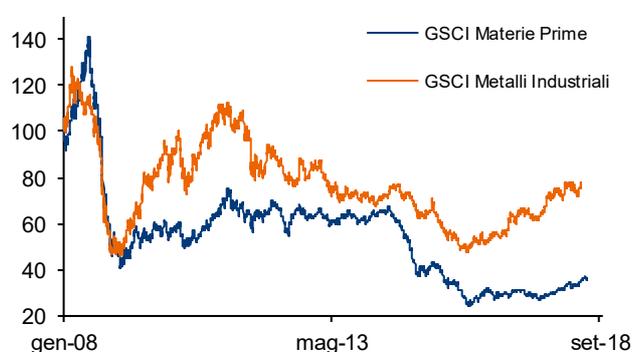
	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.09.18	2018	2019	2019	2019	2020
Oro (\$)	1.201,1	1.250	1.275	1.300	1.300	1.320
Argento (\$)	14,3	15,0	15,6	15,8	16,0	17,0
Platino (\$)	829,0	800	820	850	850	820
Palladio (\$)	1.062,5	980	1.000	1.125	1.125	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: consolidano il ribasso sulle tensioni nei Paesi Emergenti

**Consolida il ribasso a causa dello scontro commerciale fra USA e Cina.** Le tensioni commerciali fra USA e Cina si sono propagate anche ai mercati emergenti creando una correlazione negativa che potrebbe durare ancora a lungo. Molto dipenderà dalle elezioni di medio termine, previste per novembre negli Stati Uniti. Sarà importante verificare se l'amministrazione Trump uscirà più o meno rafforzata dal rinnovo del Congresso e, di conseguenza, quanto spazio di manovra e con che forza politica il presidente Trump porterà avanti ulteriori battaglie commerciali. Il ribasso delle quotazioni dei Metalli Industriali verificatosi nei mesi estivi è stato accompagnato dal deterioramento del sentiment di mercato proprio sugli Emergenti. Il fortissimo ribasso in atto da giugno, che ha portato il comparto da 1.500 in area 1.250, rappresenta un segnale molto negativo per l'economia globale. I Metalli Industriali sono stati il peggior comparto da inizio anno, registrando ampie perdite nel 3° trimestre dopo un 1° semestre in cui le quotazioni di molti metalli erano rimaste stabili. Inoltre, il mercato degli industriali storicamente anticipa l'andamento dell'economia globale e, infatti, nell'ultimo trimestre i parametri macroeconomici si sono notevolmente deteriorati a dimostrazione che i mercati finanziari hanno preso coscienza che le guerre commerciali stanno avendo un impatto già evidente a partire dalle valute dei Paesi Emergenti, esposte alle commodity. La volatilità del dollaro poi, in apprezzamento a causa delle politiche della Fed, sta penalizzando ulteriormente i derivati finanziari delle materie prime, che sono quasi tutti espressi nella divisa americana. Benché il quadro negativo descritto sia sostanzialmente legato a fattori esterni ai Metalli, il comparto rimane per la maggior parte delle sue componenti in una situazione di deficit. I dati commerciali continueranno a generare notevole incertezza, in particolare nei siti di produzione, a cui si sommano le incertezze valutarie legate alle valute domestiche di paesi produttori.

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



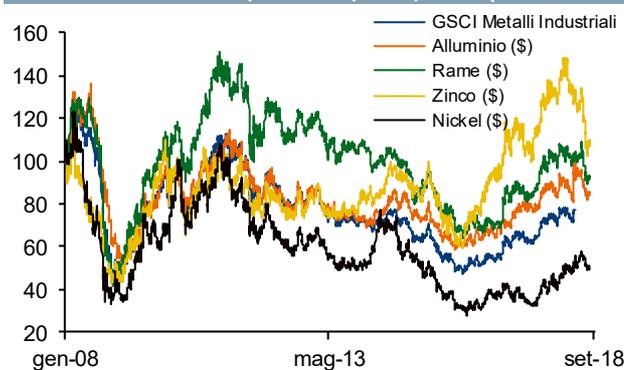
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 24.09.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.824,0	10,5	28,1	-41,8
GSCI Industriali	1.282,4	-11,5	23,3	-4,9
Rame (\$)	6.353,0	-12,3	30,9	-11,7
Alluminio (\$)	2.060,0	-9,2	25,8	14,2
Zinco (\$)	2.562,0	-23,2	13,0	39,5
Nickel (\$)	12.955,0	1,5	21,5	-6,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La svalutazione delle monete dei Paesi Emergenti deteriora il quadro sui Metalli Industriali.** La correlazione esistente fra il deterioramento dei Paesi Emergenti, in particolare delle proprie valute, e il ribasso degli Industriali è destinata a restare forte. La svalutazione delle monete emergenti genera, di riflesso, un apprezzamento del dollaro e questo è da sempre negativo per i prezzi delle commodity, espressi nella moneta USA. Questa correlazione si è rafforzata negli ultimi mesi perché l'inasprirsi della guerra commerciale ha reso più concreto e visibile il rallentamento della crescita del commercio mondiale con un impatto visibile sul tasso di crescita della domanda di commodity. Questo sentiment molto negativo sui mercati è ancora, senza dubbio, il driver più forte. In aggiunta, dal lato dei fondamentali specifici degli Industriali, quando aumenta la svalutazione delle divise locali dei Paesi produttori, si registra un ribasso dei costi marginali di estrazione e raffinazione, accentuando così l'offerta del prodotto, che finisce, di conseguenza, per esercitare ulteriore pressione ribassistica sul prezzo di mercato (espresso però in dollari). Inoltre, se la svalutazione nel Paese emergente è molto rapida (come nell'ultimo mese) o viene percepita come duratura, si registrerà anche un deciso deflusso di capitali, in fuga da una situazione di volatilità, e questo provoca ulteriori effetti depressivi per l'economia emergente. Per molti metalli i fondamentali restano buoni, nonostante il ciclo macroeconomico si sia deteriorato, ecco perché monitoreremo con attenzione l'evolversi della crisi sui Paesi Emergenti, ad ora il fattore di maggior tensione sui prezzi degli Industriali.

**Cina: economia ancora solida ma in moderato rallentamento.** Nel 2° trimestre il **PIL** cinese ha mostrato una crescita del 6,7% a/a, in linea con le previsioni ma in calo rispetto al 6,8% del 1° trimestre, in un trend di progressivo rallentamento del gigante asiatico sulla scia delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti e della minore domanda estera. A partire dal mese di luglio sono entrati in vigore dazi del 25% su 50 miliardi di dollari di export cinese e la Cina ha già risposto in misura equivalente alla prima ondata protezionista. L'amministrazione USA ha recentemente annunciato che a partire dal 24 settembre entreranno in vigore dazi del 10% su 200 miliardi di prodotti cinesi, per poi venire incrementati a 25% entro la fine dell'anno. La risposta di Pechino non si è fatta attendere con l'annuncio di dazi tra il 5% e il 10% su altri 60 miliardi di dollari di merci statunitensi. Lo stato delle relazioni tra i due paesi resta dunque complicato e non si escludono ulteriori misure, peraltro già minacciate da Trump, che potrebbero colpire la totalità dell'export cinese negli Stati Uniti. L'intensificarsi delle tensioni commerciali ha già messo a rischio gli incontri programmati tra i rappresentanti di Washington e Pechino, confermando il segnale negativo per gli sviluppi futuri dei rapporti tra le due potenze. Il viceministro del Commercio cinese Wang Shouwen ha infatti dichiarato che è difficile procedere nel negoziato con gli USA, vista la mancanza di volontà dell'amministrazione Trump di trovare un accordo. Il quadro sui dazi alimenta i timori circa il possibile impatto della guerra commerciale in atto sulla domanda di commodity e sulla salute dei cicli economici, in particolare, delle economie emergenti. Sul fronte del **commercio internazionale**, le esportazioni sono avanzate di 9,8% a/a nel mese di agosto, in rallentamento rispetto a 12,2% a/a di luglio, a fronte di un indebolimento della domanda estera e dell'incertezza relativa alle tensioni commerciali. Nel complesso, però, i dazi sembrano aver avuto un impatto ancora limitato sull'export verso gli USA, che è accelerato ulteriormente in agosto a 13,2% a/a da 11,2% di luglio, verosimilmente supportato dalla debolezza relativa del renminbi. In crescita a ritmi inferiori rispetto al mese precedente anche le importazioni, che nel mese di agosto hanno registrato un aumento del 20,0% a/a da 27,3% a/a. Il dato sulle importazioni è risultato comunque superiore alle attese grazie a una domanda interna ancora robusta. Lo scenario di espansione a ritmi più moderati è confermato dai segnali provenienti dai più recenti indicatori anticipatori. Le rilevazioni dell'istituto Caixin di agosto hanno visto il proseguimento della decelerazione dell'indice **PMI manifatturiero** a 50,6 da 50,8 precedente, al terzo mese di marginale calo. In rallentamento anche gli indici composito e dei servizi ma ancora in territorio espansivo. La **produzione industriale** è avanzata di un decimo a 6,1% a/a, rimanendo comunque al di sotto della media degli ultimi tre anni, con la maggiore attività delle aziende private che ha compensato la decelerazione di quelle a proprietà statale. Nel complesso, rallenta ulteriormente il dato cumulato da inizio anno a 6,5% da 6,6%. Gli **investimenti** hanno risentito in maniera significativa dell'incertezza nei rapporti con gli USA. Gli

investimenti fissi nominali sono decelerati a 5,3% a/a in agosto da 5,5% in luglio, il tasso più basso dagli anni '90, in linea con il rallentamento dei crediti, ma sono attesi in stabilizzazione nei prossimi mesi, sospinti dall'impegno del Governo per maggiori investimenti infrastrutturali nelle zone rurali del Paese e da una ripresa dei crediti bancari. Le **vendite al dettaglio** salgono a 9,0% a/a ad agosto dopo il marginale calo di luglio a 8,8% a/a in una dinamica di crescita cumulata da inizio anno stabile a 9,3% ma in un trend di progressivo rallentamento.

**Cina: crescono ancora i prezzi delle case.** Nel mese di agosto prosegue il trend di crescita dei prezzi delle case nuove, su ritmi ormai prossimi al picco toccato nel 2016, con un aumento di 1,49% m/m da 1,21% m/m di luglio, corrispondente a una variazione tendenziale intorno all'8%. In aumento anche i prezzi delle case preesistenti, che mettono a segno un incremento annuo di 6,2% da 5% di luglio. Tra le 70 città monitorate dall'Ufficio statistico cinese, 68 riportano un aumento dei prezzi delle nuove abitazioni rispetto alle 65 del mese precedente; in crescita anche il numero di quelle che hanno registrato un incremento dei prezzi delle case preesistenti (66 da 64). Calano ancora il numero di città con prezzi delle abitazioni in discesa. Continua dunque il surriscaldamento del mercato immobiliare cinese e si acuiscono le preoccupazioni per una bolla.

**Cina: l'inflazione è in crescita e va monitorata, ma per ora lascia spazi di manovra alla Banca centrale.** Le rilevazioni per il mese di agosto hanno registrato un'**inflazione** in crescita a 2,3% a/a (era attesa a 2,1% a/a) come a luglio. L'incremento è imputabile principalmente alla componente alimentare a fronte dell'epidemia di peste suina in alcune aree del Paese e di un clima particolarmente caldo e umido, che ha spinto al rialzo i prezzi di uova e vegetali. Sul fronte dei **prezzi alla produzione** l'indice PPI cresce di 4,1% ad agosto da 4,6% a/a in una moderazione diffusa a quasi tutti i settori sulla scia di un'attività economica meno vivace. Nel complesso, il rallentamento della crescita potrebbe raffreddare le pressioni al rialzo provenienti dai costi degli affitti nelle grandi città, dai maggiori costi alimentari e dall'effetto sui prezzi all'import della debolezza della valuta. L'andamento dell'inflazione nella seconda metà dell'anno sarà quindi monitorato con attenzione dalla Banca centrale (PBoC). Per il momento, però, con un'inflazione ancora distante dal target del 3%, l'Istituzione di politica monetaria ha una certa flessibilità per far fronte all'andamento della congiuntura economica. La possibilità di agire sui tassi d'interesse permette inoltre alla PBoC di proteggersi sul fronte valutario e agire sul tasso di cambio tra il renminbi e il dollaro in risposta alle tensioni commerciali con Washington.

**Rame: deficit per il 2018 e 2019 maggiormente bilanciato.** L'International Copper Study Group (ICSG), nel suo report mensile di agosto, ha ribadito che il mercato mondiale del rame ha registrato, nel 2017, un deficit stabile, dopo anni di riduzione del deficit. Il deficit 2017 è stimato a -248.000

tonnellate, stabile rispetto alle -251.000 tonnellate nel 2016, ma in netto calo rispetto alle -454.000 tonnellate registrate nel 2014 (i dati sono aggiustati tenendo conto delle riserve cinesi). Questo dato ci consente di dire che è in corso una stabilizzazione del mercato che evidenzia come la crescita dell'offerta mondiale sia stata bilanciata dall'incremento dei consumi mondiali, visti a 23,76 milioni di tonnellate nel 2017. Circa l'anno 2018, nei primi cinque mesi si è registrato un surplus inferiore all'anno precedente (+24.000 tonnellate contro le +37.000 del medesimo arco temporale del 2017). I rinnovi contrattuali in America Latina e le conseguenti manifestazioni sindacali hanno portato solo a sporadiche interruzioni dell'offerta. Il punto chiave è che lo scenario macroeconomico si è comunque indebolito negli ultimi mesi a causa delle tensioni commerciali che hanno impattato negativamente sul ventaglio di dati cinesi, i principali consumatori di rame. A complicare il quadro, molte società minerarie continuano a pianificare aumenti della produzione e della capacità di lavorazione nonostante una domanda mondiale più fragile. In conclusione, appare probabile che dopo un modesto deficit sull'intero 2018 nel 2019 il mercato sarà maggiormente bilanciato. La nostra previsione è di un prezzo medio di 6.400 dollari alla tonnellata per il 4° trimestre e un prezzo medio di 6.500 dollari per l'intero 2019.

**Alluminio: buone prospettive a fronte di un'offerta stabile e domanda in crescita.** Il prezzo dell'alluminio è risultato particolarmente volatile dall'inizio del 2018. Il tema principale che ne ha guidato i corsi è stato il complicarsi dei rapporti tra la Russia e gli Stati Uniti; i mercati hanno infatti risentito del rischio che le sanzioni USA contro alcuni oligarchi russi potessero limitare l'offerta sia di input al processo produttivo che di materiale raffinato. Un ulteriore fattore rilevante da monitorare con attenzione è la politica industriale cinese: sono stati pianificati tagli alla produzione per limitare l'inquinamento ambientale. Per il momento non sono ancora noti i dettagli ma potrebbero rientrare in vigore le norme che l'inverno scorso avevano imposto, in 28 municipalità, una riduzione del 30% sulla produzione di alluminio e del 50% su quella di acciaio. Tali misure si inseriscono in un contesto politico che considera con maggiore attenzione il problema ambientale: la lotta all'inquinamento è stata inserita tra gli obiettivi del più recente piano quinquennale varato dal Partito, e così è iniziato un più attento controllo degli impianti non a norma di legge. Finora i tagli alla produzione imposti dalle autorità di Pechino hanno permesso un riequilibrio del mercato cinese di alluminio, che storicamente è sempre stato in surplus (a fronte però di un mercato estero in deficit), e si stima che se le nuove misure fossero analoghe a quelle introdotte lo scorso inverno il mercato potrebbe addirittura passare in deficit. Nel complesso, un'offerta mondiale sostanzialmente stabile rispetto allo scorso anno a fronte di una domanda in continua crescita mette sotto pressione le scorte di alluminio. Non emergono invece ulteriori incertezze sul fronte delle relazioni commerciali; il quadro tariffario con dazi statunitensi al 10%

sulle importazioni di alluminio da tutti i paesi (20% su quelle turche) è ormai delineato e non sono attese modifiche. Le prospettive sono dunque positive e, nello scenario di base, si stima un prezzo dell'alluminio che può raggiungere una media di 2.300 dollari alla tonnellata nel 4° trimestre e 2.400 dollari alla tonnellata nel 2019.

**Nickel: fondamentali positivi, la correzione estiva dovrebbe rivelarsi temporanea.** In attesa del nuovo scenario semestrale che verrà pubblicato in ottobre dall'International Nickel Study Group (INSG), dalle stime di aprile emergono fondamentali di domanda e di offerta positivi a fronte di un mercato in deficit nell'anno in corso, superiore a quello registrato nel 2016. L'offerta è infatti vincolata dagli interventi governativi nelle miniere filippine e dall'incertezza legata alle esportazioni di materia prima dall'Indonesia. È invece solida la domanda di nickel, che beneficia del suo utilizzo nelle batterie dei veicoli elettrici e risente positivamente della robusta dinamica della produzione di acciaio inossidabile. La correzione estiva che ha portato il prezzo ai minimi da inizio anno è stata innescata da timori che le tensioni commerciali possano danneggiare la domanda di materie prime industriali. Nel complesso, però, riteniamo che, dati i fondamentali positivi, il calo dovrebbe rivelarsi temporaneo. Si prevede dunque un prezzo per il nickel intorno a 14.000 dollari nel 4° trimestre e 15.000 nel 2019. Tra i rischi per lo scenario si segnalano, come precedentemente indicato, la complessità delle dinamiche interne ai due paesi produttori, Filippine e Indonesia.

**Zinco: ribasso eccessivo, non mancano spunti per un possibile recupero.** Anche sullo zinco, come detto per gli altri metalli, riteniamo che i mesi estivi abbiano visto un eccessivo storno delle quotazioni, amplificando eccessivamente il recente deterioramento dei fondamentali. Tale quadro ci consente di sperare in un modesto recupero. L'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) mostra, nel suo report di agosto, come lo scorso anno il mercato mondiale dello zinco abbia registrato un'espansione del deficit: -460.000 tonnellate per l'anno 2017 a fronte di un'offerta globale di 13,22 milioni di tonnellate e un consumo di 13,68 milioni di tonnellate. Nel 2016 un deficit di -127.000 mila tonnellate e nel 2015 un surplus di 170.000 mila tonnellate. Nell'ultimo Outlook semestrale pubblicato invece ad aprile, l'ILZSG si attendeva per l'intero 2018 un deficit in contrazione di circa 260.000 tonnellate, scenario che appare di difficile realizzazione perché nel 1° semestre di quest'anno il mercato ha registrato un modesto deficit di sole 17.000 tonnellate, che si contrappone alle -193.000 tonnellate del medesimo periodo del 2017. Il surplus del 1° trimestre si è scaricato sulle scorte all'LME generando un temporaneo rialzo. Fenomeno che però nel corso del 2° e 3° trimestre si è stabilizzato su Londra mentre sono nuovamente diminuite le riserve a Shanghai. Il rapporto fra scorte e consumi resta su livelli bassi, anche se si è allontanato dal minimo a 10 anni, confermando però lo stato di buona salute del mercato. Sarà decisivo monitorare la dinamica delle scorte, verificando se la domanda mondiale continuerà ad assorbire l'offerta, o se

invece il nervosismo dei mercati finanziari finirà per generare un deterioramento dei fondamentali. In aggiunta, solo una crescita dell'offerta mineraria superiore alle attese potrebbe deprimere ulteriormente le quotazioni dello zinco. Alla luce di questo scenario, prevediamo per lo zinco un prezzo medio di 2.625 dollari nel 4° trimestre e di 2.800 dollari per l'intero 2019.

#### Performance di medio termine

	24.09.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.282,4	-7,1	-4,5	-3,6	-11,5
Rame (\$)	6.353,0	-6,0	-4,6	-1,5	-12,3
Alluminio (\$)	2.060,0	-4,4	0,5	-4,1	-9,2
Zinco (\$)	2.562,0	-13,9	-20,3	-16,7	-23,2
Nickel (\$)	12.955,0	-12,1	0,0	22,4	1,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo nonostante il deterioramento del quadro macroeconomico.** Permangono le tensioni commerciali, ora in modo trasversale fra le economie e non più solo fra USA e Cina, coinvolgendo anche i Paesi Emergenti e le loro valute. Nel breve periodo non escludiamo ancora forti pressioni al ribasso, derivanti dai rischi commerciali e dal sentiment di mercato negativo. L'auspicio è che ci possa essere un moderato recupero nel corso del 4° trimestre, legato specialmente a una maggiore attenzione per i fondamentali dei singoli metalli, visto che per molti di essi si sono mantenuti ancora positivi. Il recupero dei Metalli Industriali dovrà passare, inevitabilmente, dall'allentamento delle preoccupazioni macroeconomiche e politiche nei Paesi emergenti. La correlazione fra Industriali e Paesi Emergenti rimarrà forte anche nei prossimi mesi. Le svalutazioni delle valute di importanti paesi produttori ed esportatori in Sud America, Sud Africa e Asia, hanno avuto effetti depressivi sulle quotazioni delle commodity in generale e dei Metalli in particolare. La robustezza dei fondamentali è ancora un buon viatico per prezzi in rialzo nella parte finale del 2018, quadro che ci consente di riconfermare, con prudenza, un Outlook Moderatamente Positivo. Le nostre previsioni sono però condizionate dall'idea che le attuali difficoltà di molti Paesi Emergenti non si trasformino in una vera e propria crisi sistemica, evitando il contagio alle istituzioni finanziarie. Resta infine lo scoglio delle *mid-term elections* americane; pensiamo che difficilmente nuove sanzioni saranno annunciate, indipendentemente dal risultato politico ottenuto da Trump. Entro la fine dell'anno gli operatori dovrebbero pertanto tornare a concentrarsi sui fondamentali di comparto.

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

	Valore 24.09.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.353,0	6.500	6.617	6.850	6.800	6.844
Alluminio (\$)	2.060,0	2.100	2.100	2.138	2.175	2.190
Zinco (\$)	2.562,0	2.775	3.369	2.750	3.005	3.005
Nickel (\$)	12.955,0	13.900	12.500	13.670	13.813	13.813

Fonte: consenso Bloomberg

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

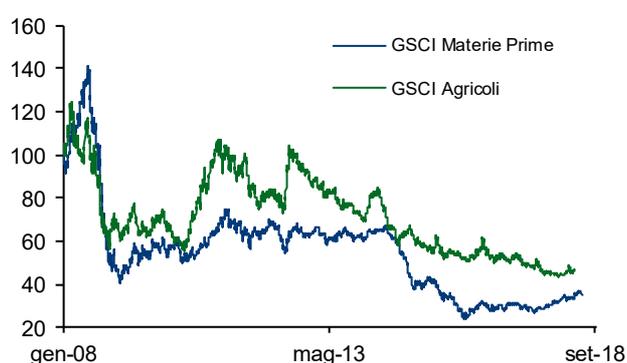
	Valore 4° trim. 24.09.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.353,0	6.400	6.400	6.500	7.000
Alluminio (\$)	2.060,0	2.300	2.400	2.400	2.400
Zinco (\$)	2.562,0	2.625	2.700	2.800	2.900
Nickel (\$)	12.955,0	14.000	14.500	15.000	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: permane la tensione USA-Cina, possibile recupero nel 2019

**Agricoli ancora depressi dalle tensioni commerciali.** Durante l'estate gli Agricoli hanno registrato una forte volatilità. In luglio, il rialzo del frumento è scaturito dai timori per uno scarso raccolto in Russia ed Europa orientale. Le pressioni ribassiste si sono concentrate principalmente sui prezzi della soia e del mais, che hanno corretto al ribasso perché influenzati dall'introduzione delle tariffe cinesi sulle importazioni di beni agricoli dagli Stati Uniti. Nonostante tra USA e Cina si proceda con maggior cautela sul fronte delle tensioni, permangono i rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica di quei Paesi esposti al comparto degli Agricoli. Lo storno delle quotazioni del comparto conferma l'idea che l'agricoltura sia uno dei settori più vulnerabili alle tensioni sul commercio. Rinforziamo pertanto il nostro approccio di massimo interesse per i temi da monitorare: 1) l'impatto delle condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale di fine anno e per l'anno prossimo, col fenomeno del Niño che potrebbe manifestarsi durante questo inverno; 2) le possibili speculazioni dovute alle tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



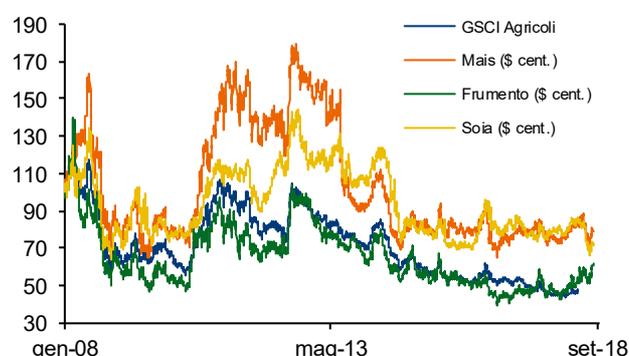
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 24.09.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.824,0	10,5	28,1	-41,8
GSCI Agricoli	352,6	-7,1	-21,0	-46,2
Mais (\$ cent.)	360,5	2,8	7,1	-20,7
Frumento (\$ cent.)	527,0	23,4	30,2	-21,4
Soia (\$ cent.)	841,0	-11,6	-11,9	-36,4
Cotone (\$ cent.)	78,7	0,1	14,0	-5,6
Cacao	2.235,0	18,1	-21,6	-14,1
Zucchero	10,4	-31,5	-53,1	-41,1
Caffè (arabica)	98,5	-21,9	-34,9	-16,4
Caffè (robusta)	1.596,0	-6,9	-18,6	-5,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di settembre: prospettive ancora positive per gli agricoli nella stagione 2018-19 ad eccezione della soia.** Il rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) del 12 settembre a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime riguardanti i fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19. Le scorte di **frumento** sono attese in contrazione a 261,3 milioni di tonnellate (mt) nel 2018-19 da 274,4 mt del 2017-18. Le stime sono state però riviste al rialzo dai 258,9 milioni di tonnellate stimate ad agosto. Attesi in crescita anche i consumi a 746,1 mt, dato rivisto al rialzo dai 743,7 stimati ad agosto, rispetto a 741,0 mt della stagione 2017-18. La produzione è stata invece rivista al rialzo rispetto alla stima precedente, 733,0 mt da 729,6 mt, ma è confermata in calo da 758,3 mt dell'anno scorso. Nel complesso, il rapporto riserve/consumo dovrebbe calare ulteriormente a 35% da 37% della scorsa stagione, anche se le stime di agosto erano per una maggiore contrazione a 34,8%. Previste in calo anche le scorte di **mais** a 157,0 mt nel 2018-19 (riviste al rialzo da 155,5 mt di agosto) da 194,2 mt del 2017-18. Si attende invece una crescita della produzione a 1069,0 mt, da 1033,6 mt. La stima è stata rivista al rialzo da 1061,1 mt di agosto. I consumi, già previsti in aumento a 1098,9 mt in agosto, dovrebbero crescere ulteriormente a 1106,1 da 1067,3 della scorsa stagione. Il rapporto scorte/consumi scenderà quindi a 14,2% (rivisto in lieve rialzo da 14,1%) rispetto al 18,2% del 2017-18 a fronte di un aumento dei consumi e di un calo delle scorte. Sono invece previsti in deterioramento i fondamentali per la **soia**, con un rapporto riserve/consumi in crescita a 30,7% (al di sopra del 29,9% stimato ad agosto) da 28,1% del 2017-18 a fronte di una revisione al rialzo delle scorte e di un aumento dei consumi rivisto al ribasso rispetto ai dati di agosto. Nello specifico la produzione dovrebbe salire a 369,3 mt, in crescita rispetto a 367,1 mt elaborato in agosto, attestandosi comunque su livelli superiori rispetto alla scorsa stagione quando la produzione si era fermata a 336,8 mt. I consumi sono attesi in crescita a 353,0 mt da 337,0 mt del 2017-18 ma

le stime di agosto indicavano un rialzo maggiore a 353,6 mt. Infine le stime relative alle scorte sono state riviste al rialzo a 108,3 mt da 105,9 mt di agosto, in significativo aumento da 94,7 mt dello scorso anno.

**USA: Trump incrementa il programma di aiuti al settore agricolo dopo la rappresaglia cinese sui dazi.** In seguito alle tensioni commerciali il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) ha annunciato aiuti per 12 mld di dollari, nel pieno rispetto delle norme del WTO, a favore degli agricoltori colpiti dai dazi cinesi. Il supporto maggiore andrà alla soia, il mercato più danneggiato dalle ritorsioni di Pechino, con sostegni per 3,6 mld di dollari, seguita dai suini (290 mln di dollari), ma sono in programma anche pagamenti per i produttori di sorgo (156 mln), cotone (277 mln), grano (119 mln) e prodotti caseari (127 mln). Sono stati inoltre allocati fino a 200 mln di dollari per favorire lo sviluppo dei mercati esteri per i beni agricoli nazionali. La manovra ha anche un'importante funzione politica: gli stati agricoli del Paese hanno votato ampiamente a favore di Trump nelle elezioni presidenziali e il nuovo piano di aiuti delineato dall'USDA ha anche lo scopo di conservare tale consenso in vista delle elezioni di *mid-term* in programma a novembre.

Performance di medio termine					
	24.09.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	352,6	-4,1	-4,1	-4,1	-7,1
Mais (\$ cent.)	360,5	2,9	-4,4	1,9	2,8
Fruento (\$ cent.)	527,0	10,5	14,5	16,1	23,4
Soia (\$ cent.)	841,0	-3,8	-18,2	-13,4	-11,6
Cotone (\$)	78,7	-7,8	-3,8	14,0	0,1
Cacao	2.235,0	-10,0	-14,5	12,7	18,1
Zucchero	10,4	-13,5	-17,4	-24,5	-31,5
Caffè (arabica)	98,5	-13,5	-16,0	-26,7	-21,9
Caffè (robusta)	1.596,0	-4,9	-8,3	-21,2	-6,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Mais: fondamentali ancora buoni ma pesano le tensioni commerciali fra USA e Cina.** Dal mese di luglio la Cina ha iniziato l'imposizione del dazio del 25% sulle importazioni di cereali dagli Stati Uniti, mossa di rappresaglia nei confronti delle tariffe precedentemente imposte dal Governo americano sui beni prodotti in Cina. Le ripercussioni sul mercato si sono subito fatte sentire: la Cina è infatti il secondo consumatore al mondo di mais dopo gli USA (241 milioni di tonnellate nella stagione 2017-18 contro 318 milioni). La Cina è anche il secondo produttore, sempre dopo gli USA, pur restando però dipendente dalle importazioni per soddisfare i propri consumi interni. Nel 2017 ha importato 2,8 milioni di tonnellate di mais, di cui 0,7 milioni dagli Stati Uniti (un quarto del totale). Il restante 60-65% dell'import di mais proviene infatti dall'Ucraina. Un inasprimento delle relazioni commerciali finirebbe per distorcere ulteriormente le quotazioni del mais prevalendo, come driver, sui fondamentali del mais che al momento restano ancora solidi. Ci aspettiamo che i prezzi del mais recuperino qualora le tensioni commerciali dovessero diminuire, con la previsione di un prezzo medio di 350

centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e gli stessi 350 centesimi, di prezzo medio, per l'intero 2019.

**Fruento: possibile un impatto minore dai dazi cinesi.** Pur se inserito al pari di soia e mais nella lista dei beni agricoli su cui la Cina intende rivalersi, viste le tariffazioni che Trump ha imposto sull'import cinese, il frumento subirà un impatto minore dai dazi cinesi. La Cina è il principale consumatore di frumento al mondo (122 milioni di tonnellate nella stagione 2017-18, su un'offerta globale di 746,1 milioni di tonnellate), di cui ne produce circa 128 milioni di tonnellate (dato del 2017-18). Nella stagione 2018-19, il mercato mondiale di frumento è previsto in deficit per la prima volta in sei anni a causa dei danni dovuti alle ondate di caldo e siccità nell'Unione Europea, in Russia e Australia, mentre i consumi dovrebbero aumentare. La novità delle ultime sedute è che Mosca non introdurrà alcuna tassa sulle esportazioni di cereali, una decisione che di fatto smorza qualsiasi timore in merito a possibili carenze di fornitura. Alla luce di questo scenario stimiamo un prezzo medio di 500 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e 490 centesimi per l'intero 2019, anche perché le scorte mondiali restano di gran lunga al di sopra della media storica.

**Soia: pesa l'offensiva cinese verso la soia USA ma resta un cauto ottimismo sul futuro.** La soia è la commodity agricola più colpita dalla rappresaglia cinese nei confronti dei dazi americani. La Cina, infatti è il primo consumatore al mondo di soia e ha importato l'88,7% del suo fabbisogno nel 2017-2018, mentre il consumo totale ammonta a 106 milioni di tonnellate. Proprio gli Stati Uniti sono stati il principale fornitore di semi di soia per la Cina. L'ipotesi che l'enorme produzione americana non trovi sbocchi alternativi alla Cina, sul mercato mondiale, ha portato al crollo delle quotazioni della soia. Inoltre, la Cina potrebbe anche decidere di mantenere importazioni dagli USA più basse, rispetto alla media, per alcuni mesi, approvvigionandosi da altri produttori come Brasile e Argentina, che potrebbero sopperire a un calo delle importazioni cinesi dagli Stati Uniti. Il mercato mondiale appare in surplus di soia, come riportato nel report WASDE di settembre. La produzione mondiale di semi di soia dovrebbe aumentare a 366,3 milioni di tonnellate e il consumo mondiale dovrebbe crescere fino a toccare un nuovo record di 353,0 milioni di tonnellate. Per concludere, le scorte mondiali dovrebbero aumentare fino a 108,3 milioni di tonnellate nella stagione 2018-19. Alla luce di questo quadro, pensiamo a un prezzo medio della soia di 830 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e 860 centesimi per l'intero 2019. Benché la Cina abbia già iniziato a sostituire la soia USA con quella brasiliana e la farina di soia americana con quella argentina e miri a una riduzione delle scorte, il ciclo della soia cinese non può distaccarsi completamente dalle importazioni statunitensi.

**FAO: l'indice dei prezzi alimentari resta stabile ad agosto ma il clima secco spinge al rialzo il prezzo del grano.** Nel mese di

agosto i prezzi delle materie prime alimentari sono rimasti stabili a fronte di un aumento del prezzo dei cereali, a cui si è opposto il calo dello zucchero e degli oli vegetali. L'indice FAO è rimasto pressoché invariato ad agosto con una media di 167,6 punti, in calo però di 5,4% rispetto ad agosto 2017. I rincari maggiori sono stati quelli dei **cereali** con prezzi al rialzo del 4%, soprattutto per quanto riguarda il mais (+3,0%) e il grano, con prezzi quasi raddoppiati a causa del clima estivo che ha messo a dura prova le colture in Unione Europea e Russia. Registrate invece in calo le quotazioni del riso. In discesa del 2,6% anche l'indice relativo agli **oli vegetali**, vicino ai minimi da tre anni. Il calo è diffuso a olio di palma, girasole e soia sia per la maggior produzione che, soprattutto nel caso dell'olio di palma, per una minore domanda globale. L'indice dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari** registra un calo di 1,5%, il terzo ribasso mensile consecutivo. Spinte rialziste potrebbero provenire dal clima particolarmente secco che non favorisce la produzione di latte. Invariato il prezzo delle **carni**, con il calo delle quotazioni di pollami e bovini che compensa il rialzo di ovini e suini; questi ultimi sono spinti dalla forte domanda cinese a causa delle maggiori importazioni dovute all'epidemia di peste suina presente in alcune aree del Paese. In forte calo i corsi dello **zucchero**, che scendono di 5,4% ad agosto, ai minimi da dieci anni a causa delle tensioni sui mercati emergenti che hanno colpito le valute di Brasile e India, i due principali paesi esportatori.

**FAO: riviste al rialzo le stime per la produzione di cereali ma restano ai minimi da tre anni.** La FAO prevede una produzione mondiale di cereali nel 2018 a 2.587 milioni di tonnellate (mt); la stima è stata rivista lievemente al rialzo da luglio, ma rimane ai minimi da tre anni e in calo del 2,4% dai livelli record del 2017. Anche nell'ultimo bollettino sull'offerta e la domanda mondiale di cereali (Cereal Supply and Demand Brief) la FAO ha aggiornato al ribasso di 14 mt le stime per la produzione mondiale di grano. Nel 2018 si attende dunque un raccolto di 722 mt, ai minimi dal 2013, a causa del clima caldo e secco che ha ostacolato la produzione in Europa. Rivista invece al rialzo l'offerta di cereali a grana grossa grazie alla maggiore produzione in Cina, Stati Uniti e Ucraina, che dovrebbe compensare il calo in Russia e UE. Per il momento però si stima un raccolto di grano duro nel 2018 in calo del 2,6% su base annua a 1.354 mt. Prevista invece in aumento dell'1,3% la produzione di riso fino a raggiungere il record di 512 mt, sospinta da maggiori raccolti e da un aumento delle aree coltivate soprattutto in Sri Lanka e Stati Uniti. Infine sul fronte delle scorte, si prevede un calo al 27,3% del rapporto riserve/consumi, ai minimi da cinque anni ma comunque ben al di sopra del 20,4% toccato nel 2007-08, sulla scia di una contrazione delle scorte in Cina, Unione Europea e Russia. Complessivamente il commercio mondiale di cereali è previsto rallentare di 1,5% nella stagione 2018-19 a 414 mt.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Confermiamo l'Outlook Neutrale.** Persistono le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Alle tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio (50 miliardi di dollari, di pari entità rispetto ai maggiori dazi USA) si sommano anche quelle entrate in vigore il 24 settembre (pari a 60 miliardi di dollari). Quadro che inevitabilmente finirà per impattare ulteriormente sul mercato degli Agricoli. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono ormai un dato acclarato, così come gli effetti negativi sui prezzi dei principali cereali. Confermiamo anche questo mese che le scorte difficilmente potranno essere erose dalla marginale domanda di etanolo che sta emergendo sul mercato, a seguito del rialzo dei prezzi del petrolio. Confermiamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni. La prossima stagione, i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto all'annata in corso, ad eccezione della soia, che dovrebbe rimanere ancora esposta alle distorsioni dei flussi commerciali fra Stati Uniti e Cina. Situazione che potrebbe invece sfumare per frumento e mais. Restiamo invece cauti sull'ammontare del recupero per il finale di 2018.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	24.09.18	2018	2019	2019	2020	
Mais (\$ cent.)	360,5	385,0	384,2	393,3	398,0	404,0
Frumento (\$ cent.)	527,0	535,0	522,5	482,5	490,0	480,0
Soia (\$ cent.)	841,0	891,7	908,3	950,0	946,3	982,5
Cotone (\$)	78,7	85,0	81,5	75,0	82,5	82,0
Cacao	2.235,0	2.338	2.400	2.558	2.574	2.525
Zucchero	10,4	11,0	11,7	12,3	12,1	12,0
Caffè (arabica)	98,50	110,0	125,2	106,0	113,5	113,5
Caffè (robusta)	1.596,0	1.535	1.535	1.535	1.737	1.785

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.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	24.09.18	2018	2019	2019	2019	2020
Mais (\$ cent.)	360,5	350	350	350	350	370
Frumento (\$ cent.)	527,0	500	500	500	490	495
Soia (\$ cent.)	841,0	830	840	860	860	900
Cotone (\$)	78,7	85	86	88	90	90
Cacao	2.235,0	2.350	2.400	2.400	2.450	2.600
Zucchero	10,4	11,0	11,0	11,0	11,5	11,7
Caffè (arabica)	98,5	110	120	132	135	138
Caffè (robusta)	1.596,0	1.660	1.710	1.800	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 26.07.2018.

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 Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/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/scriptsir0/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/scriptsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/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.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/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