

Commodity: ciclo economico e commercio i temi del 2020

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Restiamo cautamente ottimisti sul petrolio, visto il consolidamento al rialzo che sta caratterizzando questo finale di 2019. Nel 2020 il mercato mondiale del petrolio dovrebbe avvicinarsi molto all'equilibrio, dal momento che l'OPEC e i suoi alleati (non-OPEC) si sono impegnati a mantenere i tagli alla produzione, ampliandoli ulteriormente di 500.000 barili nel 1° trimestre. Anche le interruzioni delle forniture legate ad eventuali crisi geopolitiche specifiche (Libia, Iran, Venezuela, Nigeria) continueranno a rappresentare un rischio significativo, mantenendo alta la tensione sui prezzi. Le questioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresenteranno ancora dei rischi al ribasso per le quotazioni, anche nel 2020. Alla luce di questo mix di aspetti positivi e rischi ribassisti, manteniamo comunque la nostra idea di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo, possibile un rialzo contenuto dei prezzi dell'oro anche nel 2020. Oro e argento eserciteranno ancora il loro appeal sugli investitori in scia al rallentamento del ciclo economico mondiale, oltre che alle tensioni generate dalle incertezze e dai rischi politici, in uno quadro di tassi d'interesse bassi che consente agli investitori di considerare pressoché ininfluenza il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in metalli preziosi. Le previsioni indicano ancora performance mediamente positive nel 2020 ma è indubbio che il grosso del movimento di rialzo è alle spalle. Anche più a lungo termine, permane un cauto ottimismo su oro e argento, mentre fra i preziosi di taglio più industriale preferiamo il palladio al platino, visti i mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale.

Metalli Industriali: Outlook Neutrale. Il rallentamento del ciclo mondiale resta il tema chiave per il 2020. Nonostante il raggiungimento dell'accordo Fase 1 pensiamo che il livello di incertezza visto nel 2019 possa riproporsi, forse in modo più sfumato, anche nel 2020, a causa delle trattative commerciali per la cosiddetta Fase 2. Riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi anche se, nel 2020, i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali sono previsti in peggioramento, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime in Cina. Per il 2021 permane il rischio di una diminuzione più accentuata delle quotazioni del comparto, ma solo se si concretizzerà il rallentamento dei consumi legato all'ulteriore frenata del ciclo mondiale (e cinese in particolare).

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Rinnoviamo la cautela legata all'esito della guerra commerciale. La raggiunta intesa fra USA e Cina sulla cosiddetta Fase 1 vede i prodotti agricoli come assoluti protagonisti dell'accordo. Mancano però i dettagli, i volumi dei prodotti e l'ammontare in denaro delle esportazioni decise. Per essere chiari, ad oggi, è solo un accordo sulla carta ed è per questo che, pur restando cautamente positivi, rimarremo vigili circa il proseguimento delle trattative e le comunicazioni sui dettagli dell'intesa raggiunta. L'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli nonostante i rischi a breve termine legati alle condizioni meteorologiche e alle oscillazioni valutarie nei Paesi emergenti produttori.

20 dicembre 2019

15:22 CET

Data e ora di produzione

20 dicembre 2019

15:32 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori
privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

Outlook Settoriale*

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

Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.
Fonte: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2019	2018
WTI	34,8	-24,78
Brent	23,7	-19,18
Gas Naturale	-22,7	-3,80
Gasolio	20,3	-14,45
Oro	15,5	-2,36
Argento	10,4	-9,78
Rame	4,2	-17,21
Alluminio	-2,7	-18,48
Zinco	-7,6	-25,32
Nickel	32,6	-15,29
Mais	3,1	6,16
Fruento	8,3	16,09
Soia	4,8	-7,59
Cacao	0,8	24,79
Zucchero	12,6	-21,53
Caffè	24,9	-21,77
Cotone	-6,4	-6,84

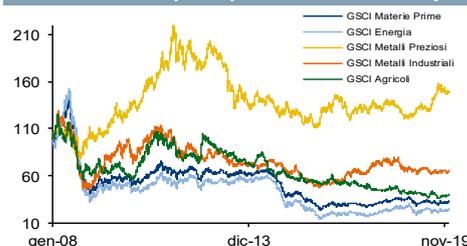
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 19.12.2019

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	19.12.2019	01.12.2019	2 anni	5 anni
GSCI	2.583,1	17,2	5,0	-24,2
GSCI Energia	497,6	29,8	12,6	-26,5
GSCI Met. Preziosi	1.739,3	14,4	14,0	17,7
GSCI Met. Industriali	1.223,1	3,0	-12,1	-5,2
GSCI Prod. Agricoli	342,2	-2,0	-8,7	-39,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 19.12.2019

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 19.12.2019 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: restano i timori su ciclo e domanda di petrolio nonostante i tagli

Commodity: nonostante l'ottimismo post accordo USA-Cina prevale la cautela. Le materie prime restano strettamente legate alla prospettiva di rallentamento dell'economia globale: paure che rimarranno tali fino alla fine del 2020. E' probabile che un definitivo accordo fra Stati Uniti e Cina, dopo quello cosiddetto Fase 1, non sarà probabilmente siglato prima delle elezioni presidenziali americane di novembre ed ulteriori tensioni commerciali potrebbero ancora emergere. Nel 2020 la maggior parte dei comparti delle commodity rischia di muoversi lateralmente, dal momento che la crescita economica globale è verosimile che possa rallentare. A rendere il quadro più fosco, in relazione alle previsioni di crescita stagnante, anche l'apporto delle economie emergenti che (rispetto alla crisi precedente, quando avevano sostenuto il PIL globale) ora appaiono meno protagoniste in positivo.

Trade War: raggiunto l'accordo Fase 1. Stati Uniti e Cina hanno raggiunto l'accordo commerciale cosiddetto Fase 1. L'intesa verte su: 1) annullamento dell'entrata in vigore dei nuovi dazi su circa 160 mld di dollari di beni cinesi, che sarebbero scattati il 15 dicembre; 2) mantenimento dei dazi pari al 25% su 250 mld di dollari di importazioni cinesi già in essere; 3) riduzione al 7,5% (dal 15% precedente) dei dazi su circa 120 mld di dollari di importazioni, scattati lo scorso settembre; 4) impegno da parte della Cina di incrementare gli acquisti di prodotti statunitensi, oltre a concessioni relative ai temi di protezione della proprietà intellettuale, trasferimento di tecnologia, agricoltura, servizi finanziari e gestione valutaria. Al momento però non sono ancora emersi dettagli e le indicazioni da entrambe le parti sono ancora molto generiche. Nel complesso il raggiungimento dell'accordo evita un ulteriore deterioramento delle relazioni tra i due Paesi e un esacerbarsi della guerra commerciale ma non sembrerebbe ancora tale da rimuovere completamente l'incertezza che ancora grava sullo scenario.

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

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

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

Energia: il petrolio sale dopo i tagli OPEC ma il rallentamento del ciclo avrà riflessi sulla domanda. Prezzi del petrolio in rialzo; a sostenere le quotazioni sono ancora gli strascichi dei tagli OPEC. La Russia e i produttori OPEC, guidati dall'Arabia Saudita, hanno deciso di tagliare la produzione di petrolio di ulteriori 500.000 barili al giorno nel 1° trimestre 2020 (1,7 milioni di

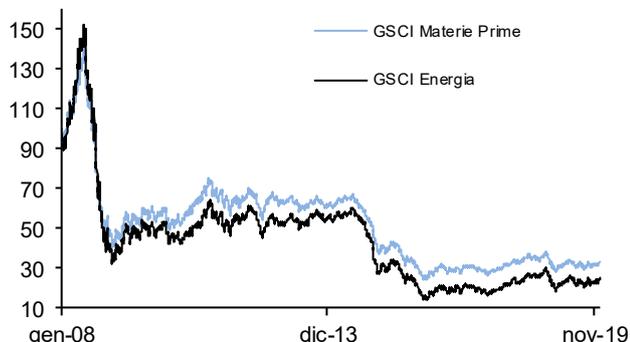
riduzione rispetto al precedente di 1,2 milioni). Il rispetto delle quote e la proroga dei tagli supplementari andranno discussi, su richiesta russa, in un incontro straordinario da convocarsi il 6 marzo. La distribuzione prevede 372.000 barili a carico dell'OPEC e 131.000 per i non-OPEC. A spingere più di tutti per il taglio è stata l'Arabia Saudita, che ha appena collocato alla borsa di Riad l'1,5% del capitale di Aramco (la società petrolifera di stato) e ha lavorato per ottenere che la quotazione del petrolio resti sostenuta. I Sauditi, oltre a impegnarsi a un ulteriore taglio di 160.000 barili, hanno rinnovato la proroga della riduzione volontaria di 400.000 barili, in aggiunta rispetto alla quota a loro assegnata. Quanto alla Russia, la riduzione sarà di soli 70.000 barili al giorno. Mosca ottiene così un'ulteriore vittoria tecnico-politica riuscendo a far escludere i condensati del greggio dal computo delle restrizioni. I condensati sono un semi-lavorato del petrolio talmente prossimo alla materia prima da poterli considerare pressoché indistinguibili. Questo ovviamente avvantaggia la Russia nel calcolo della produzione: scorporando i condensati dal computo, infatti, la quota produttiva passa a circa 10,4 milioni di barili giornalieri dai circa 11,2 milioni precedenti, perfettamente in linea con i tagli richiesti (-70.000 circa). L'Arabia Saudita, di contro, si era presentata con la posizione intransigente di non voler più sopperire alle mancanze di alcuni produttori, sacrificando il proprio output a favore di altri e, invece, complice la quotazione di Saudi Aramco, ancora una volta è stata "costretta" a farsi carico del massimo sacrificio possibile. In conclusione, questo taglio di 500.000 barili (che sarebbe il più alto da oltre 10 anni) è a tutti gli effetti teorico, e lascia qualche dubbio negli operatori. Potrebbe divenire effettivo solo a condizione che tutti i produttori rispettino le quote. Iraq e Nigeria sono stati indicati come "disubbidienti cronici" e verranno sottoposti a verifiche ferree, mentre Iran, Venezuela e Libia rimangono esclusi dai tagli. Restano pertanto i soliti temi legati al rallentamento della domanda petrolifera, in scia alla bassa crescita mondiale. EIA, IEA e OPEC, nei loro report mensili, hanno sottolineato come un ciclo economico mondiale in rallentamento non possa che riflettersi sulla domanda di energia.

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var. (%)	Var. (%)
	19.12.19	da inizio 2019	2 anni	5 anni
GSCI	2.583,1	17,2	5,0	-24,2
GSCI Energia	497,6	29,8	12,6	-26,5
WTI (\$)	61,2	34,8	5,4	8,3
Brent (\$)	66,5	23,7	3,1	8,4
Gas Naturale (\$)	2,3	-22,7	-13,8	-34,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



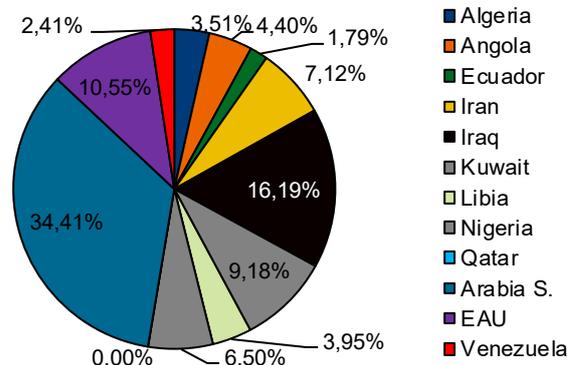
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: mercato in equilibrio nel 2020 grazie ai tagli OPEC. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di dicembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) prevede un mercato intorno all'equilibrio nel 2020 grazie ai tagli promessi dall'OPEC+. Le nuove stime sono coerenti con un modesto surplus di 0,1 mb/g sia nel 2019 che nel 2020. A novembre l'EIA si attendeva un deficit di 0,03 mb/g nel 2019 e un surplus di 0,3 mb/g in quello successivo. La domanda globale dovrebbe attestarsi a 100,7 mb/g nel 2019, in crescita di 0,8 mb/g a/a (rivista al ribasso da 100,9 mb/g del rapporto precedente), per poi salire a 102,1 mb/g (al ribasso da 102,3 mb/g). Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC è stata marginalmente rivista verso il basso sia per il 2019 che per il 2020: nell'anno in corso le estrazioni dovrebbero crescere di 2,1 mb/g a/a a 65,6 mb/g (da 65,7 mb/g precedente) mentre in quello successivo si prevede un aumento di 2,3 mb/g a/a a 67,9 mb/g (rivista da 68,0 mb/g). L'EIA ritiene che nel 2020 le estrazioni di greggio negli Stati Uniti dovrebbero salire di 0,9 mb/g rispetto al 2019 raggiungendo una media di 13,2 mb/g, in rallentamento però dai ritmi di crescita di 1,6 mb/g del 2018 e di 1,3 mb/g del 2019. Nel mese di settembre gli Stati Uniti hanno registrato esportazioni nette di greggio per 90mila b/g: è la prima volta da quando, nel 1949, l'EIA ha iniziato a registrare i dati sulle transazioni di greggio che le esportazioni superano le importazioni. Da importazioni nette di 490mila b/g del 2019 nel 2020, il Paese dovrebbe diventare un esportatore netto per circa 570mila b/g. Per quanto riguarda invece l'offerta dei Paesi appartenenti all'OPEC, l'Organizzazione ha annunciato che i tagli decisi a dicembre verranno implementati fino a marzo 2020. L'EIA assume però che, in uno scenario di scorte globali di greggio in aumento, l'OPEC proseguirà a ridurre le estrazioni per tutto l'anno su una media di 29,3 mb/g, in calo di 0,5 mb/g dai 29,8 mb/g del 2019 (a novembre l'EIA stimava un calo di 0,3 mb/g). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 1,5 mb/g del 2018 a 2,0 mb/g nel 2019 (invariata) e a 2,3 mb/g nel 2020 (rivisto al rialzo da 2,1 mb/g). L'EIA stima dunque un prezzo del Brent intorno a 63,9 dollari al barile (\$/b) in media nel 2019 per poi scendere a 60,5 \$/b nel 2020 (al rialzo dai 60,1 \$/b previsti nel rapporto precedente). Nel 2020 confermate le stime per lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI intorno ai 5,5 dollari.

IEA: invariate le stime di domanda per il 2020, previsioni di scorte in crescita nel 1° trimestre del 2020 nonostante i tagli OPEC.

Nell'Oil Market Report (OMR) di dicembre l'IEA (International Energy Agency) ha riportato come nel terzo trimestre del 2019 la domanda globale di petrolio sia cresciuta di 0,9 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto allo stesso periodo dello scorso anno a 100,9 mb. La stima è stata rivista verso il basso da 1,1 mb/g riportati a novembre, ma rappresenta comunque il tasso di crescita più elevato registrato nel corso del 2019. L'IEA ha lasciato le stime di domanda per la media del 2019 sostanzialmente invariate a 100,2 mb (+1,0 mb/g a/a) e a 101,5 mb (+1,2 mb/g) per il 2020. Sul fronte dell'offerta nel 2020 la produzione non-OPEC è prevista in crescita di 2,1 mb/g a/a a 67,0 mb con le scorte globali di greggio che, nonostante i tagli concordati dall'OPEC+ potrebbero salire di 0,7 mb/g nei primi tre mesi del prossimo anno. Per bilanciare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC di 29,0 mb/g (al rialzo da 28,9 mb/g) nel 2020, mentre quella per il 2019 è stata corretta a 29,9 mb/g da 30,0 mb/g precedenti. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei Paesi OCSE, alla fine di ottobre, sono calate per il secondo mese consecutivo di 32,5 mb m/m a 2.904 mb (2,9 mb al di sotto della media a cinque anni) con una copertura di 60,6 giorni, inferiore di un giorno rispetto alla media. I dati preliminari per novembre puntano verso un calo degli inventari, in tutte le regioni, di 23,5 mb.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.11.2019

OPEC: stime invariate, modesto calo per le estrazioni OPEC a novembre. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di dicembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto le proprie stime per i fondamentali di domanda e di offerta per il 2019-20, che sono comunque risultate sostanzialmente invariate rispetto al rapporto del mese precedente. La domanda mondiale nel 2019 è infatti prevista in crescita di 1,0 milioni di barili al giorno (mb/g) a/a a 99,8 mb/g per poi salire a 100,9 mb/g l'anno successivo. Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire a 64,3 mb/g nel 2019 per poi aumentare a 66,5 mb/g nel 2020. Sia le stime di domanda che di offerta sono rimaste invariate rispetto al rapporto di novembre. Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,7 mb/g (invariata) - cioè di 0,9 mb/g al di sotto dei livelli del 2018 - e di 29,6 mb/d (invariata) nel 2020. L'Organizzazione stima che a novembre la produzione OPEC sia calata a 29,55 mb/g da 29,65 mb/g del mese precedente. Nell'anno che sta per concludersi le estrazioni OPEC si sono attestate, in media, sui 30,5 mb/g nel

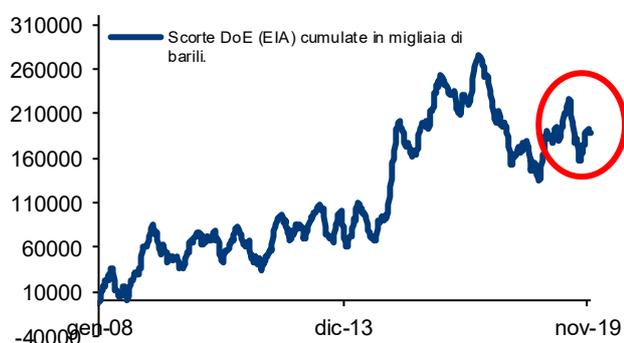
primo trimestre (0,3 mb/g sopra la produzione di equilibrio), sui 30,0 mb/g nel secondo (0,2 mb/g al di sotto della produzione di equilibrio) e 29,4 mb/g nel terzo (inferiori per 2,3 mb/g alla produzione di equilibrio). Nel trimestre finale del 2019 l'OPEC, per riportare il mercato all'equilibrio, dovrebbe produrre una media di 30,8 mb/g; al momento i dati relativi a ottobre e novembre lasciano tuttavia le estrazioni in rotta per un deficit rispetto alla quantità richiesta. Le scorte OCSE di petrolio e prodotti raffinati nel mese di ottobre dovrebbero invece essere calate di 23,9 mb/g m/m a 1.462 mb, 47,8 mb al di sopra dei livelli toccati allo stesso mese del 2018 e ancora superiori per 14,5 mb alla loro media a cinque anni. Nello specifico nel mese in esame tra i Paesi OCSE sono calate le scorte totali americane ed europee, mentre sono salite quelle asiatiche. In termini di copertura, le scorte commerciali di greggio sono salite di 0,6 giorni m/m a 61,2 giorni, 1,6 giorni al di sopra di quelle di ottobre 2018, ma 0,2 giorni al di sotto della media quinquennale.

Performance di medio termine

	19.12.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	497,6	4,7	4,8	15,0	29,8
WTI (\$)	61,2	5,4	8,1	33,4	34,8
Gas Naturale (\$)	2,3	-10,3	4,0	-36,6	-22,7
Gasolio (\$)	614,5	-0,4	6,0	17,7	20,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

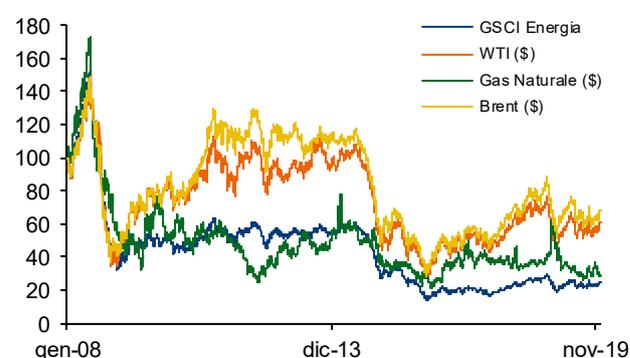
WTI: scorte DoE



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

La dinamica delle scorte USA. Ennesimo accumulo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. ha infatti evidenziato un accumulo di oltre 4,7 milioni di barili, dopo che tutti i principali analisti (EIA, IEA e OPEC) hanno indicato la domanda di petrolio in calo a causa del rallentamento economico. L'EIA, divisione del Dipartimento dell'Energia americano, ha comunicato che le scorte di petrolio negli ultimi sette giorni sono scese di 1,08 milioni. Il consenso prevedeva un calo di 2,12 milioni di barili. Gli stock di distillati hanno registrato un aumento di 1,5 milioni, mentre le scorte di benzine sono balzate di 2,5 milioni (era atteso +1,96 milioni).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Restiamo cautamente ottimisti sul petrolio, visto il consolidamento al rialzo che sta caratterizzando questo finale di 2019. Nel 2020 il mercato mondiale del petrolio dovrebbe avvicinarsi molto all'equilibrio, dal momento che l'OPEC e i suoi alleati (non-OPEC) si sono impegnati a mantenere i tagli alla produzione, ampliandoli ulteriormente di 500.000 barili nel 1° trimestre. Anche le interruzioni delle forniture legate ad eventuali crisi geopolitiche specifiche (Libia, Iran, Venezuela, Nigeria) continueranno a rappresentare un rischio significativo, mantenendo alta la tensione sui prezzi. Il quadro di fondo resta ancorato alle previsioni di una domanda in diminuzione a fronte di un mercato in surplus, in cui si accumulano abbondanti riserve. Le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresenteranno ancora dei rischi al ribasso per le quotazioni, anche nel 2020. Alla luce di questo mix di aspetti positivi e rischi ribassisti, manteniamo comunque la nostra idea di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni petrolifere. Confermiamo di conseguenza il nostro outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 63,5 dollari al barile per il 2020 e 60 per il 2021; 2) per il WTI: 58,5 nel 2020 e 55 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 4° trim. 19.12.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	61,2	56,9	55,5	55,0	58,0
Brent (\$.)	66,5	62,0	60,0	60,0	61,9
Gas Nat. (\$)	2,3	2,5	2,7	2,5	2,8

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 19.12.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	61,2	57,0	57,0	60,0	58,5
Brent (\$.)	66,5	62,0	62,0	65,0	60,0
Gas Nat. (\$)	2,3	2,40	2,80	2,50	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: dovrebbe continuare l'appeal dei beni rifugio anche nel 2020

Il 2019 si chiuderà con un rialzo nell'ordine del 14%, cauto ottimismo per il 2020. Immutati i temi alla base del comparto che hanno permesso una performance annuale nell'ordine del 14%. A sostenere i Preziosi permarrà anche il prossimo anno l'avversione al rischio sui mercati, che alimenta la ricerca di asset difensivi, anche se in questo finale di 2019 l'ottimismo generato dal raggiungimento dell'intesa commerciale fra USA e Cina sul cosiddetto Fase 1 sembra aver ridotto l'appeal di oro e argento per gli investitori. I timori sulla crescita globale restano forti ma appaiono abbastanza metabolizzati dal sistema ed è per questo motivo che la forza rialzista del comparto appare meno vigorosa. Immutata invece la questione relativa al ridotto costo opportunità di detenere metalli preziosi, che significa che gli operatori si trovano nella condizione migliore per detenere oro. Lo scenario di bassi tassi di interesse riduce il costo opportunità di detenere fisicamente i metalli preziosi: questo genere di investimento non genera interessi, ovvero non produce profitti diretti. È evidente che nell'attuale contesto di tassi addirittura negativi (in Europa) questa situazione risulti meno penalizzante, visto l'attuale quadro caratterizzato da politiche monetarie espansive da parte di tutte le principali Banche centrali mondiali. Istituzioni che, viste l'incertezza in atto e le forti tensioni politiche e geopolitiche, sono fortemente al centro della scena con azioni di sostegno all'economia.

Performance di lungo termine				
	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	19.12.19	da inizio 2019		
GSCI	2.583,1	17,2	5,0	-24,2
GSCI Preziosi	1.739,3	14,4	14,0	17,7
Oro (\$)	1.479,9	15,5	16,8	23,8
Argento (\$)	17,1	10,4	5,3	6,3
Platino (\$)	935,6	17,7	1,7	-22,0
Palladio (\$)	1.934,9	53,0	87,4	140,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento consolidano in un quadro di avversione al rischio in marginale contrazione. La vittoria di Johnson nelle recenti elezioni inglesi apre la strada a una più rapida risoluzione della Brexit, almeno nelle attese. La conquista del Parlamento da

parte dei Conservatori lascia presupporre con ampia probabilità che si concretizzi, finalmente, la conclusione della lunga vicenda Brexit. Per il resto il mercato si mantiene cauto in attesa di dettagli sulla Fase 1 dell'accordo USA-Cina sul commercio in attesa che nel 2020 ritornino le incertezze legate invece alla cosiddetta Fase 2. L'approccio accomodante della Fed resta lo scenario di fondo ma nei fatti, salvo imprevisti, almeno nella prima parte del 2020 i tassi americani resteranno ai livelli attuali. Il dollaro consolida le posizioni contro tutte le valute; Powell ha confermato, in più di una occasione, come i tassi negativi che Trump anela non siano compatibili con lo stato, ancora robusto, dell'economia americana. Una dichiarazione che di fatto conferma la pausa nel ciclo di taglio dei tassi e rafforza ulteriormente la nostra idea che, nonostante la fase di espansione monetaria della Fed, il dollaro difficilmente si indebolirà in maniera decisa. Tale quadro non è di sostegno alle quotazioni dell'oro e parzialmente neanche a quelle dell'argento.

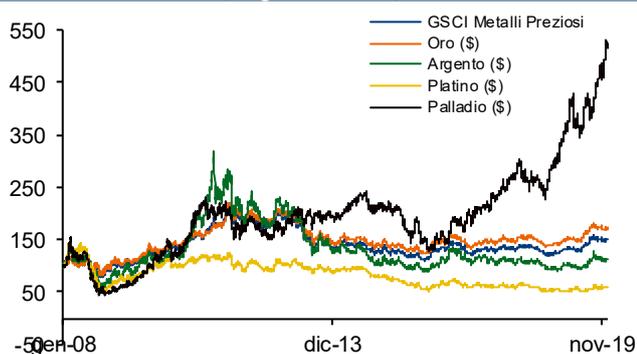
L'oro, con alle spalle la forte ascesa in area 1.550 dollari nei mesi estivi, ha iniziato poi un blando ritracciamento verso l'attuale intervallo fra 1.450 e 1.520; quest'ultimo è un livello barriera che più volte ha respinto le puntate rialziste del metallo giallo. Il consolidamento in atto, che contribuisce a rendere meno forti le attese rialziste sul 2020, si basa su una serie di aspetti che si sono rafforzati in questo finale di 2019. La pausa nel ciclo di taglio dei tassi della Fed appare metabolizzata ed è dovuta ai minori rischi che pesano sull'economia statunitense e globale. In aggiunta, se in un quadro di tassi velocemente in discesa in America, il costo opportunità dell'investimento in un bene che non genera interessi periodici era in costante calo, ora invece appare stabile. Infine, dollaro e Treasury USA sono ancora percepiti come investimenti difensivi, contendendosi con l'oro le preferenze degli investitori come asset rifugio. Prevediamo un prezzo medio di 1.500 dollari per il 2020 e 1.575 per il 2021.

In questo finale di 2019 l'argento ha parzialmente sanato la sottoperformance nei confronti dell'oro sfruttando la domanda proveniente dagli investitori finanziari. Il peso dei flussi d'investimento sulle quotazioni dell'argento risulta chiaro se si osservano le posizioni non commerciali in argento: il rialzo dei prezzi è stato trainato prima dalla copertura di posizioni di vendita sul derivato finanziario e solo successivamente dalla domanda di beni rifugio e dalla ricerca di extra-rendimento. In scia all'oro, pensiamo che un possibile ulteriore aumento dei corsi dell'argento nel 2020 possa originare solo da un intensificarsi dei rischi politici e dall'indebolimento del quadro macroeconomico. Prevediamo un prezzo medio di 18,3 dollari per il 2020 e 19 per il 2021.

Platino e Palladio. La chiusura del 2019 conferma alcuni fattori di fondo sui due metalli. Il platino e palladio hanno conseguito performance positive in questo 2019. Le performance che parevano allineate sono invece tornate a distinguersi: il palladio ha sovraperformato il platino sulla base di fondamentali più

solidi. Le previsioni sul palladio indicano un deficit più ampio sia per il dato finale, aggregato, del 2019 sia per l'anno prossimo. Di contro, il platino dovrebbe registrare un leggero surplus di mercato. Alla base resta il forte mutamento in atto nel Settore Auto mondiale. I veicoli diesel, dotati di catalizzatori al platino, stanno perdendo quote di mercato rispetto a quelli a benzina, dotati di catalizzatori al palladio. Cambiamenti dettati dai regolamenti più rigorosi sulle emissioni di anidride carbonica e gas di scarico complessi in vigore in Europa, Cina e altri Paesi Emergenti oltre che dall'accresciuta quota (seppur ancora molto marginale) dei veicoli elettrici. Di conseguenza ci aspettiamo, anche per il 2020, che la dinamica industriale in atto prosegua, col platino che dovrebbe mantenersi strutturalmente più debole rispetto al palladio. Stimiamo una quotazione per il platino di 858 dollari l'oncia nel 2020 e 830 dollari per tutto il 2021. Per il palladio stimiamo una quotazione media di 1.705 dollari l'oncia nel 2020 e 1.650 dollari per tutto il 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	19.12.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.739,3	-2,3	6,1	16,0	14,4
Oro (\$)	1.479,9	-2,4	6,6	17,2	15,5
Argento (\$)	17,1	-4,9	10,5	15,7	10,4
Platino (\$)	935,6	-1,1	16,0	17,6	17,7
Palladio (\$)	1.934,9	17,8	29,9	52,9	53,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, possibile un rialzo contenuto dei prezzi dell'oro anche nel 2020. Non cambia il quadro prospettico sui Metalli Preziosi: la volatilità sarà il driver principale che alimenterà la fame di beni rifugio. Oro e argento eserciteranno ancora il loro appeal sugli investitori in scia al rallentamento del ciclo economico mondiale, oltre che alle tensioni generate dalle incertezze e dai rischi politici, in un quadro di tassi d'interesse bassi che consente agli investitori di considerare pressoché ininfluenza il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in metalli preziosi. Le previsioni indicano ancora performance mediamente positive nel 2020 ma è indubbio che il grosso del movimento di rialzo è alle spalle. Anche più a lungo termine, permane un cauto ottimismo su oro e argento, mentre fra i preziosi di taglio più industriale

preferiamo il palladio al platino, visti i mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale. I fattori da tenere sotto controllo restano: a) l'esito delle trattative commerciali USA-Cina (Fase 2); b) il rallentamento della crescita globale; c) il percorso di taglio dei tassi della Fed e il conseguente movimento del dollaro (ad oggi ancora forte viste le prospettive di pausa nell'allentamento monetario); d) le tensioni geopolitiche in Medio Oriente.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim. 19.12.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.479,9	1.477,5	1.492,5	1.490,0	1.500,0
Argento (\$)	17,1	17,1	17,5	17,3	17,2
Platino (\$)	935,6	880,0	880,0	860,0	888,1
Palladio (\$)	1.934,9	1.570,0	1.540,0	1.540,0	1.562,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim. 19.12.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.479,9	1.480	1.475	1.500	1.500
Argento (\$)	17,1	17,2	17,5	18,0	18,3
Platino (\$)	935,6	910	870	860	858
Palladio (\$)	1.934,9	1.800	1.750	1.730	1.705

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: domanda influenzata dai dubbi sulla crescita nel 2020

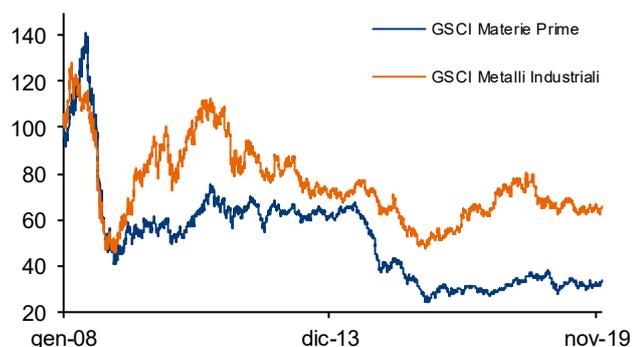
L'accordo fra Cina e USA non cancella i dubbi sulla crescita economica nel 2020. Si chiude un 2019 dove la maggior parte dei metalli industriali ha registrato un deficit e le scorte mondiali si sono contratte. I prezzi bassi hanno scoraggiato il riciclo/recupero dei materiali e gli investimenti infrastrutturali e produttivi sono stati frenati (se non addirittura azzerati) dall'incertezza sul futuro, visti i dissidi commerciali fra USA e Cina. Nonostante l'accordo appena raggiunto sulla Fase 1, il rallentamento del ciclo economico cinese, frutto delle lungaggini nella trattativa sui dazi, si è riflesso nel valore del PIL del 3° trimestre (in calo ai minimi dagli anni '90) e si sta riverberando anche sulla crescita globale, con ovvie conseguenze anche sulla domanda di metalli. Nel 2020 i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali si deterioreranno ulteriormente, a causa delle previsioni di rallentamento dei consumi di materie prime cinesi. Nel 2021 non escludiamo un più accentuato calo dei prezzi dei metalli industriali, dovuto all'ulteriore frenata dei consumi globali, trainati dalla riduzione di quelli in Cina. Da questo scenario è probabile che possa salvarsi solo il nickel, caratterizzato da dinamiche specifiche molto solide (mercato auto elettrica e contrazione dell'offerta fisica) che lo salvaguardano dal generale clima di pessimismo sul comparto. Alla luce di questo quadro, risulta difficile ipotizzare un recupero forte delle quotazioni, almeno nel breve.

iniziano a mostrare indicazioni di recupero ma le prospettive future per l'economia cinese rimangono legate agli sviluppi sul fronte delle tensioni commerciali che, nonostante il raggiungimento dell'accordo di Fase 1 annunciato il 13 dicembre, restano un fattore di rischio e potenziale fonte di incertezza.

Gli **indici PMI Caixin** di novembre hanno infatti evidenziato nuovi segnali di riaccelerazione per l'attività cinese, con l'indice relativo al settore **manifatturiero** che è salito a 51,8 da 51,7, ai massimi dal dicembre del 2016, mentre quello relativo ai **servizi** è balzato a 53,5 dal 51,1 registrato ad ottobre, portando l'indice **composito** a 53,2 da 52,0 (ai massimi da inizio anno). In particolare, le imprese manifatturiere hanno confermato una valutazione positiva per gli ordinativi all'esportazione per il secondo mese consecutivo (non accadeva da oltre un anno e mezzo) e una stabilizzazione delle assunzioni dopo sette mesi di calo; ordinativi e produzione, seppur in modesto rallentamento rispetto al mese precedente, si confermano invece in territorio espansivo. Il miglioramento dei PMI, pur essendo parzialmente imputabile a fattori stagionali, è incoraggiante per le prospettive dell'economia cinese anche se i rischi non si sono ancora completamente dissipati: le indagini di novembre confermano infatti l'incertezza relativa allo scenario commerciale. Su questo fronte i giudizi sulle scorte sono rilevanti: l'indagine conferma come si trovino ancora su livelli ridotti, con le imprese che non sembrerebbero per il momento intenzionate a ricostituire gli inventari in maniera significativa, frenate dall'incertezza commerciale e da una dinamica dei prezzi alla produzione ancora in flessione. È possibile che, grazie al recente annuncio del raggiungimento di un accordo di Fase 1, le imprese potrebbero evidenziare una ripresa, mantenendosi comunque caute con una riaccelerazione più significativa che potrebbe farsi attendere fino al manifestarsi di progressi più concreti sul fronte commerciale.

Per quanto riguarda invece i dati reali di novembre le **esportazioni** sono calate ancora di 1,1% a/a, dopo la flessione di 0,8% a/a registrata ad ottobre. Le **importazioni** sono invece tornate a crescere, anche se modestamente, di 0,3% a/a dopo la marcata contrazione di 6,2% a/a del mese precedente. I dati sulle importazioni evidenziano un forte rialzo degli acquisti dall'estero di soia (+41% a/a): l'origine geografica di tali importazioni non è stata rilasciata ma, secondo i dati settimanali del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA), potrebbe essere imputabile a maggiori acquisti dagli Stati Uniti. Tale balzo delle importazioni potrebbe essere interpretato come il tentativo, da parte delle Autorità cinesi, di favorire nel mese di novembre i negoziati commerciali in corso che si sono poi conclusi, con l'annuncio di un raggiungimento di un accordo di Fase 1. In tale accordo gli scambi di beni agricoli giocano un ruolo rilevante ed è quindi possibile una ripresa del commercio tra i due Paesi nei prossimi mesi, anche se difficilmente si tornerà ai ritmi visti prima dell'inizio della guerra commerciale. Si

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.12.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.583,1	17,2	5,0	-24,2
GSCI Industriali	1.223,1	3,0	-12,1	-5,2
Rame (\$)	6.215,0	4,2	-11,8	-2,9
Alluminio (\$)	1.797,0	-2,7	-15,3	-5,7
Zinco (\$)	2.327,8	-7,6	-27,1	7,2
Nickel (\$)	14.170,0	32,6	17,7	-9,2

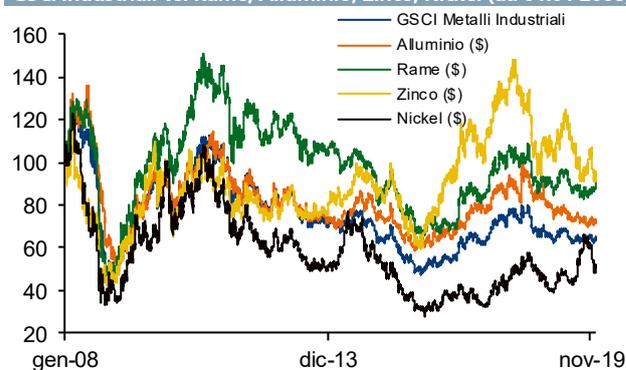
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: i dati di novembre iniziano a segnalare una ripresa. La stringa di informazioni e le indagini di fiducia di novembre

conferma positivo il trend per esportazioni e importazioni con i Paesi dell'area ASEAN, trend che potrebbe proseguire anche l'anno prossimo grazie ad una domanda estera in progressivo miglioramento. Accelera la **produzione industriale**: +6,2% a/a da 4,7% a/a, con un miglioramento diffuso all'attività mineraria, alla produzione di energia e al comparto manifatturiero, con quest'ultimo che torna ad esprimere ritmi di crescita tendenziale sui massimi da giugno. Gli **investimenti fissi** si confermano in crescita a 5,2% a/a da inizio anno, come ad ottobre. Per la prima volta da giugno si evidenzia una modesta ripresa di quelli delle aziende private (4,5% da +4,4%) a fronte di un rallentamento di quelli pubblici (+6,9% da +7,4%), che continuano però a rappresentare la principale fonte di supporto per le spese in conto capitale nel Paese. Sul lato dei consumi il rialzo in valore delle **vendite al dettaglio** (+8,0% a/a da 8,1% a/a) dovrebbe essere imputabile principalmente alla crescita dei prezzi e non ad un effettivo irrobustimento delle dinamiche di spesa. In volume infatti la crescita delle vendite mantiene lo stesso ritmo di espansione tendenziale del mese precedente (+4,9%), mentre si confermano in calo le immatricolazioni di auto, che subiscono gli effetti della fine degli incentivi. Il **settore immobiliare** continua a risentire di una crescita dei prezzi delle case nuove contenuta, che rallenta a +0,3% m/m da +0,5% m/m, con la variazione tendenziale che decelera ulteriormente a 7,3% da 8,0% precedente. Frenata dei prezzi immobiliari anche per le case esistenti con 17 città sulle 70 rilevate che riportano prezzi su livelli inferiori rispetto a quelli registrati nello stesso mese del 2018 (erano 13 ad ottobre).

La **PBoC**, dopo i tagli di novembre, si conferma pronta ad agire per far fronte ad eventuali nuovi segnali di rallentamento dell'economia; al momento non si escludono ulteriori limitature nel corso del 2020, cercando però di bilanciare la necessità di supportare la crescita con quella di evitare l'aumento degli squilibri finanziari. Lo scenario inflattivo rimane però complesso e riduce lo spazio di manovra per la Banca centrale. Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno infatti evidenziato un'accelerazione dell'**inflazione headline** a 4,5% a/a (da 3,8% a/a precedente) spinta, ancora una volta, dal mercato rincaro dei prezzi della carne di maiale (+3,8% m/m, +110,2% a/a) che continuano a subire gli effetti della peste suina sugli allevamenti. È quindi la componente alimentare che continua a trainare l'**inflazione headline**, a fronte di una dinamica **core** in rallentamento a 1,4% a/a da 1,5% a/a, ai minimi da marzo 2016 e ormai al di sotto del target del 2% da più di un anno. Il picco dell'inflazione dovrebbe essere raggiunto nei primi mesi del 2020 ma i rischi per la dinamica sottostante dei prezzi, anche in scia alla deflazione che sta colpendo i prezzi alla produzione (-1,4% a/a da -1,6% a/a, calo che dovrebbe però progressivamente venir meno nel 2020 grazie anche ad un effetto base favorevole), sono prevalentemente verso il basso.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i fattori chiave del 2020 resteranno ancora estranei ai fondamentali del metallo. Nonostante anche il rame, come molti altri metalli, vada incontro ad un 2020 di peggioramento delle condizioni sui mercati fisici, pensiamo che siano altri i fattori determinati per la dinamica dei prezzi. Il prezzo del rame continuerà a essere guidato più da fattori macroeconomici e politici che dai fondamentali veri e propri. L'International Copper Study Group (ICSG) ad ottobre aveva segnalato come il mercato del rame risulterà nuovamente in deficit nel 2019 (ma inferiore rispetto al 2018) e che probabilmente tornerà in surplus nel 2020. Il rame resterà soggetto all'andamento dei flussi speculativi e alle oscillazioni del sentiment di mercato, legate all'avversione al rischio più o meno accentuata che si verificherà l'anno prossimo. Prevediamo un prezzo di 5.803 dollari in media per l'intero 2020 e 5.250 per il 2021.

Alluminio: debolezza nel 2020, in linea col settore. L'attività industriale si sta contraendo in Cina e in Giappone, due Paesi che sono i maggiori consumatori di alluminio nella regione, con evidenti impatti negativi sui livelli di domanda. Il calo delle richieste va ricercato nell'abbondanza di offerta in Asia, anche a seguito degli accordi commerciali fra molti Paesi asiatici. Dopo i deficit registrati nel 2017 e nel 2018, l'alluminio dovrebbe tornare ad avere un mercato in equilibrio nel 2019 per poi tornare in surplus nel 2020. L'offerta mondiale è prevista in crescita in scia agli investimenti in nuova capacità produttiva varati in Cina e Medio Oriente e al riavvio del comparto anche negli Stati Uniti. Le quotazioni dell'alluminio resteranno piatte e vicine agli attuali livelli medi per il 2020; più a lungo termine prevediamo una diminuzione dei prezzi in linea con il comparto dei metalli industriali. Prevediamo un prezzo di 1.740 dollari in media per l'intero 2020 e 1.670 per il 2021.

Zinco: debole sul finale di 2019; 2020 ancora all'insegna delle difficoltà. L'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) prevede un deficit di offerta per lo zinco di circa 178.000 tonnellate nel 2019. Un deficit che però è il più basso degli ultimi quattro anni, in virtù del fatto che negli ultimi trimestri la produzione globale ha registrato un rapido incremento, reagendo ai prezzi elevati sul mercato. Prevediamo un quadro in peggioramento nel 2020, quando il mercato globale dello zinco tornerà probabilmente in

surplus, con una previsione dell'ILZSG di un'offerta eccedente la domanda pari a 192.000 tonnellate. La produzione mineraria di zinco dovrebbe aumentare del 2% quest'anno e del 4,7% nel 2020. Gli operatori temono il previsto aumento dell'offerta di mineraria, che aggraverebbe ulteriormente il surplus di offerta di zinco, in un contesto di rallentamento macroeconomico. Nonostante il livello estremamente basso delle scorte mondiali le previsioni sono ribassiste per le quotazioni dello zinco. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.295 dollari nel 2020 e di circa 2.150 dollari per l'intero 2021.

Nickel: correzione eccessiva, probabile un rimbalzo dei prezzi nel 2020. Il nickel resta il best performer nel comparto dei metalli. Le quotazioni del nickel hanno raggiunto i massimi annuali nei primi giorni di settembre, dopo che l'Indonesia, uno dei due maggiori produttori al mondo (l'altro sono le Filippine con 340.000 tonnellate), ha annunciato l'introduzione del divieto di esportazione di minerale contenente il nickel a partire da gennaio 2020, due anni in anticipo rispetto al previsto gennaio 2020. Un quadro che ha spinto al rialzo il nickel nelle scorse settimane, grazie anche alla domanda di materiale per il comparto delle auto elettriche. I timori estivi relativi alla carenza di offerta hanno spinto l'export indonesiano, innescando un circolo vizioso di accumulo delle scorte che ha finito per smussare l'effetto rialzista sulle quotazioni. Restiamo cautamente ottimisti sulle quotazioni del nickel rispetto agli altri metalli proprio per i fondamentali più solidi. Prevediamo per il nickel un prezzo di 15.000 dollari sia per il 2020 che per il 2021.

Performance di medio termine					
	19.12.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.223,1	0,5	2,9	1,3	3,0
Rame (\$)	6.215,0	7,2	4,1	3,6	4,2
Alluminio (\$)	1.797,0	0,1	0,9	-6,0	-2,7
Zinco (\$)	2.327,8	0,6	-10,3	-10,6	-7,6
Nickel (\$)	14.170,0	-18,8	15,2	29,9	32,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale. Il rallentamento del ciclo mondiale resta il tema chiave per il 2020. Nonostante il raggiungimento dell'accordo Fase 1 pensiamo che il livello di incertezza visto nel 2019 possa riproporsi, forse in modo più sfumato, anche nel 2020, a causa delle trattative commerciali per la cosiddetta Fase 2. Riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi anche se, nel 2020, i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali sono previsti in peggioramento, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime in Cina. Il rallentamento del PIL del 3° trimestre, certificato anche dalle mosse di politica monetaria espansiva della PBoC, diventa il tema chiave forse più delle possibili ulteriori tensioni sui dazi. Per il prossimo anno pensiamo che i metalli industriali possano restare all'interno di un ampio intervallo di prezzo, che però mediamente risulterà inferiore alla media del 2019. Per il 2021 permane il rischio di una diminuzione più accentuata delle quotazioni del comparto ma

solo se si concretizzerà il rallentamento dei consumi legato all'ulteriore frenata del ciclo mondiale (cinese in particolare).

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	19.12.19	2019	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	6.215,0	5.885	5.950	6.000	5.925	6.050
Alluminio (\$)	1.797,0	1.753	1.752	1.763	1.750	1.850
Zinco (\$)	2.327,8	2.400	2.325	2.332	2.347	2.388
Nickel (\$)	14.170,0	16.300	16.000	15.500	15.000	15.250

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	19.12.19	2019	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	6.215,0	5.890	5.860	5.800	5.803	5.250
Alluminio (\$)	1.797,0	1.760	1.750	1.750	1.740	1.670
Zinco (\$)	2.327,8	2.360	2.300	2.300	2.295	2.150
Nickel (\$)	14.170,0	15.500	15.000	15.000	15.000	15.000

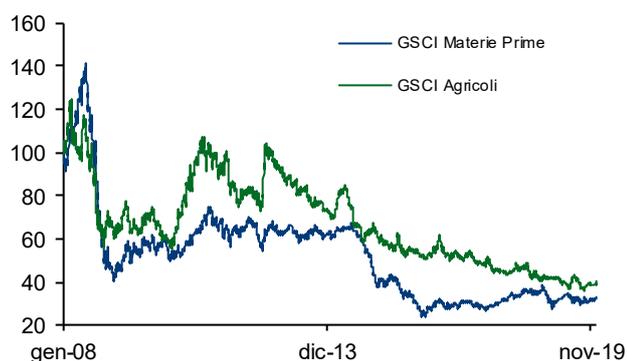
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: possono essere i primi beneficiari dell'accordo Fase 1

Agricoli: si accentua il recupero sul finale di 2019, complice l'accordo commerciale Fase 1 fra USA e Cina. Finale di 2019 all'insegna del forte recupero degli Agricoli, complice il volano rappresentato dal raggiungimento dell'accordo cosiddetto Fase 1 che li vede come principali beneficiari. Ricordiamo che nel corso dell'estate la maggior parte dei prodotti agricoli aveva registrato ampie oscillazioni di prezzo, dovute in particolare ai rischi legati alle condizioni meteo, ai timori sulle forniture e alla volatilità connessa all'aspro confronto fra le parti sulle tariffe durante le trattative commerciali. Su questo quadro aveva pesato, in modo determinante, anche la volatilità di diverse valute di alcuni Paesi emergenti, che sono anche importanti produttori agricoli. Gli agricoli restano una asset class che si candida come elemento di diversificazione all'interno dei portafogli finanziari.

Intesa raggiunta fra USA e Cina: ne beneficiano gli Agricoli. Il raggiungimento di un'intesa sul commercio fra USA e Cina, denominata Fase 1, ha visto come principale beneficiario il comparto degli Agricoli. La Cina aumenterà "significativamente" le importazioni di prodotti agricoli dagli USA, ha confermato il viceministro dell'agricoltura, Han Jun: carne di maiale, pollame, fagioli di soia, grano, mais e riso sono i prodotti elencati come oggetto degli acquisti, ma senza specificare nel dettaglio gli aumenti concordati. L'aumento degli acquisti di prodotti agricoli statunitensi da parte della Cina era uno dei punti a cui teneva maggiormente il presidente Trump. Nell'anno che porta alle elezioni presidenziali di novembre era necessario ottenere un risultato positivo da mostrare all'elettorato della cosiddetta Corn Belt statunitense, ovvero l'insieme degli Stati a spiccata vocazione agricola, bacino elettorale proprio della presidenza Trump.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

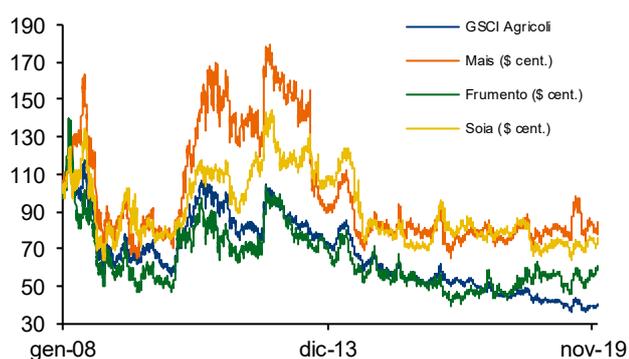
	Valore 19.12.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.583,1	17,2	5,0	-24,2
GSCI Agricoli	342,2	-2,0	-8,7	-39,2
Mais (\$ cent)	386,5	3,1	10,7	-5,8
Fruento (\$ cent.)	545,3	8,3	28,7	-13,8
Soia (\$ cent)	924,5	4,8	-3,1	-10,3
Cotone (\$ cent)	67,6	-6,4	-10,7	11,0
Cacao	2.435,0	0,8	26,1	-18,3
Zucchero	13,6	12,6	-7,0	-9,5
Caffè (arabica)	127,2	24,9	3,3	-27,2
Caffè (robusta)	1.339,0	-11,1	-21,8	-29,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di dicembre: riviste ancora al rialzo le scorte di frumento e in ribasso quelle di mais. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di dicembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2019/20. Il consumo mondiale di **frumento** dovrebbe aumentare del 2,3% a/a, attestandosi al record storico di 754 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto ai 755 milioni di tonnellate di novembre). L'USDA stima per la stagione 2019/20 un possibile aumento della produzione di frumento mondiale del 4,7% a/a, al record storico di 765 milioni di tonnellate (leggermente al ribasso rispetto ai 766 milioni di tonnellate del mese scorso). Le scorte finali sono attese in aumento del 4,2% a/a a 290 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo da 288 milioni di tonnellate di novembre). Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe aumentare al 38,4% nel 2019/20 (dato rivisto al rialzo rispetto al 38,2% stimato il mese scorso), il più alto degli ultimi 50 anni, dal 37,7% nella stagione 2018/19. Nella stagione 2019/20 la produzione mondiale di **mais** dovrebbe contrarsi dell'1,4% a/a, mentre i consumi dovrebbero scendere dell'1,7% a/a. In termini di volumi, la produzione mondiale di mais dovrebbe diminuire a 1.109 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto ai 1.102 milioni di tonnellate del mese scorso). Il consumo mondiale dovrebbe scendere a 1.127 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto ai 1.126 milioni di novembre). Le scorte finali dovrebbero ridursi del 5,8% a/a, attestandosi a 301 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di 296 milioni di tonnellate). Di conseguenza, il rapporto fra scorte e consumi dovrebbe diminuire al 26,7% (dato rivisto rispetto alla stima di 26,3% del mese scorso) dal 27,8% registrato nella stagione precedente. Per la **soia** l'USDA prevede una diminuzione della produzione di soia del 5,8% a/a, a 338 milioni di tonnellate (in leggero aumento rispetto alla precedente stima di novembre di 337 milioni di tonnellate). Nella stagione 2019/20 le scorte mondiali dovrebbero diminuire del 12,2% a/a a 96 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto alla precedente stima di 95 milioni di tonnellate). Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe contrarsi al 27,6% (dato rivisto al

ribasso dal 28,3%) dal 32,0% registrato nella stagione precedente. Il consumo mondiale dovrebbe crescere dell'1,8% a/a fino a toccare un nuovo record di 350 milioni di tonnellate (dato pressoché invariato rispetto alla precedente stima). Secondo le stime dell'USDA, il rapporto tra scorte e consumi per la **farina di soia** potrebbe contrarsi al 4,7% nel 2019/20 dal 5,0% registrato nella stagione precedente, giacché il consumo globale dovrebbe aumentare del 2,1% a/a a 236 milioni di tonnellate (dato rivisto leggermente al rialzo rispetto al mese scorso), mentre le scorte globali dovrebbero diminuire del 5,7% a/a a 11 milioni di tonnellate (dato rivisto leggermente al rialzo). Il rapporto tra scorte e consumi per l'**olio di soia** dovrebbe diminuire al 5,8% nel 2019/20 dal 6,5% registrato nella stagione precedente. Secondo le stime dell'USDA, le scorte finali diminuiranno dell'8,9% a/a a 3,3 milioni di tonnellate nella stagione 2019/20 (dato rivisto al ribasso rispetto ai 3,4 milioni di tonnellate stimati il mese scorso).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto sulle principali granaglie. Mais. Nella stagione 2019/20, il mercato del mais dovrebbe registrare un deficit di offerta per il 3° anno consecutivo. Le stime sulla carenza di offerta hanno subito però una revisione al ribasso rendendo il deficit previsto più in linea con quello registrato nelle passate stagioni, mentre in precedenza veniva ipotizzato come il deficit più ampio da oltre 30 anni. Prevediamo per il mais una quotazione media di 410 centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 440 per il 2021.

Frumento. Il grano presenta i fondamentali più deboli fra tutte le granaglie. E' previsto un surplus di offerta per il mercato del frumento nella stagione 2019/20, dopo il leggero deficit registrato invece nel 2018/19. Il rapporto tra scorte e consumi dovrebbe registrare il livello più alto degli ultimi 50 anni. Prevediamo per il frumento una quotazione media di 503 centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 510 per il 2021.

Soia. La soia è la granaglia certamente più sensibile alle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti. Pertanto ipotizziamo che la volatilità dei prezzi legata agli sviluppi della controversia resterà elevata anche nel 2020. Stimiamo per la soia un prezzo di 900 centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 910 per il 2021.

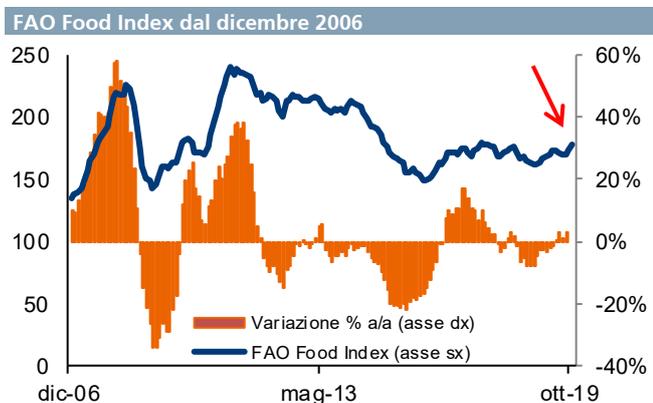
Performance di medio termine

	19.12.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	342,2	7,4	7,4	7,4	-2,0
Mais (\$ cent.)	386,5	4,2	-14,1	3,0	3,1
Frumento (\$ cent.)	545,3	12,6	3,6	4,2	8,3
Soia (\$ cent.)	924,5	4,7	1,0	3,5	4,8
Cotone (\$)	67,6	14,3	6,9	-10,0	-6,4
Cacao	2.435,0	-1,5	-1,5	7,2	0,8
Zucchero	13,6	22,2	9,0	9,0	12,6
Caffè (arabica)	127,2	29,3	25,9	24,1	24,9
Caffè (robusta)	1.339,0	4,0	-3,3	-10,4	-11,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: indice dei prezzi ai massimi da oltre due anni. A novembre l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha messo a segno un rialzo di 2,7% m/m, raggiungendo il livello più alto dal settembre del 2017, spinto soprattutto dai rincari dei prezzi di carni e oli vegetali. In aumento anche le quotazioni dello zucchero a fronte di un calo per i prezzi dei cereali e di una sostanziale stagnazione per quelli dei prodotti lattiero-caseari. Rispetto a novembre 2018 i prezzi delle materie prime alimentari sono in crescita del 9,5%. Le quotazioni internazionali dei **cereali** sono scese di 1,2% m/m (-1,0% a/a), frenate dalle ampie disponibilità per l'esportazione e dalla competizione sul prezzo tra i principali esportatori. In calo anche i corsi del riso, ai minimi da sei mesi, che subiscono una domanda complessivamente fiacca e l'arrivo sul mercato dei nuovi raccolti. Per quanto riguarda invece il mais si registra una leggera divergenza tra i prezzi statunitensi, più deboli, e quelli sudamericani, che beneficiano di una più robusta domanda interna. Mercato rialzo invece per i prezzi degli **oli vegetali** (+10,2% m/m), in crescita di 20,2% a/a, ai massimi da maggio dello scorso anno, trainati dai rincari diffusi a olio di palma, di soia, di colza e di semi di girasole, che beneficiano in particolare del maggiore utilizzo di oli vegetali nei biodiesel. Nello specifico le quotazioni dell'olio di palma sono salite per il quarto mese consecutivo confermando il trend di rialzo dopo i minimi toccati nel corso del 2018, spinti da una minore produzione nei principali paesi esportatori, aspettative per una minore offerta nel 2020 e un aumento della domanda per l'utilizzo nei biodiesel. Sostanzialmente invariati i prezzi dei **prodotti lattiero-caseari** (+0,3% m/m), che interrompono però due mesi di calo e risultano comunque più elevati del 9,5% rispetto allo stesso mese dello scorso anno. Il dato complessivo nasconde un aumento del prezzo del latte in polvere (principalmente per ragioni stagionali) a fronte di un modesto rialzo per il burro e del terzo mese consecutivo di calo per il formaggio. Decimo mese di fila di rialzo per i prezzi delle **carne**, che registrano il maggior aumento mensile dal maggio del 2009, +4,6% m/m (+17,2% a/a, ma ancora su livelli inferiori del 9,4% rispetto al massimo toccato ad agosto 2014). Il rialzo di novembre è diffuso a tutte le tipologie di bestiame, in particolare bovini e ovini. Secondo mese di rialzo per lo zucchero (+1,8% m/m) in scia a previsioni per un eccesso di domanda nel corso della stagione 2019/20, che risentono di condizioni meteorologiche sfavorevoli in Thailandia, India, Francia e Stati Uniti. Nel complesso si conferma, però, la volatilità dei prezzi dello zucchero, che

risentono del mutevole clima indiano, dell'andamento delle quotazioni internazionali del greggio e del real brasiliano.

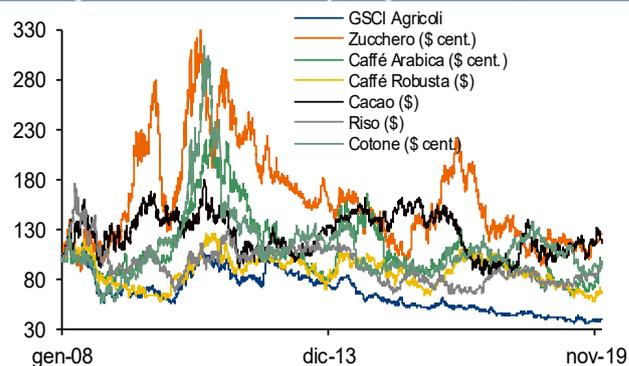


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: revisioni al rialzo per le previsioni di produzione per i cereali nel 2019/20. La FAO, nel rapporto di dicembre sui fondamentali di mercato per i cereali, ha rivisto al rialzo le previsioni di offerta per la stagione 2019/20 di 10 milioni di tonnellate (mt) a 2.714 mt, in crescita del 2,1% rispetto alla stagione 2018/19. La revisione al rialzo riflette un miglioramento delle stime per i raccolti di frumento, cereali secondari e riso. La produzione di **frumento** è stata rivista al rialzo a 766 mt da 765 mt di novembre, ancora su livelli ai massimi storici e in aumento del 4,8% rispetto alla scorsa stagione. Le revisioni riflettono previsioni per un maggior raccolto europeo, che dovrebbe più che compensare una correzione dell'offerta statunitense. La produzione di **cereali secondari** dovrebbe invece attestarsi a 1.433 mt (rivista al rialzo da 1.426 mt), in crescita di 1,7% rispetto alla stagione precedente e solo marginalmente inferiore alla quota record di 1.434 mt toccata nel 2017/18, grazie all'aumento dell'offerta sudamericana e sudafricana, con quest'ultima che potrebbe risultare superiore alla media degli ultimi cinque anni. I rischi per la previsione sono però prevalentemente verso il basso e riflettono prevalentemente le condizioni meteo che, nel breve termine, potrebbero risultare sfavorevoli. Revisione al rialzo invece per le stime di offerta per il **riso** a 515 mt da 513 mt del rapporto precedente, in marginale calo rispetto alle 518 mt della stagione precedente. Le revisioni al rialzo per il Pakistan e per i raccolti africani dovrebbero infatti più che compensare le revisioni al ribasso per Vietnam e Thailandia. Nella stagione 2019/20 i consumi sono previsti a 2.709 mt (invariato rispetto al rapporto precedente) e in crescita dello 0,8% rispetto al 2018/19. I consumi di frumento sono attesi a 758 mt, al ribasso da 760 mt di novembre, e in crescita di 1,5% a/a da 748 mt del 2018/19. L'utilizzo di cereali è invece atteso in aumento a 1.434 mt nel 2019/20, stima invariata da novembre, da 1.429 mt della stagione precedente (+0,3% a/a); la revisione al ribasso per i consumi di mais è compensata da quelle al rialzo per gli altri cereali, orzo in particolare. Revisione al rialzo per i consumi di riso: 517 mt da 516 mt, in crescita di 1,2% dal 2018/19. Il rapporto di dicembre evidenzia anche un aumento delle scorte

globali di cereali nel 2020, in rialzo di 14 mt a 863 mt, in modesto calo dalle 865 mt della stagione 2018/19 che dovrebbe comunque risultare nei primi tre anni con scorte più elevate. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi calare a 30,8% (invariato) da 31,9%. A livello di singoli prodotti agricoli si prevede un aumento delle scorte di frumento (278 mt da 270 mt del 2018/19, 275 mt nel rapporto precedente). Il rapporto scorte/consumi dovrebbe attestarsi a 36,1% da 35,6% della stagione precedente. Si confermano invece le stime per un calo delle scorte finali di cereali secondari (403 mt da 411 mt del 2018/19, rivisto al rialzo da 394 mt del rapporto precedente), con un rapporto scorte/consumi pari a 26,8% (rivisto da 26,5%) da 28,6% dell'annata precedente. Infine, le scorte di riso dovrebbero flettere a 182 mt (rivisto da 181 mt) da 183 mt del 2018/19 portando il rapporto scorte/consumi a 34,7% (rivisto marginalmente da 34,6%) in crescita da 35,4%. Il commercio internazionale in cereali è previsto in crescita di 1,1% rispetto ai volumi della scorsa stagione a 416 mt (rivisto da 415 mt del rapporto precedente).

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Rinnoviamo la cautela legata all'esito della guerra commerciale. La raggiunta intesa fra USA e Cina sulla cosiddetta Fase 1 vede i prodotti agricoli come assoluti protagonisti dell'accordo. Mancano però i dettagli, i volumi dei prodotti e l'ammontare in denaro delle esportazioni decise. Per essere chiari, ad oggi, è solo un accordo sulla carta ed è per questo che, pur restando cautamente positivi, rimarremo vigili circa il proseguimento delle trattative e le comunicazioni sui dettagli dell'intesa raggiunta. L'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli nonostante i rischi a breve termine legati alle condizioni meteorologiche e alle oscillazioni valutarie nei Paesi emergenti produttori agricoli. Nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza di fenomeni meteo negativi, alimentando così l'incertezza sulla disponibilità di forniture che, a sua volta, potrebbe scatenare pressioni rialziste sui prezzi. Ribadiamo ancora una volta come potrebbero essere le soft commodity a risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, dipendendo maggiormente dai fondamentali positivi e candidandosi come valide alternative di investimento nella rotazione di portafoglio degli operatori.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	19.12.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	386,5	390,0	395,0	405,0	407,5	415,0
Fruento (\$ cent.)	545,3	500,0	500,0	500,0	503,0	488,0
Soia (\$ cent.)	924,5	899,0	900,0	925,0	905,0	910,0
Cotone (\$)	67,6	64,8	65,9	67,0	68,0	67,0
Cacao	2.435,0	2.443	2.438	2.470	2.475	2.550
Zucchero	13,6	12,6	12,8	12,5	13,2	13,1
Caffè (arabica)	127,20	105,0	110,0	111,0	109,0	100,0
Caffè (robusta)	1.339,0	1.350	1.390	1.365	1.350	1.305

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	19.12.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	386,5	380	390	420	410	440
Fruento (\$ cent.)	545,3	520	510	500	503	510
Soia (\$ cent.)	924,5	912	900	900	900	910
Cotone (\$)	67,6	65	64	64	64	64
Cacao	2.435,0	2.550	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	13,6	12,8	12,6	12,5	12,5	12,4
Caffè (arabica)	127,20	112	110	112	113	120
Caffè (robusta)	1.339,0	1.330	1.320	1.300	1.305	1.360

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 Refinitiv, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	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, Refinitiv Datastream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 21.11.2019.

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/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
Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi