

Commodity: esito della diatriba sui dazi il fattore chiave

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Considerazioni immutate sul comparto energetico, dove persiste un cauto ottimismo sul petrolio. Il mix fra efficacia dei tagli (a cui si somma l'embargo all'Iran) e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio rappresenta un insieme di fattori fondamentali e da monitorare per il settore petrolifero. Il rallentamento della crescita globale resta invece l'ostacolo principale per tutte le commodity, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA, pur perdurando una fiducia di fondo sul buon esito della trattativa. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di consolidamento su alti livelli delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi, confermando il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 72,4 dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 64,1 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile nel 2020 e a 80 e 75 dollari nel 2021.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, ma aumentano le incertezze sul recupero. È probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed. La posizione decisamente più accomodante sui tassi della Banca centrale USA e il rallentamento della crescita in Europa hanno spinto la BCE a rivedere il suo approccio monetario, frenando così le attese (ingiustificate) di inasprimento del costo del denaro nell'Eurozona. Per ora, l'interventismo delle Banche centrali sta scongiurando il ritorno prepotente dell'avversione al rischio, penalizzando i Preziosi. Avversione al rischio che non viene sollecitata nemmeno dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA: il sentiment di mercato resta infatti positivo. Ribadiamo inoltre come sia difficile scommettere su di un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire allo scenario di rialzo dei Preziosi. Nel confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo, esprimiamo tuttavia maggiore prudenza rispetto al mese scorso.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, resta l'attesa per fondamentali migliori. Confermiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visti i passi avanti nel superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina. Ribadiamo come il comparto dovrebbe beneficiare in maniera più diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative alla rimozione dei dazi o di un accordo positivo volto a mitigarli. I fondamentali appaiono in miglioramento, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli nel 2019, con una discreta erosione delle scorte globali. Da monitorare la dinamica del dollaro, in una fase di apprezzamento molto forte nelle ultime settimane, nonostante il nuovo approccio della Fed (più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro). Ribadiamo il nostro prudente ottimismo che sfocia nell'Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.

Agricoli: ancora Outlook Neutrale. Resta invariato il nostro scenario Neutrale sugli Agricoli: ci attendiamo un restringimento dei rischi politici e commerciali, con l'auspicio che gli operatori tornino a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali di settore. Permane l'ottimismo sul buon esito della trattativa sul commercio internazionale, che ad oggi ancora frena il recupero degli Agricoli. L'intero settore resta però vulnerabile ai rischi meteorologici e alle dinamiche delle monete dei Paesi emergenti in cui molti dei prodotti sono coltivati.

30 aprile 2019
14:40 CET
Data e ora di produzione

30 aprile 2019
14:46 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*

	Apr.	Mar.
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

(%)	2019	2018
WTI	39,8	-24,78
Brent	33,9	-19,18
Gas Naturale	-11,8	-3,80
Gasolio	23,4	-14,45
Oro	-0,2	-2,36
Argento	-3,7	-9,78
Rame	7,2	-17,21
Alluminio	-1,0	-18,48
Zinco	16,0	-25,32
Nickel	16,1	-15,29
Mais	-6,1	6,16
Frumento	-15,2	16,09
Soia	-4,0	-7,59
Cacao	-1,0	24,79
Zucchero	-3,3	-21,53
Caffè	-10,3	-21,77
Cotone	5,4	-6,84

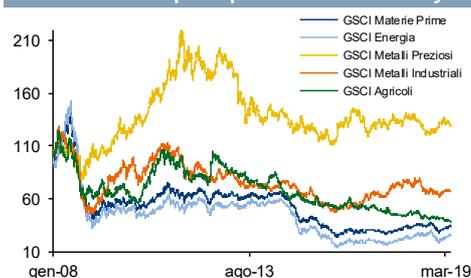
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 29.04.2019

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.04.19	01.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.595,7	17,8	15,5	-48,2
GSCI Energia	506,2	32,1	33,6	-55,5
GSCI Met. Preziosi	1.511,5	-0,6	-2,0	-6,9
GSCI Met. Industriali	1.250,8	5,3	5,2	-5,0
GSCI Prod. Agricoli	323,5	-7,3	-22,0	-55,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.04.2019

Andamento dei principali indici commodity



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

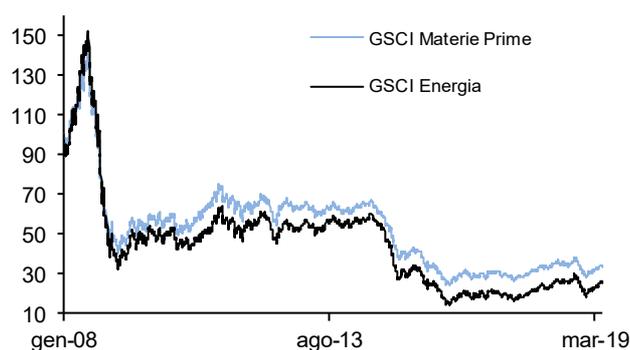
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.04.2019 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: cauto ottimismo circa ulteriori rincari del prezzo del petrolio

Temi invariati sulle commodity: tensioni circa l'esito della guerra commerciale e paure circa la forza del ciclo economico mondiale. Il comparto delle commodity attende sviluppi nelle trattative commerciali e resta cautamente ottimista circa l'esito della diatriba USA-Cina, in uno scenario macroeconomico in cui il rallentamento resta una minaccia ma più sfumata. Il rappresentante USA per il commercio Lighthizer e il Segretario al Tesoro Mnuchin si recheranno a Pechino a partire dal 30 aprile per approfondire i colloqui. Il vicepremier cinese Liu He (con delega al commercio) tornerà invece negli Stati Uniti, per un nuovo round di negoziati, dopo l'8 maggio. Un quadro coerente con un moderato aumento dei prezzi delle commodity nei prossimi due trimestri, anche se non escludiamo che i rischi sul ciclo economico globale (e quindi sulla domanda di materie prime) si aggravino nell'ultimo trimestre dell'anno. Non cambiano, rispetto al mese scorso, i fattori in grado di guidare il possibile rialzo delle commodity: 1) intervento delle Banche centrali a supporto del ciclo con politiche espansive; 2) cauto ottimismo sui progressi nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina; 3) fondamentali di comparto più tesi, con molte materie prime in deficit; 4) il dollaro statunitense ponderato per il commercio potrebbe allontanarsi dai massimi a cui scambia ora, nel corso dei prossimi mesi; 5) le revisioni al ribasso sulla crescita economica hanno probabilmente esaurito il loro effetto-sorpresa (negativo). Dopo l'estate però c'è il rischio di maggiori incertezze: le nostre previsioni infatti dipendono dal futuro andamento dei dati macroeconomici, dall'esito delle trattative commerciali e da una serie di fattori politici, come le elezioni europee e l'inizio della campagna per le presidenziali USA, i cui esiti appaiono incerti.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.04.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.595,7	17,8	15,5	-48,2
GSCI Energia	506,2	32,1	33,6	-55,5
WTI (\$)	63,5	39,8	28,7	-36,3
Brent (\$)	72,0	33,9	39,3	-33,3
Gas Naturale (\$)	2,6	-11,8	-20,8	-46,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: petrolio ai massimi da 6 mesi dopo la revoca delle esenzioni USA agli otto Paesi che importano dall'Iran. Il petrolio è ai massimi livelli da sei mesi sfruttando il blocco dell'import dall'Iran imposto dagli USA anche agli altri Paesi precedentemente esonerati. L'embargo sarà totale a partire dal 2 maggio: gli Stati Uniti hanno infatti confermato che non prorogheranno oltre quella data le esenzioni per Cina, India, Italia, Grecia, Giappone, Corea del Sud, Taiwan e Turchia. Se Italia e Grecia hanno pressoché azzerato l'import di petrolio iraniano, la Turchia ha già dichiarato che non accetterà sanzioni unilaterali e vincoli sulla gestione delle proprie relazioni commerciali; anche la Cina non sembra intenzionata a ridurre il proprio interscambio con l'Iran. Il vero obiettivo di Trump pare quello di far cadere l'attuale regime iraniano. Gli USA hanno coalizzato infatti contro Teheran i nemici storici del Paese: Israele e Arabia Saudita. Da inizio anno, la sommatoria delle riduzioni dell'offerta di petrolio proveniente dall'Iran con la ridotta produzione libica ha fatto rialzare le quotazioni del petrolio di quasi il 50%. Secondo lo stesso Trump, però, non ci sarebbero rischi di eccessivo rincaro dei prezzi, visto che il gap di offerta di prodotto verrebbe coperto da Arabia Saudita, Emirati Arabi e dagli stessi Stati Uniti. Nonostante queste rassicurazioni, qualche dubbio resta perché l'Iran, che in media negli anni scorsi esportava circa 2,3 milioni di barili al giorno, a marzo riusciva comunque a garantire un export di 1,4 milioni di barili giornalieri: le sanzioni petrolifere re-istituite hanno fatto perdere all'Iran circa 10 miliardi di dollari di introiti petroliferi. Arabia Saudita ed Emirati potrebbero provare ad introdurre sul mercato al massimo 1 milione di barili/giorno (in aggregato). Questa considerazione ci spinge a sottolineare come il prezzo del greggio si manterrà probabilmente alto anche nei prossimi mesi, con contraccolpi non secondari soprattutto per le economie asiatiche. Il focus si sposta ora sulle scelte dell'OPEC: le valutazioni sullo scenario petrolifero sono rimandate al vertice ordinario dell'OPEC (ed a seguito al "plus") in agenda il 25-26 giugno a Vienna. Difficilmente arriveranno sorprese positive dai consumi, mentre non escludiamo modeste revisioni al ribasso per la crescita dell'offerta dai Paesi non-OPEC. Lo scenario sul petrolio resta immutato: l'efficacia dei tagli e la riduzione dell'offerta di greggio si contrappongono alla forte produzione di *shale-oil* USA, che ormai si assesta vicino ai 12 milioni di barili giornalieri.

Gas naturale: secondo l'EIA sorpassa il carbone come prima fonte di produzione elettrica. Nel 2018, per la prima volta, il gas naturale sorpassa il carbone come principale fonte energetica nei Paesi OCSE: a segnare il primato è il report dell'Agenzia Internazionale per l'Energia (IEA). Il gas naturale ha contribuito per il 27,4% del consumo mondiale, lo scorso anno, contro il 25,4% del carbone. L'insieme delle fonti rinnovabili ha prodotto il 27,4% dell'energia elettrica, la stessa quota del gas naturale, grazie soprattutto all'idroelettrico (13,8%), all'eolico (7,0%) e in misura residuale dal fotovoltaico (3,0%). Nel complesso, la produzione di elettricità dei Paesi OCSE è cresciuta dell'1,9% rispetto al 2017; la percentuale da gas naturale è in salita del 5,6% mentre è in calo per il carbone (-3,7%), in costante contrazione dal 2014.

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

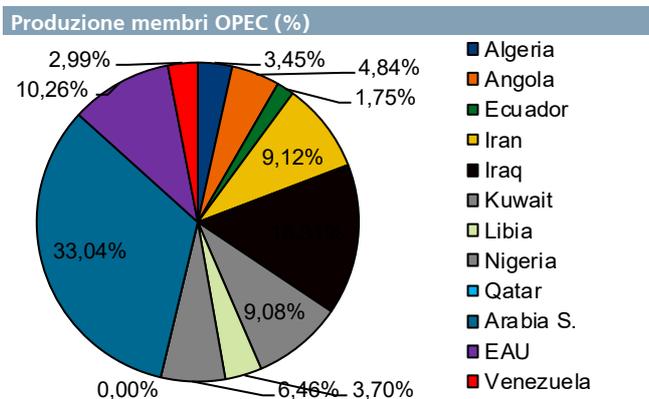
	Media				Stime	
	2000-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Algeria	102,6	102,5	91,4	98,9	116,4	92,3
Bahrain	74,1	105,7	112,6	118,4	94,9	93,0
Iran	55,9	58,4	64,8	113,8	125,6	124,4
Iraq	-	46,3	42,3	48,5	64,3	59,0
Kuwait	43,8	43,4	45,2	48,3	48,8	49,7
Libia	70,4	244,5	102,8	77,9	71,3	79,0
Oman	62,4	101,1	91,1	101,1	97,0	85,9
Qatar	45,0	54,0	50,5	50,3	48,7	45,4
Arabia Saudita	78,0	96,4	83,7	83,9	85,4	78,3
Emirati Arabi	47,6	51,1	60,7	77,6	65,0	68,0
Yemen	197,1	364,0	125,0	-	-	-

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

EIA: mercato vicino all'equilibrio nel 2019, invariate le stime di surplus per il 2020. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di aprile, l'EIA (U.S. Energy Administration) stima un mercato vicino all'equilibrio nel corso dell'anno, ma ha confermato le previsioni di surplus nel 2020. Nel 2019 l'EIA prevede infatti un'offerta superiore alla domanda di soli 0,1 milioni di barili al giorno (mb/g), stima rivista progressivamente al ribasso da 0,2 mb/g di marzo, 0,4 mb/g di febbraio e al di sotto del surplus di 0,7 mb/g registrato nel 2018. Restano però invariate le previsioni di surplus per il 2020 a 0,4 mb/g. Sul fronte della domanda, si prevede un aumento degli impieghi a 101,4 mb/g nel 2019 da 99,9 mb/g del 2018, in linea con la stima di marzo, per poi toccare quota 102,8 mb/g nel 2020, al ribasso da 102,9 mb/g precedenti. Per quanto riguarda invece l'offerta, i Paesi non-OPEC dovrebbero aumentare le proprie estrazioni dai 63,4 mb/g del 2018 a 65,6 mb/g nel 2019 (invariato) e poi a 67,8 mb/g nel 2020, rivisto al rialzo di 0,1 mb/g rispetto alla lettura di marzo. Revisioni al rialzo anche per la produzione statunitense, che dovrebbe crescere di 1,4 mb/g a/a a 12,4 mb/g nel 2019 (nel rapporto precedente l'EIA stimava estrazioni per 12,3 mb/g) per poi salire a 13,1 mb/g l'anno successivo, rivisto anch'esso verso l'alto di 0,1 mb/g. L'aumento della produzione negli Stati Uniti implica un calo delle importazioni nette di greggio a 0,85 mb/g nel 2019 (riviste al ribasso da 1,0 mb/g) dai 2,3 mb/g del 2018. Nel 2020 gli Stati Uniti dovrebbero invece diventare esportatori

netti di petrolio, con un surplus medio annuo di 0,16 mb/g (rivisti marginalmente al rialzo da 0,1 mb/g precedente) che dovrebbe però raggiungere i 0,8 mb/g nell'ultimo trimestre dell'anno prossimo. I Paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero invece ridurre le estrazioni di 1,4 mb/g a/a a 30,5 mb/g nel 2019 e a 30,3 mb/g nel 2020; entrambe le stime sono state limitate dai precedenti 30,6 mb/g e 30,4 mb/g. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso, dopo il calo del 2018 (a 1,5 mb/g da 2,1 mb/g del 2017), dovrebbe tornare a crescere a 1,9 mb/g nel 2019 (al ribasso da 2,1 mb/g precedente) e a 2,1 mb/g nel 2020 (al ribasso da 2,6 mb/g dello scorso rapporto). Alla luce dei fondamentali di domanda e offerta descritti, l'EIA rivede dunque al rialzo le previsioni di prezzo per il 2019 mentre mantiene invariate quelle per il 2020: il Brent dovrebbe dunque muoversi intorno a una media di 65,15 dollari al barile (\$/b) nell'anno in corso (le previsioni di febbraio puntavano verso quota 62,78 \$/b) e a 62,00 \$/b l'anno successivo. Lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a 6,4 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b nel 2020.

IEA: mercato in deficit se l'OPEC dovesse mantenere i livelli correnti di produzione. Nell'Oil Market Report (OMR) di aprile l'IEA (International Energy Agency) ha confermato le stime di marzo di domanda e di offerta per il 2019, continuando a tratteggiare un contesto di mercato in cui l'offerta dei Paesi non-OPEC cresce a tassi superiori alla domanda nell'anno in corso. Lo scenario di domanda è sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente con consumi globali di greggio previsti in crescita di 1,4 milioni di barili al giorno (mb/g) nel corso del 2019 a 100,6 mb/g, in linea con le stime di marzo, dopo una crescita di 1,3 mb/g a 99,2 mb/g nel 2018. Sul fronte dell'offerta, invece, quella dei Paesi non-OPEC è prevista in crescita di 1,7 mb/g nel 2019, a 64,4 mb/g (come a marzo), dopo una media di 62,7 mb/g nel 2018 (invariata rispetto allo scorso rapporto). Si conferma dunque uno scenario in cui l'offerta dei Paesi non appartenenti all'Organizzazione cresce a ritmi superiori alla domanda. Per bilanciare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione OPEC di 30,7 mb/g nel 2019 dopo i 31,0 mb/g del 2018, in linea con le stime di marzo. Secondo l'IEA, a marzo le estrazioni nei Paesi OPEC sono calate di 0,55 mb/g a 30,1 mb/g in scia ad un calo della produzione in Venezuela e Arabia Saudita, dove le estrazioni sono ormai a livelli minimi da due anni. Secondo le stime dell'IEA, se l'OPEC dovesse mantenere le estrazioni ai livelli correnti per il resto del 2019, il mercato dovrebbe risultare in deficit. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei Paesi OCSE, alla fine di febbraio, sono scese a 2845 mb, in calo di 21,7 mb rispetto al mese precedente dopo tre mesi consecutivi di crescita.

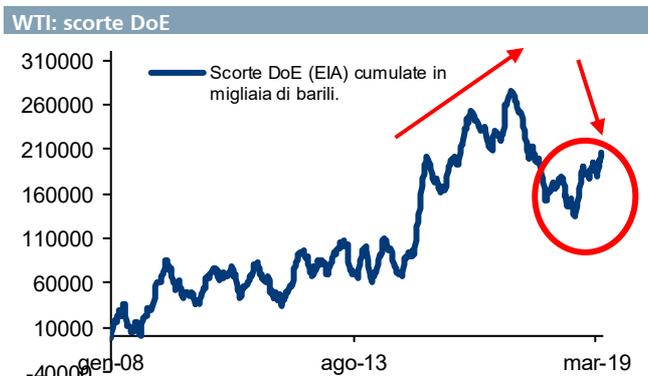


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.03.2019

OPEC: l'Organizzazione continua a tagliare le estrazioni di petrolio. Nel consueto rapporto mensile MOMR (Monthly Oil Market Report), l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto al ribasso le stime di domanda del rapporto precedente, mentre ha rivisto marginalmente al rialzo quelle per l'offerta non-OPEC. Secondo l'Organizzazione, la domanda globale nel corso del 2019 dovrebbe aggirarsi intorno a 99,9 mb/g (rivisto al ribasso da 100,0 mb/g di marzo) dopo i 98,7 mb/g del 2018. Sul fronte dell'offerta, invece, quella dei Paesi non-OPEC, dopo essere salita di 2,9 mb/g a/a nel corso del 2018 a 62,4 mb/g (rivista al rialzo da 62,2 mb/g precedenti) dovrebbe crescere di 2,2 mb/g a/a nell'anno in corso toccando quota 64,5 mb/g (al rialzo da 64,4 mb/g di febbraio). Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,3 mb/g nel 2019 (rivisto al ribasso da 30,5 mb/g), dopo i 31,4 mb/g del 2018 (al ribasso da 31,5 mb/g). Si stima che l'OPEC, a marzo, dovrebbe aver tagliato la propria produzione a 30,02 mb/g da 30,56 mb/g di febbraio, una conformità del 155% ai tagli decisi, dopo che a febbraio si era attestata a 104% grazie ad un'aderenza del 261% da parte dell'Arabia Saudita. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE siano calate a febbraio di 17 mb/g a/a a 2863 mb; rispetto alla loro media a cinque anni le scorte di greggio restano superiori di circa 25 mb, mentre quelle di prodotti raffinati sono inferiori per 17,5 mb. In termini di copertura, le scorte commerciali sono salite di 0,4 giorni rispetto al mese precedente, a 60,6 giorni, in crescita di 0,2 giorni rispetto allo stesso periodo dello scorso anno ma 1,1 giorni al di sotto della media quinquennale.

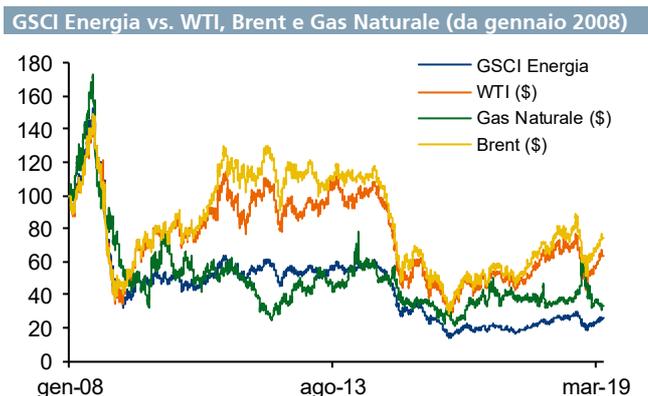
Performance di medio termine					
	29.04.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	506,2	16,0	-3,6	-5,4	32,1
WTI (\$)	63,5	18,1	-2,8	-7,4	39,8
Gas Naturale (\$)	2,6	-7,9	-20,5	-6,2	-11,8
Gasolio (\$)	630,5	7,9	-11,1	-3,8	23,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



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

La dinamica delle scorte USA. Le scorte settimanali API sono cresciute di 6,9 milioni di barili, rilevati nella settimana conclusasi il 19 aprile; gli stock di petrolio a cura dell'EIA sono saliti di 5,47 milioni di barili nel medesimo arco temporale e ben oltre le attese di +810.000 barili. Calano le benzine (-2,12 milioni di barili) e i distillati (-662.000 barili).



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Considerazioni immutate sul comparto energetico, dove persiste un cauto ottimismo sul petrolio; il mix fra efficacia dei tagli (a cui si somma l'embargo all'Iran) e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, rappresenta per il settore petrolifero un insieme di fattori fondamentali e da monitorare. Il rallentamento della crescita globale resta invece l'ostacolo principale per tutte le commodity, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA, pur permanendo una fiducia di fondo sul buon esito della trattativa. Oltre al prolungamento dei tagli (agevolati dalla contrazione dell'export iraniano e libico), pensiamo che anche il rispetto delle quote produttive assegnate ai membri OPEC resterà un fattore positivo per il greggio. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di consolidamento su alti livelli delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi. Seppur con un certo grado di prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo

sono: 1) per il Brent: 72,4 dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 64,1 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile nel 2020 e a 80 e 75 dollari al barile nel 2021. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 29.04.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	63,5	60,0	63,0	62,5	63,3
Brent (\$.)	72,0	68,0	70,0	70,0	68,9
Gas Nat. (\$)	2,6	3,0	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 29.04.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	63,5	60,0	64,5	64,1	75,0
Brent (\$.)	72,0	70,0	73,5	72,4	80,0
Gas Nat. (\$)	2,6	2,80	2,80	2,80	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: ancora cauto ottimismo nonostante i minimi da inizio anno

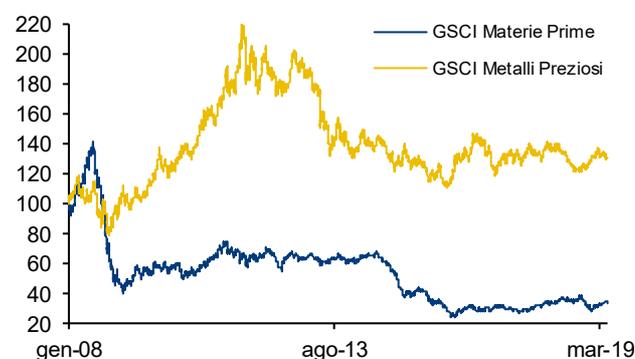
Il comparto rallenta ulteriormente e passa in negativo da inizio anno. Frenano ulteriormente i Preziosi, di pari passo con una minor avversione al rischio presente sui mercati in questo secondo trimestre del 2019. L'indice aggregato, che era arrivato fino in area 1.600 a fine febbraio, ha visto concretizzarsi un trend di ritracciamento che lo ha riportato in area 1.500, livello segnato a dicembre 2018. Il movimento ha preso spunto dal diverso posizionamento degli operatori finanziari, allontanatisi dagli asset più difensivi per portarsi verso quelli a maggior remunerazione. Il trend di crescita del comparto era già a rischio, visto il posizionamento della Fed emerso dopo la riunione di marzo. Dati economici più deludenti del previsto, negli Stati Uniti, hanno spinto infatti la Federal Reserve ad attenuare in modo deciso la sua politica monetaria restrittiva, sorprendendo per il tono accomodante con cui ha sostanzialmente escluso un rialzo del costo del denaro nel breve. Dal lato del dollaro, l'apprezzamento della valuta è in *stand-by*: questo potrebbe aiutare l'oro, vista la correlazione inversa che esiste fra i Preziosi e il biglietto verde. Sembrano invece venir meno, a sostegno del comparto, sia l'avversione al rischio che le tensioni sullo scenario globale. I dubbi sull'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti rimangono, ma il mercato esprime un forte ottimismo circa una possibile soluzione condivisa e positiva delle diatribe commerciali. Il rasserenarsi del quadro globale, pertanto, non consente ai Preziosi di trarre alcun beneficio. A sostenere il comparto resta solo il fronte europeo con la questione Brexit, ancora aperta ma diluita in un arco temporale più ampio, vista la proroga di 6 mesi concessa dalla UE alla Gran Bretagna: pur restando aperta l'ipotesi di un "no-deal", è chiaro che, nel breve, non ci sono tensioni tali da sostenere le quotazioni dei Preziosi. In sintesi, i fattori da monitorare sono, ancora una volta: a) l'esito delle trattative legate alla guerra commerciale fra USA e Cina e gli impatti sul quadro macroeconomico; b) la nuova posizione accomodante della Fed e le conseguenze sul dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che potrebbero tornare ad alimentare l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi; d) le piatte dinamiche inflazionistiche globali, visto il ritardo nell'incremento dei prezzi nonostante il deciso rincaro delle quotazioni petrolifere.

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	29.04.19	da inizio 2019		
GSCI	2.595,7	17,8	15,5	-48,2
GSCI Preziosi	1.511,5	-0,6	-2,0	-6,9
Oro (\$)	1.279,9	-0,2	0,9	-0,9
Argento (\$)	14,9	-3,7	-13,3	-22,3
Platino (\$)	895,7	12,6	-5,3	-37,1
Palladio (\$)	1.370,1	8,6	65,7	69,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



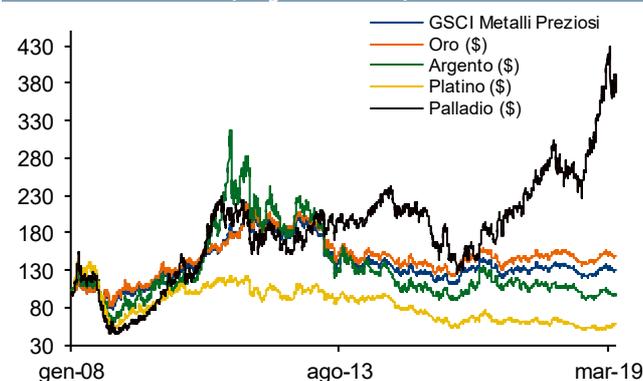
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il mercato sta metabolizzando il messaggio accomodante della Fed; il dollaro non sembra svalutarsi eccessivamente, impedendo così il recupero di oro e argento. L'ipotesi di tassi Fed invariati per tutto il 2019, benché attesa, si è sommata alle indicazioni più incerte per il 2020, sorprendendo il mercato. La Fed, prendendo atto dei reali rischi di rallentamento e adeguando il proprio approccio di politica monetaria, ha anche finito per assecondare i *desiderata* di Trump di evitare un eccessivo apprezzamento della valuta USA. In realtà, nonostante il nuovo posizionamento accomodante della Fed, il dollaro non si è granché svalutato: questo non sta favorendo il recupero di oro e argento. Anche il riferimento dell'Istituto centrale alla lunga trattativa fra USA e Cina sui dazi certifica l'attenzione di Powell per la vicenda, che potrebbe rischiare di minare il ciclo economico USA. In sintesi, il quadro che emerge è di maggior allineamento fra le posizioni della Fed e quelle di Trump, volte ad evitare un rincaro del costo del denaro e un eccessivo apprezzamento del dollaro e a favorire il ciclo economico statunitense. L'oro ha inizialmente reagito positivamente al nuovo quadro monetario espansivo tratteggiato dalla Fed. In teoria, il mancato rialzo dei tassi d'interesse ridurrebbe il costo-opportunità dell'investimento nel metallo giallo, aumentandone l'*appeal* presso gli investitori. In aggiunta, sempre inizialmente, anche l'amplificarsi dei timori di un rallentamento economico aveva sostenuto la domanda di Preziosi come beni rifugio. In realtà, nell'ultimo mese, il rasserenarsi del quadro globale ha finito per contrarre l'avversione al rischio allontanando gli investitori dal metallo giallo, sulla scorta di un *sentiment* di mercato complessivamente positivo. Sullo sfondo, gli elementi che restano a sfavore di un recupero strutturale dell'oro sono le dinamiche inflazionistiche, che esprimono scarsissima pressione. Alla luce del quadro descritto, stimiamo un prezzo medio dell'oro di 1.275 dollari l'oncia per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 1.300 dollari per l'intero 2020 e 1.325 dollari per l'intero 2021, con l'idea che le quotazioni possano collocarsi all'interno dell'intervallo fra 1.200-1.350, come già successo negli ultimi anni. La performance negativa

dell'argento del 2018 sembrava potesse essere mitigata dal trend rialzista di questi primi mesi del 2019. Il rialzo si è però già interrotto, riportando il risultato dell'argento in negativo da inizio anno. Quadro e motivazioni sono del tutto in linea con quanto esposto per l'oro. Dal lato industriale, gli operatori si mostrano timidi nell'apprezzare l'argento come materia prima: questa ulteriore componente appesantisce lo scenario sul metallo, visti i timori relativi al rallentare della crescita globale. In maniera ancor più cauta ipotizziamo un prezzo medio di 16,7 dollari per il 4° trimestre 2019, di 17 dollari per il 2020 e 17,5 dollari per il 2021.

Non muta il quadro su Platino e Palladio che restano legati alle traversie del settore Auto. Restano stabili i fattori che guidano i due metalli: alla base della divergenza fra i due andamenti, lo stato di salute del settore Auto. Come già detto, mentre oro e argento appaiono influenzati dal mercato delle valute e dalle scelte sui tassi delle Banche centrali, platino e palladio restano subordinati al *sentiment* industriale. Il **platino** ha recuperato diverse posizioni nell'ultimo mese, frenando un trend ribassista dovuto al fatto che il metallo è utilizzato principalmente nei convertitori catalitici dei veicoli mossi da propulsori diesel. Il calo della domanda per queste motorizzazioni in Europa e in Cina ha ovviamente inciso sui prezzi del platino, sempre meno richiesto. La diminuzione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina resta il fulcro dello scenario fra i due metalli. La sconfitta commerciale/ambientale dei motori diesel porterà inevitabilmente ad una diminuzione della domanda globale di platino rispetto a quella di palladio (utilizzato nei motori a benzina). Di conseguenza, il platino dovrebbe registrare un surplus marginale nel 2019. Per il platino indichiamo un prezzo medio di 800 dollari per il 4° trimestre 2019 e una quotazione media di 800 dollari per l'intero 2020 e 2021. Situazione diametralmente inversa per il **palladio** che, essendo utilizzato nei convertitori catalitici per auto a benzina, ha tratto e trarrà ancora vantaggio dal rovesciamento in atto nel comparto Auto. Le stime sul palladio indicano un deficit per l'ottavo anno consecutivo. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.600 dollari per il 4° trimestre 2019 e di 1.600 dollari per il 2020 e 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.04.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.511,5	-3,7	5,0	-4,1	-0,6
Oro (\$)	1.279,9	-3,1	5,4	-2,7	-0,2
Argento (\$)	14,9	-7,1	4,7	-8,7	-3,7
Platino (\$)	895,7	9,0	7,0	-0,9	12,6
Palladio (\$)	1.370,1	2,1	26,8	41,6	8,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto ma aumentano le incertezze sul recupero. Con un grado di maggior incertezza ribadiamo il nostro cauto ottimismo sul 2019, dopo l'epilogo negativo del 2018 per tre dei quattro metalli che compongono il comparto. È probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed. La posizione decisamente più accomodante sui tassi della Banca centrale statunitense e il rallentamento della crescita in Europa hanno spinto la BCE a rivedere il suo approccio monetario, frenando così le attese (ingiustificate) di inasprimento del costo del denaro nell'Eurozona. Uno scenario che potrebbe favorire un ritorno di domanda verso oro e argento ma solo nel medio-lungo periodo; per ora, l'interventismo delle Banche centrali sta scongiurando il ritorno prepotente dell'avversione al rischio, penalizzando i Preziosi. L'avversione al rischio non viene sollecitata nemmeno dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA. Il *sentiment* di mercato resta positivo: la scommessa è per un esito soddisfacente delle trattative fra le due potenze commerciali con conseguente minore tensione sugli asset difensivi, visto il rasserenarsi del quadro. Ribadiamo inoltre come sia difficile scommettere su di un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire allo scenario di rialzo dei Preziosi, vista la blanda inflazione presente nelle maggiori aree economiche. Nel confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo, esprimiamo tuttavia maggiore prudenza rispetto al mese scorso.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim. 29.04.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.279,9	1.300	1.325	1.345	1.367
Argento (\$)	14,9	15,7	16,0	16,8	17,3
Platino (\$)	895,7	850	888	925	972
Palladio (\$)	1.370,1	1.315	1.215	1.175	1.113

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

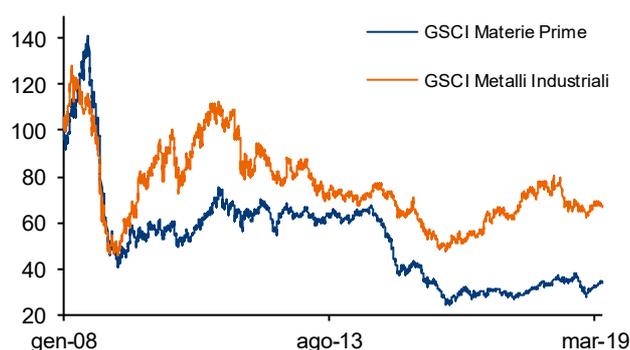
	Valore 29.04.19	2° trim. 2019	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.279,9	1.275	1.300	1.275	1.300	1.325
Argento (\$)	14,9	16,0	16,4	16,7	17,0	17,5
Platino (\$)	895,7	800	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.370,1	1.600	1.650	1.600	1.600	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: cautela in vista dell'esito sulla trattativa fra USA e Cina

Resta il timore per un eventuale rallentamento economico ma i fondamentali dei metalli paiono in miglioramento. I prezzi degli Industriali si allontanano dai minimi di inizio gennaio (1.150) ma continuano a farsi respingere da area 1.300, consolidando a 1.250. Perdura l'attesa per l'esito dei colloqui sui dazi, con un cauto ottimismo che resta sullo sfondo. Il nuovo round di trattative commerciali fra Stati Uniti e Cina prevede che il rappresentante USA per il commercio Lighthizer e il Segretario al Tesoro Mnuchin si rechino a Pechino a partire dal 30 aprile, mentre il vicepremier cinese Liu He (con delega al commercio) torni negli USA dopo l'8 maggio. Tra dazi reali, mai applicati o solo minacciati, le materie prime sono il comparto principalmente danneggiato dalle guerre commerciali che da oltre un anno turbano l'economia mondiale. L'accentuata volatilità dei prezzi delle commodity, troppo spesso legati agli umori circa le trattative USA-Cina, rende difficile per gli investitori formulare corrette aspettative sull'inflazione, rendendo ancora più complesso il quadro degli ultimi mesi. Ancora una volta appare chiaro che, dopo mesi di volatilità e tensione, il mercato si aspetta una risoluzione, perlomeno dal lato commerciale, dello scontro fra cinesi e americani. Tutto il comparto ha infatti risentito enormemente dell'incertezza dal lato degli scambi, finendo per penalizzare oltremodo i prezzi dei Metalli Industriali, benché le richieste si confermino solide. Resta intatta l'idea che i Metalli Industriali possano beneficiare di fondamentali in miglioramento, rispetto ad altri comparti. La maggior parte dei metalli dovrebbe registrare un deficit nel 2019; anche le scorte mondiali sono in contrazione e, a causa dell'incertezza degli ultimi anni, gli investimenti sono stati scarsi.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



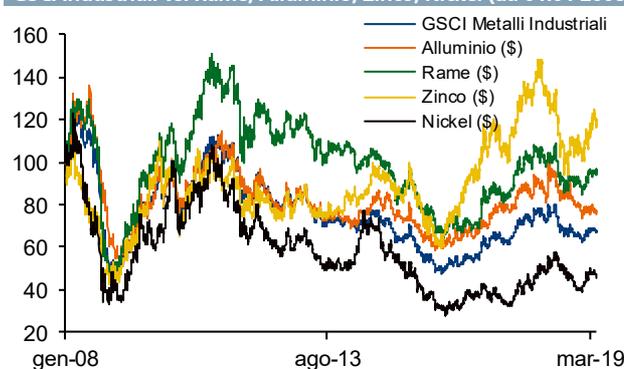
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.04.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.595,7	17,8	15,5	-48,2
GSCI Industriali	1.250,8	5,3	5,2	-5,0
Rame (\$)	6.396,0	7,2	11,5	-4,8
Alluminio (\$)	1.828,0	-1,0	-4,4	0,8
Zinco (\$)	2.920,5	16,0	11,5	42,4
Nickel (\$)	12.410,0	16,1	31,3	-31,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: primi segnali di stabilizzazione dell'attività. Nel primo trimestre del 2019 il **PIL cinese** è cresciuto di 1,4% t/t, in modesto rallentamento da 1,5% t/t registrato sul finale dello scorso anno, mantenendo però la crescita tendenziale a 6,4%, come nei tre mesi precedenti e un decimo al di sopra delle aspettative di consenso. L'espansione all'inizio del 2019 ha beneficiato della ripartenza dell'industria (6,1% t/t da 5,8% t/t precedente), che ha compensato le decelerazioni fatte registrare dai servizi (7,0% t/t da 7,6% t/t) e dal settore primario (2,7% t/t da 3,5% t/t). Il dato di crescita è spiegabile alla luce di una performance molto positiva nel mese di marzo, con una serie di sorprese al rialzo sul fronte dei dati economici, dopo i due mesi iniziali che hanno risentito degli effetti statistici sull'anno relativi alla diversa cadenza del capodanno cinese rispetto al 2018, che potrebbero aver anche influito sul rimbalzo di marzo. Una dinamica del PIL migliore delle attese potrebbe essere quindi parzialmente imputabile a fattori stagionali o temporanei; saranno quindi fondamentali i prossimi dati mensili per valutare la sostenibilità della ripresa. Al momento gli **investimenti**, in crescita a marzo da inizio anno di 6,3% da un precedente 6,1%, continuano ad essere trainati dalla componente statale (6,7% da 5,5%) mentre rallentano ancora gli investimenti privati (6,4% da 7,5%), che continuano a risentire di condizioni creditizie non particolarmente favorevoli, soprattutto per le piccole imprese. Particolarmente positivo invece il dato sulla **produzione industriale** che, nel mese di marzo, è cresciuta dell'8,5% a/a dal 5,7% a/a di dicembre (non sono disponibili i risultati ufficiali per i primi due

mesi dell'anno) con una forte spinta della componente manifatturiera (9,0% a/a da 5,5% a/a), che compensa il rallentamento subito dalla produzione di energia. Sul fronte dei consumi le **vendite al dettaglio** sono salite di 8,7% a/a da un precedente 8,2% a/a, sebbene continuino a risentire di un mercato auto ancora debole. Per quanto riguarda invece il **commercio internazionale** le esportazioni sono tornate ad aumentare di 14,2% a/a dopo il calo di 20,8% a/a fatto registrare a febbraio, mentre le importazioni hanno subito un'ulteriore flessione di 7,6% a/a dopo la correzione di 5,2% a/a messa a segno nel mese precedente. Al momento le prospettive per il commercio non sono ottimali: il rimbalzo dell'export potrebbe aver risentito di una serie di fattori stagionali, mentre le tensioni commerciali e il rallentamento globale continuano a rappresentare elementi di incertezza. Attualmente, le negoziazioni tra Pechino e Washington sembrerebbero procedere positivamente ma è improbabile che, anche nel caso di una risoluzione delle tensioni commerciali particolarmente favorevole per la Cina, gli Stati Uniti rimuovano completamente i dazi sulle merci cinesi, continuando perciò a fungere da freno agli esportatori. Al momento i rischi allo scenario di crescita restano quindi al ribasso; si continua tuttavia a prevedere una riaccelerazione dell'attività a partire dalla seconda metà dell'anno in scia agli stimoli fiscali e monetari, quali l'accelerazione delle spese governative in infrastrutture e le politiche di supporto della Banca centrale, finalizzate a stimolare i finanziamenti al settore privato. Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno evidenziato un'**inflazione** in crescita, nel mese di marzo, di 2,3% a/a da 1,5% registrato a febbraio. L'accelerazione è però spiegabile principalmente dal rincaro della componente alimentare, vegetali e carne di maiale soprattutto, mentre la dinamica *core*, al netto di energia e alimenti, è rimasta stabile a 1,8% a/a. La crescita dei prezzi in marzo è perciò imputabile a fattori temporanei: non dovrebbe quindi implicare delle manovre correttive da parte della Banca centrale che potrebbe continuare a mantenere un approccio espansivo, con un possibile progressivo taglio dei livelli di riserve ufficiali delle banche commerciali nel corso del 2019. Per quanto riguarda invece il settore immobiliare, i dati di marzo hanno evidenziato una crescita dei **prezzi delle case** di 0,6% m/m da un precedente 0,5% m/m, portando la variazione tendenziale a 11,3% da 11,1% di febbraio. L'aumento dei prezzi beneficia anche del robusto rimbalzo delle transazioni, dopo il calo dei due mesi iniziali del 2019.

Rame: consolidano i prezzi del rame dai massimi di febbraio 2019. Temi invariati rispetto al mese scorso: i fondamentali restano buoni, il mercato del rame raffinato dovrebbe registrare un deficit nel 2019, mentre le scorte mondiali dovrebbero restare contenute. La domanda mondiale dovrebbe crescere a ritmi più sostenuti rispetto all'offerta grazie ai maggiori volumi richiesti nel comparto della produzione di energia elettrica e nell'industria automobilistica. Stimiamo un prezzo di 6.800 dollari alla tonnellata per il 4°

trimestre 2019 e un prezzo medio di 7.000 dollari per l'intero 2020.

Alluminio: mercato vicino al punto di equilibrio, quotazioni deboli, Rusal sugli scudi. Le quotazioni dell'alluminio sono state penalizzate dai timori legati alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina per tutto il 2018. Risolto il problema con Rusal, il maggiore produttore di alluminio russo (nonché il più grande produttore al mondo esclusa la Cina), le quotazioni hanno trovato maggiori spunti di rialzo. Fino a tre mesi fa infatti Rusal era vittima delle sanzioni americane. Ora il gigante russo dell'alluminio torna negli Stati Uniti, come partner di un nuovo impianto di laminazione da 1,7 miliardi di dollari. Il motivo è molto semplice: si deve alla capacità di Rusal di fornire alluminio di qualità in un settore, quello dell'automotive, che ne impiega quantitativi crescenti. Negli USA la capacità produttiva nel settore dell'alluminio è insufficiente e costringe il Paese a importare dall'estero, nonostante i dazi del 10% che gravano sull'alluminio di provenienza straniera. Prevediamo un prezzo medio di 2.100 dollari alla tonnellata per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 2.150 dollari per il 2020.

Zinco: storno dai massimi 2019 ma prevale un cauto ottimismo viste le ipotesi di deficit. In questo inizio di 2019 lo zinco ha registrato la seconda miglior performance fra i Metalli Industriali, raggiungendo i massimi sopra 3.000 dopo che nel 2018 i prezzi avevano subito una brusca contrazione. Ora però si registra un breve storno che riporta i prezzi in area 2.900 ma senza minare lo scenario di cauto ottimismo per il 2019. Come per gli altri metalli, ci attendiamo un aumento dei prezzi nei prossimi mesi, a fronte di uno scenario macroeconomico più favorevole. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 3.000 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 3.100 dollari per l'intero 2020.

Nickel: consolida tra 12.000 e 13.000, cauto ottimismo visto il calo delle scorte in atto. Il consolidamento del nickel, su alti livelli di prezzo, è basato sulle aspettative di uno sviluppo positivo delle trattative commerciali USA-Cina e sui fondamentali solidi che sono previsti per il 2019. Secondo le previsioni dell'International Nickel Study Group (INSG), nel 2019 il mercato del nickel dovrebbe essere vicino al livello di equilibrio, dopo aver registrato un elevato deficit pari a 0,15 milioni di tonnellate nel 2018. Nonostante i recenti investimenti effettuati, il nickel resta vulnerabile a nuovi interventi da parte dei governi nelle Filippine e in Indonesia, che con le loro scelte politiche possono rendere meno efficiente la catena produttiva mondiale. Prevediamo per il nickel un prezzo di 14.000 dollari nel 4° trimestre 2019 e di circa 14.500 dollari per l'intero 2020.

Performance di medio termine

	29.04.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.250,8	-0,0	2,9	-10,8	5,3
Rame (\$)	6.396,0	5,7	3,8	-5,9	7,2
Alluminio (\$)	1.828,0	-3,4	-7,9	-17,8	-1,0
Zinco (\$)	2.920,5	9,7	9,0	-6,6	16,0
Nickel (\$)	12.410,0	2,4	5,6	-10,6	16,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, resta l'attesa per fondamentali migliori. Confermiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visti i passi avanti nel superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina. Ribadiamo come il comparto dovrebbe beneficiare in maniera più diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative alla rimozione dei dazi o di un accordo positivo volto a mitigarli. I fondamentali appaiono in miglioramento, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli nel 2019, con una discreta erosione delle scorte globali. Da monitorare la dinamica del dollaro, in una fase di apprezzamento molto forte nelle ultime settimane nonostante il nuovo approccio della Fed (più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro). Resta valida l'idea che possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. Per concludere, ripetiamo il nostro prudente ottimismo ribadendo l'Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, incentrato sulla speranza che la forza dei fondamentali ostacoli le tensioni esogene al settore dei Metalli.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	29.04.19	2019	2019	2020	2021	
Rame (\$)	6.396,0	6.400	6.400	6.500	6.859	7.004
Alluminio (\$)	1.828,0	1.950	1.975	2.050	2.119	2.250
Zinco (\$)	2.920,5	3.172	2.750	2.650	2.925	2.925
Nickel (\$)	12.410,0	13.427	13.650	13.083	13.552	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

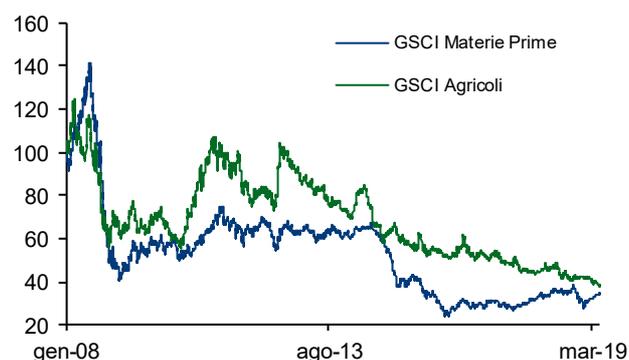
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	29.04.19	2019	2019	2020	2021	
Rame (\$)	6.396,0	6.400	6.600	6.800	7.000	7.250
Alluminio (\$)	1.828,0	1.950	2.025	2.100	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.920,5	2.900	3.000	3.000	3.100	3.150
Nickel (\$)	12.410,0	13.500	14.000	14.000	14.500	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: si indeboliscono e ridiscendono ai minimi dagli anni '70

In attesa dell'esito dei colloqui USA-Cina, gli Agricoli si indeboliscono e ridiscendono ai minimi dagli anni '70. La performance delle materie prime agricole è stata negativa (ad eccezione di cotone e zucchero) da inizio anno: il comparto è infatti tornato nuovamente ai minimi degli anni '70. Mais, frumento e caffè hanno registrato consistenti perdite. Gli Agricoli restano deboli rispetto agli altri comparti delle materie prime, confermando così un trend discendente che perdura da alcuni mesi. Movimento che resta guidato dagli abbondanti raccolti, vista la scarsità di fenomeni meteorologici che possano guastare i raccolti in essere. Le minacce più serie sono state la siccità in Sud America (anche se l'impatto sulle rese dei prodotti agricoli di quell'area è stato piuttosto modesto) o le conseguenze, per ora molto blande, de El Niño. Sugli Agricoli pesa anche la trattativa USA-Cina sui dazi. La Cina era la destinazione di oltre il 60% dell'export americano di soia, ma il gigante asiatico ha dimezzato gli acquisti dagli USA nel 2018, aumentando invece del 30% le forniture dal Brasile. Trump, nel tentativo controbattere, ha più che raddoppiato le vendite di soia verso l'Unione Europea, cercando di velocizzare anche le spedizioni verso altre regioni dell'Asia. Contromosse che però non sono state sufficienti a contenere i danni dei mancati acquisti cinesi sul comparto della soia statunitense. In questo senso, molte commodity agricole dovrebbero trarre beneficio dall'allentamento delle tensioni commerciali, che potrebbe provocare un auspicabile aumento delle importazioni cinesi di soia, mais e cotone.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



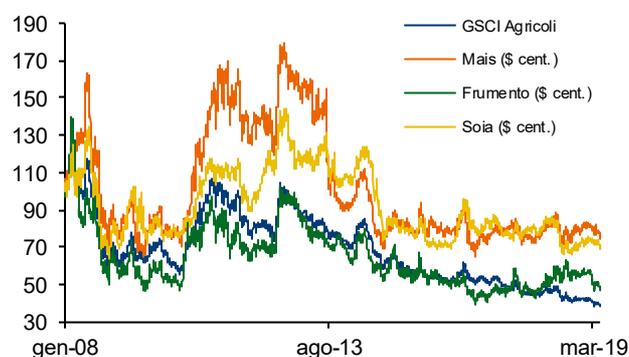
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.04.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.595,7	17,8	15,5	-48,2
GSCI Agricoli	323,5	-7,3	-22,0	-55,2
Mais (\$ cent.)	352,0	-6,1	-1,7	-31,5
Frumento (\$ cent.)	426,8	-15,2	2,0	-40,1
Soia (\$ cent.)	847,5	-4,0	-10,3	-44,6
Cotone (\$ cent.)	76,1	5,4	-5,1	-19,2
Cacao	2.392,0	-1,0	29,7	-18,6
Zucchero	11,6	-3,3	-27,5	-32,5
Caffè (arabica)	91,4	-10,3	-30,3	-55,0
Caffè (robusta)	1.381,0	-8,3	-28,0	-36,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di aprile: nella stagione 2018-19 si continuano a prevedere scorte di frumento e di mais in calo, ancora in crescita quelle di soia. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA; United States Department of Agriculture) sono state pubblicate le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta. L'USDA stima scorte globali di **frumento** in calo a 275,6 Mt (milioni di tonnellate) nel 2018-19 (rivisto al rialzo da 270,5 Mt di marzo) da 281,9 Mt della stagione precedente. I consumi sono invece previsti in calo a 739,2 Mt (rivisti al ribasso da 742,1 Mt) da 743,6 Mt del 2017-18; dovrebbero comunque restare superiori alla produzione, che dovrebbe attestarsi a 732,9 Mt nella stagione corrente (rivista al ribasso da 733,0 Mt) dopo i 763,2 Mt raggiunti durante la scorsa stagione. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi calare a 37,3% da 37,9% della stagione precedente (nel WASDE di marzo si stimava un rapporto a 36,5%). Per quanto riguarda invece il **mais** le scorte dovrebbero flettere di 7,8% rispetto alla stagione precedente, a 314,0 Mt (in rialzo rispetto a 308,5 Mt di marzo) a fronte di consumi superiori ai raccolti. La domanda di mais dovrebbe infatti crescere del 4,3% a/a a 1133,8 Mt, come stimato a marzo, portando dunque il rapporto scorte/consumi a 27,7% (al rialzo da 27,2%) da un precedente 31,3%. La crescita dei consumi di **soia** non dovrebbe invece bastare a compensare

l'aumento dell'offerta, portando le scorte finali a 107,4 Mt nel 2018-19 (riviste al rialzo da 107,2 Mt), un aumento pari a 8,4% a/a. La domanda è infatti prevista in crescita di 3,1% a/a a 349,1 Mt (al rialzo da 348,5 Mt) mentre i raccolti dovrebbero salire del 5,5% a/a a 360,6 Mt (al rialzo da 360,1 Mt). Il rapporto scorte/consumi è quindi previsto portarsi a 30,8% da 29,3%, in linea con le previsioni di marzo. Per quanto riguarda invece i prodotti derivati, le scorte di olio di soia dovrebbero crescere di 3,6% a/a a 3,7 Mt, mentre quelle di farina sono previste in calo di 3,9% a/a a 11,8 Mt.

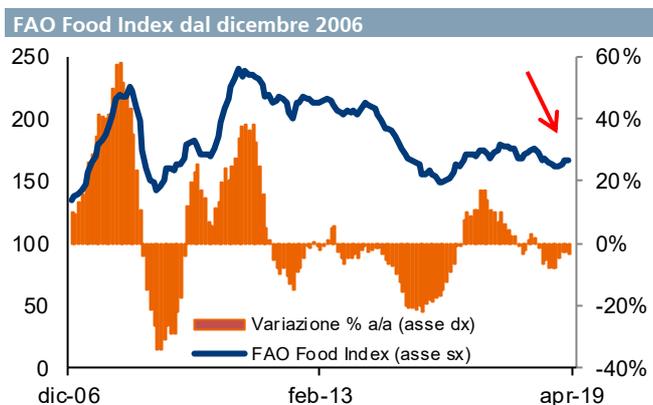
Performance di medio termine					
	29.04.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	323,5	-9,3	-9,3	-9,3	-7,3
Mais (\$ cent.)	352,0	-6,5	-3,1	-10,3	-6,1
Fruento (\$ cent.)	426,8	-17,4	-14,7	-16,7	-15,2
Soia (\$ cent.)	847,5	-7,4	1,0	-18,3	-4,0
Cotone (\$)	76,1	2,7	-1,3	-10,8	5,4
Cacao	2.392,0	8,0	9,0	-16,1	-1,0
Zucchero	11,6	-8,6	-11,8	1,0	-3,3
Caffè (arabica)	91,4	-13,7	-18,9	-24,3	-10,3
Caffè (robusta)	1.381,0	-11,0	-16,7	-19,6	-8,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: crescono i prezzi di latte e formaggi; in calo cereali, oli vegetali e zucchero. Nel mese di marzo l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari è rimasto complessivamente stabile rispetto al mese precedente (+0,1% m/m), con i cali fatti registrare da cereali, zucchero e oli vegetali compensati dai rialzi dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari, in marcata crescita da inizio anno. Rispetto allo stesso mese del 2018, però, i prezzi restano più bassi del 3,6%. L'indice dei prezzi dei **cereali** è sceso di 2,2% m/m, trascinato al ribasso dal calo delle quotazioni di frumento e mais che hanno risentito di ampie disponibilità per l'esportazione e previsioni di raccolti abbondanti. In calo anche le quotazioni degli **oli vegetali** che, dopo i rialzi dei mesi precedenti, flettono di 4,4% m/m a causa di prezzi più bassi per gli oli di palma, soia e colza. Le quotazioni internazionali dell'olio di palma, dopo tre mesi consecutivi di rialzo, vengono frenate dalle preoccupazioni relative ad una minore domanda e dall'accumulo di scorte nei principali Paesi produttori. Gli oli vegetali risentono anche della maggiore produzione di olio di soia negli Stati Uniti, mentre, per quanto riguarda la colza, a pesare sulle quotazioni sono l'accumulo di scorte in Canada e previsioni per un abbondante raccolto nella regione del Mar Nero. In modesta crescita i prezzi delle **carni** (0,4% m/m) spinti dalla maggiore domanda cinese di pollame, bovini e suini. Ancora in calo invece, per il terzo mese consecutivo, il prezzo della carne ovina, che continua a risentire degli abbondanti approvvigionamenti neozelandesi. Al contrario, prosegue la crescita dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, che salgono di 6,2% m/m grazie ad una maggiore domanda di burro, formaggio e latte intero in polvere a fronte di una minore produzione in Nuova Zelanda, imputabile principalmente a ragioni di stagionalità. In modesto calo i prezzi del latte scremato in polvere, sulla scia di un rallentamento della domanda. Infine, calano le quotazioni

internazionali dello **zucchero**, -2,1% m/m, a causa di un raccolto superiore alle attese e della debolezza del real brasiliano, valuta del principale Paese produttore. La FAO prevede però che l'India potrebbe battere il Paese sudamericano durante questa stagione, con una crescita della produzione che potrebbe attestarsi intorno all'8% rispetto alla stagione precedente.

FAO: anche incorporando i nuovi dati cinesi, il mercato dei cereali dovrebbero restare ben fornito. La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19, ha incorporato i risultati del censimento agricolo cinese del 2017, che ha comportato una significativa revisione al rialzo per le previsioni su consumi, produzione e scorte. La FAO ha utilizzato i dati pubblicati dal NBS (National Bureau of Statistics of China) relativi alla raccolta di cereali dal 2007 al 2011 e ha rivisto la domanda cinese di cereali per il 2018-19 a 194 Mt da 181 Mt precedenti. Anche le scorte cinesi hanno subito una revisione al rialzo di 78 Mt a 422 Mt. È il mais il cereale che ha registrato le maggiori revisioni verso l'alto (15 Mt a 165 Mt la produzione e 73 Mt a 195 Mt le scorte). Nel complesso, secondo le nuove stime, la produzione cerealicola globale durante la stagione corrente dovrebbe essersi attestata a 2655 Mt: la nuova misurazione rappresenta una revisione al rialzo di 46 Mt rispetto al dato di marzo, ma resta comunque al di sotto di 1,8% a/a rispetto al raccolto della stagione precedente, a causa della minore produzione di mais e frumento che più che compensa una maggiore offerta di riso e sorgo. Per quanto riguarda i raccolti nell'anno solare 2019, quello del frumento dovrebbe raggiungere i 757 Mt, in crescita di 4% rispetto al 2018 grazie a condizioni metereologiche favorevoli in Europa, Russia e Ucraina. In Argentina, Stati Uniti e India invece la produzione di frumento dovrebbe confermarsi sostanzialmente invariata rispetto all'anno scorso. Anche le stime di domanda per il 2018-19 sono state riviste al rialzo a 2683 Mt, un incremento di 1,2% da marzo e di 1,1% rispetto alla stagione precedente. Come per l'offerta, anche le stime relative ai consumi risentono dei nuovi dati cinesi. In particolare, il consumo globale di frumento è previsto raggiungere il massimo storico di 748 Mt, in crescita di 1,2% rispetto alla scorsa stagione. Sul fronte delle scorte, invece, la revisione rispetto allo scorso rapporto è marcata: +11%. Anch'essa risente dei nuovi dati cinesi, soprattutto quelli relativi a riso, mais e frumento: gli inventari dovrebbero infatti concludere la stagione a 849 Mt, comunque in calo di 2,9% rispetto ai livelli di apertura. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi calare a 30,7% nel corso della stagione 2018-19 dal 32,6% del 2017-18. Le stime per il commercio internazionale prevedono infine un rallentamento del 2,2%, fino a raggiungere i 412 Mt nel 2018-19.



Focus Cotone: cauto ottimismo circa il rincaro dei prezzi del cotone. Il Prospetto sulle piantagioni di cotone sul suolo USA di fine marzo, a cura del Dipartimento dell'Agricoltura americano (USDA) prevede, per il 2019, un totale di 13,8 milioni di acri coltivati a cotone, con un calo del 2% rispetto al 2018. I numeri dell'USDA sono leggermente superiori a quelli del Cotton Grower Acreage Survey (che indicava 13,7 milioni di acri coltivati a cotone) e significativamente inferiori alla proiezione del National Cotton Council (NCC) che indicava 14,5 milioni di acri. Il sondaggio Cotton Grower è stato rilasciato però a gennaio mentre i numeri pubblicati da NCC sono di febbraio. Sui prezzi di alcuni polimeri e del cotone pesano già i dazi imposti da Pechino. A febbraio le quotazioni della fibra all'ICE erano ai minimi da un anno, anche se in seguito (in gran parte proprio sulla fiducia in un accordo USA-Cina) si sono risollevate, lasciando aperto lo scenario di cauto ottimismo sulle quotazioni del cotone. Sul fronte indiano, carenza di cotone domestico e alti prezzi interni stanno spingendo le aziende di filatura indiana ad un approccio attendista, in previsione di un ulteriore indebolimento dei prezzi. Chi invece non può attendere ed è costretto ad acquistare materiale, lo sta facendo privilegiando le importazioni di cotone dall'estero, che in questo momento appare più economico. L'India dipende dai Paesi dell'Africa occidentale, dagli Stati Uniti e dall'Africa orientale per il cotone importato. Cala la produzione di semi in Malawi: come stimato dal Cotton Council of Malawi (CCM), il Paese è in grado di produrre 100.000 tonnellate di semi di cotone, ma non ci riuscirà, nonostante una serie di interventi a favore dei produttori di cotone per aumentare la resa. Il Malawi dovrebbe produrre 24.000 tonnellate metriche quest'anno, un aumento di 9.000 unità rispetto alla produzione dello scorso anno (di 15.000 tonnellate metriche).

Focus cacao: l'incremento della produzione rischia di frenare i prezzi. L'Organizzazione internazionale del cacao (ICCO) ha previsto un aumento del 3,2% a/a per la produzione 2018/2019: anche se la stagione è terminata, tardano ad arrivare i dati finali che non sono ancora disponibili. Anche le macinazioni sono in aumento, il che lascerà il rapporto tra le scorte e la macinazione all'incirca invariato al 37,6%. La Costa

d'Avorio, il più grande produttore mondiale di cacao, sta per ritoccare al rialzo il dato sulla sua produzione-record, che nel 2016/17 aveva raggiunto i 2.020 milioni di tonnellate in base alle stime ICCO. L'abbondante offerta di prodotto non sembrerebbe in grado di deprimere significativamente i prezzi del cacao. Nel febbraio 2019, infatti, le preoccupazioni per le temperature superiori alla media e i timori dei venti di Harmattan (venti secchi del deserto nocivi per le piantagioni di cacao) in Africa occidentale hanno ridotto le aspettative del mercato circa incrementi della produzione addirittura superiori alle stime. Nonostante sia in corso il fenomeno climatico di El Niño, un fattore storicamente deleterio per le piantagioni di cacao (e di conseguenza, riducendone la produttività, statisticamente positivo per i prezzi del cacao), il fenomeno risulta troppo blando per impattare sul clima dell'area e mettere a rischio la resa delle colture. Con l'inizio del periodo di metà stagione, coincidente col raccolto di maggio, è probabile il verificarsi di una minore volatilità dei prezzi rispetto agli ultimi mesi, proprio per via della minore dimensione del raccolto, visto che la produzione di metà stagione ammonta a circa il 15-20% del totale della stagione intera.

Focus zucchero: una stagione dei monsoni particolarmente secca nel 2019 potrebbe frenare la produzione indiana; possibile un calo dell'offerta anche in Brasile. In India, nello stato occidentale del Maharashtra, la stagione corrente dovrebbe chiudersi con una produzione in crescita a 10,6 Mt da 10,3 Mt di quella scorsa; previsioni per un periodo dei monsoni più secco del solito potrebbero tuttavia comportare un calo dei raccolti di canna da zucchero nel 2019-20 di circa il 25% a 8,0 Mt, ai minimi degli ultimi tre anni. Nel complesso, la produzione indiana dovrebbe perciò calare dai 32,5 Mt del 2017-18 a 31,5 Mt nel 2018-19 e a 30,0 Mt nella stagione successiva. Il calo atteso per la produzione potrebbe fornire qualche spunto rialzista per i mercati internazionali dello zucchero che negli ultimi anni hanno subito l'ingente offerta del Paese asiatico, spinta dai sussidi governativi di Nuova Delhi. Anche i dati brasiliani sembrerebbero puntare verso un calo dell'offerta rispetto alla stagione precedente. Secondo l'agenzia pubblica Conab (Companhia Nacional de Abastecimento), in Brasile, il principale esportatore mondiale, nel corso della stagione 2018-19 che si è appena conclusa, la produzione si è attestata a 31,7 Mt, in calo del 17,2% rispetto al 2017-18, ai minimi dalla stagione 2007-08 quando si fermò a 31,3 Mt. Il calo è imputabile solo marginalmente ad un minor rendimento agricolo (i raccolti di canna da zucchero sono scesi di 1,3% a/a) mentre il principale freno è stato lo spostamento della produzione dal dolcificante all'etanolo, in crescita del 23,3% a/a, spinto dal rincaro del greggio. Tale sostituzione della produzione emerge anche dai dati sulle esportazioni brasiliane, con quelle di zucchero che sono calate del 28,4% a fronte di un'espansione di quelle di etanolo del 26%. Anche le prime previsioni per la stagione in corso sembrerebbero puntare verso un calo della produzione di zucchero rispetto alla scorsa annata, ma è ancora presto per

avere dei dati più precisi. Nei prossimi mesi saranno dunque le condizioni metereologiche e l'andamento del prezzo del petrolio a determinare le prospettive dell'industria dello zucchero brasiliana.

Focus caffè: fondamentali ancora deboli, le politiche del governo brasiliano potrebbero sostenere i prezzi. Prosegue il trend di calo delle quotazioni internazionali del caffè. Al netto della volatilità mensile, i fondamentali di domanda e offerta continuano a risentire dell'abbondante raccolto brasiliano nel corso della stagione 2018-19, superiore di circa il 38% rispetto a quello del 2017. Per quanto riguarda la stagione 2019-20 in corso, si prevede un calo tra 8% e 10% del raccolto (la produzione di caffè segue un ciclo biennale composto da un anno "on" con ingenti raccolti e uno "off" con raccolti più modesti). Nonostante il calo previsto per il 2019-20, la produzione dovrebbe comunque rivelarsi elevata per un'annata "off" e addirittura superiore a tutte le stagioni "on" precedenti, ad eccezione di quella del 2018. A risentire maggiormente del calo dei prezzi, ormai ai minimi da 13 anni per quanto riguarda la varietà Arabica, (la qualità Robusta scambia su prezzi nell'intorno di quelli del 2016) sono i coltivatori del principale Paese produttore: il Brasile. I produttori brasiliani vendono infatti il caffè a prezzi inferiori ai costi (370-380 real contro 430-500 real) e risentono negativamente di una dinamica valutaria al momento sfavorevole, che ha favorito le esportazioni nel primo trimestre, intensificando le pressioni al ribasso sui prezzi. La valuta brasiliana potrebbe però beneficiare, nei prossimi mesi, di possibili sviluppi positivi sul fronte della riforma pensionistica proposta dal neopresidente Bolsonaro, che ha appena superato il primo ostacolo legislativo e può essere dibattuta in Parlamento. Nel frattempo, il Governo di Brasilia ha ipotizzato l'implementazione di una misura di emergenza simile a quella lanciata già nel 2013 per far fronte al forte calo del prezzo del caffè. I coltivatori potrebbero vendere direttamente all'agenzia federale Conab ad un prezzo fissato nel caso in cui le quotazioni di mercato dovessero rivelarsi inferiori a quelle concordate con le Autorità governative. Tale misura, unita ad una dinamica valutaria più favorevole, potrebbe impedire ulteriori cali e fornire qualche sostegno ai prezzi, ma difficilmente dovrebbe essere tale da innescare un rally, che potrebbe verificarsi solo in caso di sviluppi inattesi sul lato della produzione.

Ancora Outlook Neutrale sugli Agricoli. Resta invariato il nostro scenario Neutrale sugli Agricoli: ci attendiamo un restringimento dei rischi politici e commerciali, con l'auspicio che gli operatori tornino a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali di settore. Permane l'ottimismo sul buon esito della trattativa sul commercio internazionale, che ad oggi ancora frena il recupero degli Agricoli. Washington ha fatto sapere che il rappresentante USA per il commercio Lighthizer e il Segretario al Tesoro Mnuchin saranno a Pechino dal 30 aprile per ulteriori colloqui. Il vicepremier cinese Liu He (con delega al commercio) sarà invece negli Stati Uniti per un nuovo round di

negoziati a partire dall'8 maggio. L'intero settore resta vulnerabile ai rischi meteorologici e alle dinamiche delle monete dei Paesi emergenti in cui molti dei prodotti sono coltivati, soprattutto se tali dinamiche valutarie influiscono sulla competitività dei produttori. Per il **mais** stimiamo un prezzo di 370 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 380 centesimi per l'intero 2020. Nel breve periodo, i temi principali sul mercato del mais sono l'incertezza sulle condizioni meteorologiche in Brasile e il potenziale aumento dei terreni destinati alla coltivazione di mais negli Stati Uniti. Per il **frumento** stimiamo un prezzo di 480 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 500 centesimi per l'intero 2020. Per la **soia** stimiamo un prezzo di 1.000 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 1.000 centesimi per l'intero 2020.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.04.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	352,0	377,5	387,5	392,5	405,5	410,1
Frumento (\$ cent.)	426,8	467,5	480,0	490,0	497,5	504,7
Soia (\$ cent.)	847,5	916	926	950	970	985
Cotone (\$)	76,1	76,0	76,4	76,1	77,7	80,1
Cacao	2.392,0	2.308	2.358	2.395	2.475	2.563
Zucchero	11,6	12,9	13,7	14,0	14	13
Caffè (arabica)	91,4	120	106	115	115	115
Caffè (robusta)	1.381,0	1.535	1.535	1.535	1.675	1.700

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	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.04.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	352,0	375,0	370,0	370,0	380,0	385,0
Frumento (\$ cent.)	426,8	460,0	470,0	480,0	500,0	500,0
Soia (\$ cent.)	847,5	950,0	975,0	1.000	1.000	1.000
Cotone (\$)	76,1	76,0	78,0	80,0	81,0	83,0
Cacao	2.392,0	2.300	2.350	2.400	2.500	2.600
Zucchero	11,6	12,5	12,5	12,5	12,2	12,0
Caffè (arabica)	91,4	120,0	132,0	136,0	138,0	138,0
Caffè (robusta)	1.381,0	1.620	1.680	1.700	1.700	1.700

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 28.03.2019.

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/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, 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 Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi