

Commodity: dazi e rischi sulla crescita i temi da seguire

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Il mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è il fattore da monitorare con attenzione. Il rallentamento della crescita globale resta invece un tema di fondo per tutte le commodity, in una fase in cui si attende, in un clima di cauto ottimismo, anche la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. Superare la causa principale che aveva determinato il ribasso della performance delle risorse di base nel 2018 sgombrerebbe lo scenario 2019 da un grosso ostacolo. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi e, seppur con un certo grado di prudenza, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 64 (da 67) dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 55 (da 57) dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile (da 81 e 74) nel 2020 e a 80 e 75 dollari al barile (da 83 e 78) per il 2021.

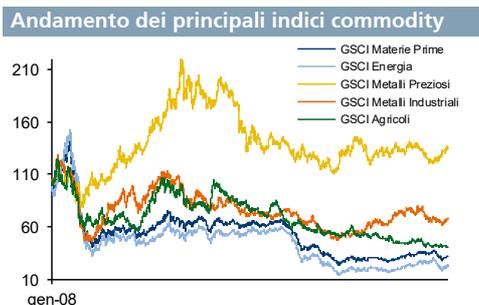
Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo. Ribadiamo il nostro cauto ottimismo sul 2019, dopo un 2018 chiusosi con performance molto negative per tre dei quattro metalli che compongono il comparto. Probabilmente i Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Un mancato accordo risolutore dei dissidi commerciali fra Cina e USA, nonostante l'ottimismo diffuso, rischierebbe di rafforzare ulteriormente l'avversione al rischio, agevolando così il rincaro dei Preziosi. Difficile invece che un surriscaldamento della dinamica dei prezzi possa contribuire a questo scenario, vista la blanda inflazione presente nelle maggiori aree economiche. Alla luce di questo quadro, il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, permangono le attese per fondamentali migliori quest'anno. Confermiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visti i passi avanti nel superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina e la risoluzione delle tensioni politiche sia nei Paesi sviluppati che in quelli Emergenti. Permane il tema del possibile rallentamento del ciclo globale anche se pensiamo che possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. In conclusione, riconfermiamo con prudenza un Outlook Moderatamente Positivo, basato sulla speranza che la forza dei fondamentali contrasti le tensioni esterne al comparto.

Agricoli: confermiamo l'Outlook Neutrale. Previsioni immutate per lo scenario degli Agricoli: ci attendiamo una contrazione dei rischi politici e commerciali con la speranza che gli operatori tornino a concentrarsi sui fondamentali. Per questa prima parte dell'anno presumiamo che i prezzi dei cereali possano essere influenzati dai rischi meteorologici, visto anche il rafforzamento delle probabilità per la formazione de El Niño. In questa fase sono ancora le attese per il buon esito della trattativa sul commercio internazionale a frenare il recupero degli Agricoli. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale; resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2018/19 i cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2017/18.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.02.2019	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.495,4	13,3	4,5	-49,7
GSCI Energia	467,4	21,9	13,1	-59,2
GSCI Met. Preziosi	1.563,5	2,8	1,5	-6,5
GSCI Met. Industriali	1.289,3	8,5	4,2	-2,7
GSCI Prod. Agricoli	341,8	-2,1	-23,2	-47,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.02.2019



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

28 febbraio 2019
11:23 CET
Data e ora di produzione

28 febbraio 2019
11:30 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*

	Feb.	Gen.
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	25,4	-21,9
Brent	23,4	-14,4
Gas Naturale	-4,8	26,2
Gasolio	22,1	-10,2
Oro	3,0	-4,1
Argento	1,6	-13,5
Rame	9,1	-17,0
Alluminio	4,1	-15,0
Zinco	10,2	-22,0
Nickel	22,1	-14,2
Mais	-3,0	8,8
Frumento	-8,4	22,4
Soia	2,4	-5,4
Cacao	-4,6	22,5
Zucchero	7,3	-17,7
Caffé	-6,0	-20,1
Cotone	-1,4	-2,4

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 27.02.2019

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.02.2019 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: il fragile equilibrio fra domanda e offerta resta al centro del quadro

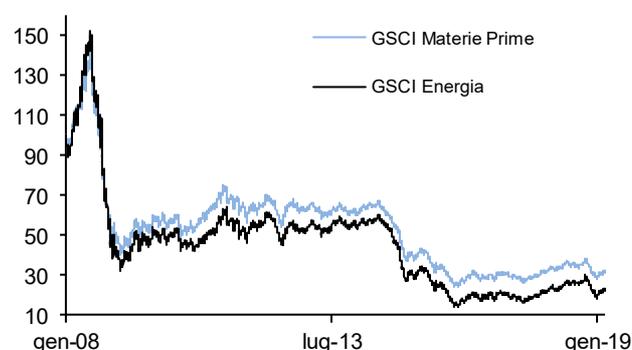
Commodity: rallentamento economico ed esito della guerra commerciale i due temi chiave. Nel 2018 le tensioni commerciali hanno avuto un impatto estremamente negativo sul *sentiment* di mercato, sia dal lato dei consumi che dal lato industriale e degli investimenti. Ecco perché resta centrale la risoluzione dei dissidi commerciali fra USA e Cina. Le delegazioni di entrambi i Paesi sono al lavoro da settimane su sei memorandum d'intesa che spaziano dal trasferimento forzato di tecnologia e furti informatici, al diritto di proprietà intellettuale, ai servizi, alla valuta, all'agricoltura fino agli ostacoli non tariffari al commercio. La trattativa viene vista con cauto ottimismo dal mercato, che spera in una risoluzione della diatriba che schiarisca il quadro sulle materie prime consentendo un recupero strutturale. L'incontro chiarificatore tra Trump e il suo omologo cinese Xi Jinping potrebbe avvenire nella residenza del Presidente americano a Mar-a-Lago, nel sud della Florida, a fine marzo. Questo inizio di 2019 è già stato fin troppo caratterizzato dall'incertezza su questo tema, visto che i timori di riduzione della domanda globale di materie prime rischiano di essere la conseguenza di un vero e proprio rallentamento del ciclo economico globale. Il nostro Outlook 2019 sulle materie prime resta però cautamente positivo. Il rallentamento della crescita economica, se verranno attuate le contromisure auspicabili, potrebbe essere solo marginale rispetto ai livelli del 2018, sia globalmente che in Cina, la principale utilizzatrice di commodity. La nostra speranza è che, proprio in Cina, gli stimoli varati nel 2018, per diversi punti percentuali di PIL, sortiscano gli effetti espansivi verso la metà del 2019. Quando il mercato tornerà a focalizzarsi solo sui fondamentali specifici di domanda e offerta, le quotazioni di molte commodity avranno spazio per recuperare parte delle forti perdite accusate lo scorso anno. La ripresa delle quotazioni abbisogna però di una crescita globale robusta, inflazione bassa, dollaro USA meno forte (visto l'attendismo della Fed nel rialzo tassi) e mercati emergenti in recupero. Un insieme di fattori che alimenterebbero il rialzo delle commodity.

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.495,4	13,3	4,5	-49,7
GSCI Energia	467,4	21,9	13,1	-59,2
WTI (\$)	56,9	25,4	5,4	-44,5
Brent (\$)	66,4	23,4	19,4	-39,1
Gas Naturale (\$)	2,8	-4,8	0,9	-39,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'andamento del prezzo del petrolio. Il petrolio ha continuato a beneficiare delle aspettative di ulteriori tagli alla produzione da parte dei Paesi OPEC e non-OPEC, con l'Arabia Saudita promotrice della strategia secondo cui sarebbe necessaria una ulteriore riduzione all'output, dopo il taglio di 1,2 milioni di barili giornalieri inaugurato all'inizio dello scorso mese di gennaio. Già ad aprile, i membri OPEC+ (OPEC più Russia ed altri piccoli produttori in orbita russa) si incontreranno per rivalutare la situazione. La struttura dell'accordo prevede quindi una finestra di breve respiro, che si spiega con l'elevata incertezza sulle dinamiche di domanda ed offerta in una fase di rallentamento del ciclo mondiale. Le quotazioni del petrolio sono sostenute anche dalle sanzioni statunitensi ai danni delle esportazioni petrolifere di Iran e Venezuela. A limitare ulteriori rialzi, frenando la corsa dei prezzi, ha contribuito il nuovo balzo della produzione di greggio USA che, secondo il report curato dall'EIA (Energy Information Administration), è aumentata nel 2018 di oltre 2 milioni di barili al giorno, raggiungendo i 12 milioni di barili giornalieri, grazie al picco di produzione di *shale-oil* (offerta che sta parzialmente compensando i tagli dell'OPEC). Gli USA sono l'unico Paese a raggiungere quel livello di produzione di petrolio, superando così i principali concorrenti (Russia e Arabia Saudita). La maggior preoccupazione dei membri dell'OPEC è che l'eccesso di produzione da parte degli americani vanifichi i tagli operati dai sauditi. I prezzi del petrolio risultano in rialzo anche per effetto della contrazione delle esportazioni saudite proprio verso gli USA e vista la crisi politica in Venezuela.

La questione Venezuela. La Casa Bianca ha annunciato la comminazione di sanzioni contro il Venezuela. Lo scopo è bloccare tutti coloro che faranno affari con la società petrolifera statale venezuelana PDVSA, pur concedendo alle società USA ed europee il tempo necessario per svincolarsi dalle forniture e dai contratti. Rispetto all'embargo totale temuto, però, il quadro attuale presenta qualche differenza: gli americani potranno continuare ad acquistare petrolio da Caracas, ma i pagamenti dovranno essere versati in un conto a parte, inaccessibile agli esponenti dell'attuale regime di

Maduro. Lo stesso varrà per la raffineria di proprietà di PDVSA, la Citgo con sede nel Texas, i cui asset (liquidità, beni immobili e altri beni per un controvalore di 7 miliardi di dollari) sono stati congelati. A questi si sommano gli 11 miliardi di ricavi da esportazioni destinati a venire meno nei prossimi dodici mesi. I tre impianti di Citgo negli USA raffinano qualcosa come circa 750.000 barili al giorno. Il petrolio incide per quasi la totalità delle esportazioni venezuelane e, quindi, costituisce praticamente l'unica via per accedere alla liquidità: via che anche il Presidente Guaidò vorrebbe poter percorrere. La novità, nel complesso quadro venezuelano, è l'atteggiamento dei militari. L'Amministrazione Trump pensava ad una transizione più veloce, favorita dall'esercito; i militari hanno dimostrato invece una resistenza maggiore all'abbandono di Maduro, favorendo così il cambio di regime e riducendo al minimo le tensioni sociali. In questo quadro ancora così fluido, resta il fatto che l'offerta venezuelana di petrolio difficilmente arriverà sui mercati nelle prossime settimane, contraendo così il surplus di materiale e favorendo l'effetto dei tagli OPEC.

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

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

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

EIA: confermato l'eccesso di offerta nel 2019-20, gli USA potrebbero diventare esportatori netti di greggio già nel 2020.

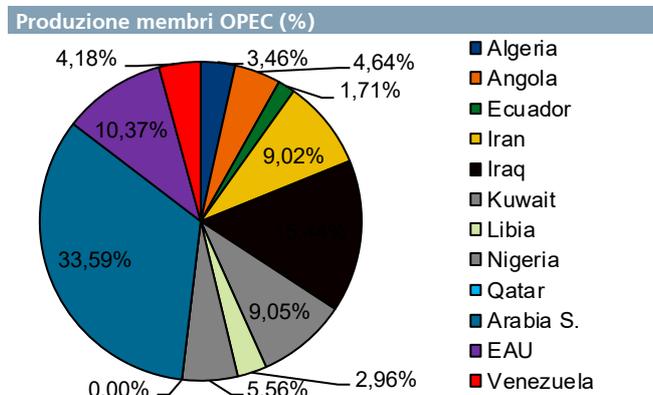
Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di febbraio, l'EIA (U.S. Energy Administration) sostanzialmente conferma il quadro delineato nei rapporti precedenti di mercato in surplus nel 2019 e nel 2020. Si continua infatti a stimare un eccesso di offerta di 0,4 mb/g nel 2019 (in rialzo da 0,2 mb/g di gennaio) e di 0,6 mb/g del 2020 (anche tale stima è stata rivista al rialzo da 0,4 mb/g precedente). Sul fronte della domanda, i consumi di petrolio dovrebbero passare dai 100,0 mb/g del 2018 a 101,5 mb/g nel 2019 (stima invariata rispetto a gennaio) e 102,9 mb/g nel 2020, rivisto in calo dai 103,1 mb/g precedenti. Per quanto riguarda invece l'offerta, i Paesi non-OPEC dovrebbero aumentare le loro estrazioni dai 63,2 mb/g del 2018 a 65,8 mb/g nel 2019 e 67,9 mb/g nel 2020. Entrambe le previsioni di offerta sono state riviste al rialzo di 0,3 mb/g per il 2019 e di 0,5 mb/g per l'anno successivo. In particolare, anche l'espansione per la produzione statunitense è stata rivista ancora una volta al rialzo e dovrebbe passare a 12,4 mb/g nell'anno in corso (era vista a 12,1 mb/g) e a 13,2 mb/g in quello successivo (al rialzo da 12,9 mb/g precedente);

a gennaio le estrazioni USA si sono attestate in media a 12,0 mb/g. Previste invece in progressivo calo le esportazioni. Nel 2020 gli Stati Uniti dovrebbero diventare esportatori netti di greggio per circa 0,3 mb/g; nel rapporto precedente, invece, si prevedevano ancora importazioni superiori alle esportazioni alla fine dell'orizzonte previsivo. I Paesi OPEC dovrebbero ridurre le estrazioni a 30,7 mb/g (al ribasso da 30,9 mb/g) nel 2019 e a 30,5 mb/g nel 2020 (anch'esso al ribasso da 30,9 mb/g), dopo una produzione media intorno a 32,0 mb/g nel 2018. 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 2,0 mb/g nel 2019 (al rialzo da 1,9 mb/g precedente) e a 2,5 mb/g nel 2020 (al rialzo da 2,3 mb/g dello scorso rapporto). L'EIA rivede al rialzo le previsioni di prezzo per il 2019 e al ribasso quelle per il 2020: il Brent dovrebbe dunque aggirarsi intorno a 61,03 dollari al barile (\$/b) nell'anno in corso e a 62,0 \$/b l'anno successivo, contro stime precedenti rispettivamente a 60,52 \$/b e 64,76 \$/b. Nel complesso, lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a 6,2 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b l'anno seguente.

IEA: produzione OPEC ancora in calo grazie a tagli superiori ma si conferma uno scenario di eccesso di offerta nel 2019.

Nell'Oil Market Report (OMR) di febbraio l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto le proprie stime per i fondamentali di domanda e di offerta del mercato del petrolio: ha sostanzialmente lasciato invariate le previsioni di domanda mentre ha rivisto al rialzo le stime per l'offerta, andando a confermare il quadro di offerta in crescita a tassi superiori alla domanda nel 2019. La domanda globale di petrolio dovrebbe crescere di 1,4 milioni di barili al giorno (mb/g) a 100,6 mb/g nel 2019, come stimato a gennaio, dopo un aumento di 1,3 mb/g nel 2018. La domanda dovrebbe essere supportata da prezzi più bassi rispetto all'anno precedente e da nuovi progetti petrolchimici in Cina e negli Stati Uniti, mentre il rallentamento della crescita economica dovrebbe fungere da freno. Sul fronte dell'offerta, la produzione nei Paesi non appartenenti all'OPEC è prevista in crescita di 1,8 mb/g a 64,4 mb/g nel 2019 (rivista al rialzo da 60,5 mb/g in gennaio) spinta da maggiori estrazioni negli USA. Se nel rapporto di gennaio si prevedevano tassi di crescita simili per quanto riguarda la domanda e l'offerta nel 2019, dalla pubblicazione di febbraio emerge una maggiore divergenza tra i fondamentali, con un'offerta ancora in crescita a ritmi superiori alla domanda. Per bilanciare il mercato, secondo le stime IEA, sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC a 30,7 mb/g nel 2019; la stima è stata rivista al ribasso da 31,6 mb/g in gennaio, richiedendo quindi maggiori tagli da parte dei Paesi appartenenti all'Organizzazione. Nel mese di gennaio le estrazioni sono scese di 1,4 mb/g a 99,7 mb/g grazie al calo della produzione OPEC a 30,8 mb/g, ai minimi da circa quattro anni, con Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti e Kuwait che hanno ridotto l'offerta più di quanto concordato. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei Paesi OCSE si sono attestate alla fine di dicembre a 2858 mb, in calo di 1 mb

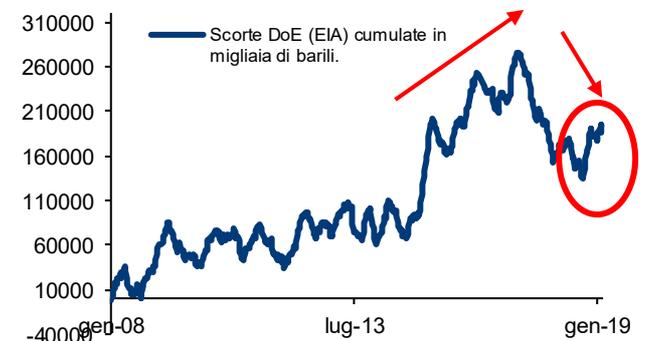
rispetto a novembre, al secondo mese di flessione pur rimanendo al di sopra della media a cinque anni.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.12.2018

OPEC: revisioni al ribasso per la domanda ma i produttori non-OPEC continuano ad aumentare l'offerta. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di febbraio, l'OPEC ha aggiornato le stime per i fondamentali di mercato rivedendo al ribasso la domanda e al rialzo l'offerta non-OPEC. L'Organizzazione stima infatti una domanda che, nel 2019, dovrebbe attestarsi a 100,0 mb/g, in crescita di 1,2 mb/g a/a ma rivista al ribasso rispetto al dato del mese precedente di 0,1 mb/g, complici le previsioni di rallentamento per l'economia globale. L'offerta di greggio da parte dei Paesi non-OPEC dovrebbe invece passare da 62,2 mb/g del 2018 a 64,3 mb/g nel 2019, con la stima per l'anno in corso che è stata rivista al rialzo di 0,2 mb/g data la progressiva crescita delle estrazioni di *shale-oil* negli Stati Uniti (destinata ad essere una componente rilevante, da tenere in considerazione nei prossimi anni). Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,6 mb/g nel 2019, in calo da 31,6 mb/g del 2018. Entrambe le stime hanno subito una revisione al ribasso rispetto al rapporto precedente: 0,2 mb/g per il 2019 e 0,1 mb/g per il 2018. L'aumento della produzione non-OPEC richiede dunque un impegno maggiore da parte dei Paesi appartenenti all'Organizzazione nel ridurre le estrazioni. A gennaio l'OPEC dovrebbe aver ridotto la produzione a 30,8 mb/g dai 31,6 mb/g di dicembre grazie ai tagli sauditi, che hanno contribuito per circa un terzo della flessione complessiva. Secondo l'OPEC le scorte OCSE sono scese, a dicembre, a 2851 mb, in calo di 2,5 mb rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente, rimanendo comunque 28 mb al di sopra della media quinquennale.

WTI: scorte DoE



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

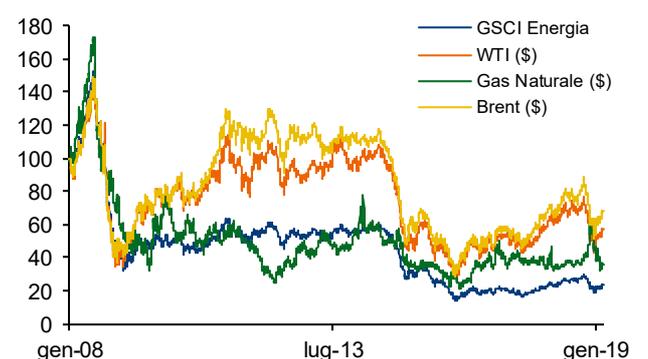
La dinamica delle scorte USA. Le scorte settimanali API sono scese di -4,2 milioni di barili rispetto ai +1,26 milioni di barili della scorsa settimana. L'Energy Information Administration (EIA) ha rilevato nella settimana conclusasi il 22 febbraio un calo delle scorte di petrolio greggio di 8,6 milioni di barili, a fronte di un incremento di 3,67 milioni di barili nella settimana precedente e di un aumento atteso di oltre 2,9 milioni di barili. Contrazione anche per benzine e distillati rispettivamente a -1,9 milioni di barili e -300.000 barili.

Performance di medio termine

	27.02.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	467,4	7,6	-9,3	-2,4	21,9
WTI (\$)	56,9	11,8	-18,4	-7,6	25,4
Gas Naturale (\$)	2,8	-39,3	-4,0	4,9	-4,8
Gasolio (\$)	623,8	13,3	-9,6	8,1	22,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Il mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è il fattore da monitorare con attenzione. Il rallentamento della crescita globale resta invece un tema di fondo per tutte le commodity, in una fase in cui si attende anche, in un clima di cauto ottimismo, la risoluzione

della diatriba commerciale fra Cina e USA. Superare la causa principale che aveva determinato il ribasso della performance delle risorse di base nel 2018 sgombrerebbe lo scenario 2019 da un grosso ostacolo. Se il grado di rispetto dei tagli, nelle rispettive assegnazioni ai membri OPEC, dovesse continuare ad essere elevato, il mercato del greggio potrebbe raggiungere un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. A questo si somma l'embargo "soft" nei confronti della produzione venezuelana, che agevola la contrazione dell'offerta OPEC e amplifica gli effetti dei tagli. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi, con livelli di prezzo a cui abbiamo già applicato un taglio rispetto alle stime di fine anno. Seppur con un certo grado di prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 64 (da 67) dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 55 (da 57) dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile (da 81 e 74) nel 2020 e a 80 e 75 dollari al barile (da 83 e 78) per il 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	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
WTI (\$)	56,9	55,1	58,2	62,0	63,0	64,8
Brent (\$.)	66,4	63,0	67,2	70,0	70,0	69,6
Gas Nat. (\$)	2,8	3,2	3,0	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

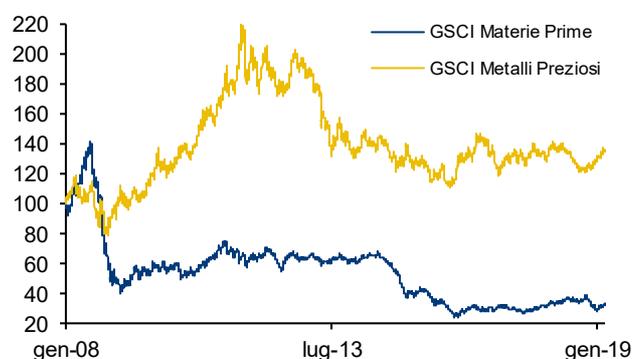
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
WTI (\$)	56,9	55,0	60,0	64,5	68,0	75,0
Brent (\$.)	66,4	64,0	70,0	73,5	75,0	80,0
Gas Nat. (\$)	2,8	3,00	2,80	2,80	3,00	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: resta un cauto ottimismo anche se i prezzi sono saliti molto

Il comparto sale in questo inizio di 2019. Il rialzo dei Preziosi resta sostenuto dall'avversione al rischio presente sui mercati in questo inizio di 2019. L'indice aggregato è arrivato in area 1.560 nelle ultime sedute, in vista cioè dei massimi sopra 1.600 registrati nel 2018 (marzo/aprile), a causa delle tensioni che avevano spinto gli operatori verso asset più difensivi. Il trend di crescita rischia tuttavia di venire stoppato dalla nuova percezione che i mercati avranno del posizionamento della Fed, dopo la pubblicazione dei verbali. Dati economici più deludenti del previsto, negli Stati Uniti, avevano aumentato le aspettative che la Federal Reserve si sarebbe attenuta alla sua posizione accomodante sulla politica monetaria. Dal resoconto del meeting emerge che la Banca centrale USA resta aperta ad un rialzo dei tassi entro fine anno, smussando l'impressione che era emersa il mese scorso circa il suo attendismo. Dal lato del dollaro, il rally potrebbe fermarsi: ciò potrebbe aiutare l'oro, a causa della correlazione inversa che esiste fra i Preziosi e il biglietto verde. Sempre a sostegno del comparto restano l'avversione al rischio e le tensioni dello scenario globale. Finché le preoccupazioni circa le relazioni commerciali tra Cina e Stati Uniti saranno persistenti nel mercato, i Preziosi ne trarranno beneficio. Anche sul fronte Europa, al netto rallentamento della crescita si aggiunge la quesitone Brexit. La discussione con Juncker è stata costruttiva: la premier britannica Theresa May e il presidente della Commissione Europea hanno sollecitato i negoziatori a continuare ad esplorare le opzioni per una soluzione proficua per tutti. L'intento della May resta quello di ottenere margini per modificare l'accordo raggiunto nei mesi scorsi con Bruxelles in vista della *deadline* del 29 marzo. Ancora una volta, i fattori da monitorare sono: a) l'esito delle trattative legate alla guerra commerciale e gli impatti sul quadro macroeconomico; b) la posizione della Fed circa il ciclo di rialzo dei tassi nel 2019 e le conseguenti reazioni del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero ancora sostenere la domanda di asset difensivi; d) le dinamiche dei prezzi globali e il ritardo con cui si sta palesando il ritorno dell'inflazione, nonostante il rincaro delle quotazioni petrolifere.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	27.02.19	da inizio 2019	2 anni	5 anni
GSCI	2.495,4	13,3	4,5	-49,7
GSCI Preziosi	1.563,5	2,8	1,5	-6,5
Oro (\$)	1.319,4	3,0	5,0	-0,2
Argento (\$)	15,7	1,6	-14,6	-25,9
Platino (\$)	866,0	8,9	-15,9	-40,0
Palladio (\$)	1.522,7	20,7	97,7	104,7

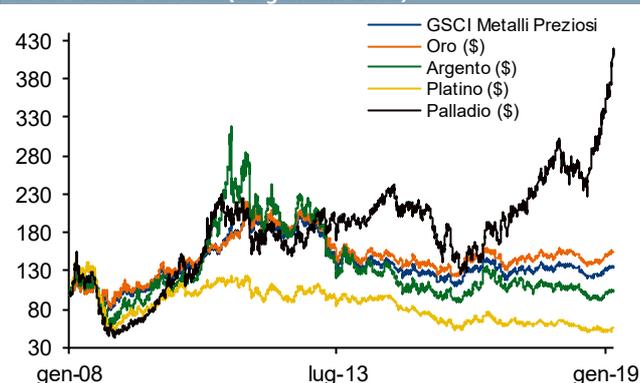
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Un Fed più restrittiva (dai verbali) frena la corsa dell'oro e dell'argento. La pubblicazione dei verbali dell'ultima riunione della Fed ha riacceso le attese di un possibile rialzo dei tassi USA quest'anno, frenando l'ascesa dei Preziosi. In precedenza infatti la Banca centrale americana si era messa in una situazione di attesa, aspettando di verificare la robustezza del ciclo economico. Questo scenario aveva fatto venir meno le previsioni di conseguente rafforzamento del dollaro. Dopo la divulgazione del resoconto sul meeting del 30 gennaio il percorso dei tassi, relativamente al 2019, torna a prevedere un rialzo entro fine anno. L'oro è stato scambiato in queste ultime sedute in un range ristretto, poiché gli investitori hanno atteso segnali positivi dai negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina; le preoccupazioni di un rallentamento della crescita globale, sulla scia di dati economici meno forti di Stati Uniti e Cina, hanno fornito invece supporto al metallo giallo. Un quadro che, almeno nel breve, ha consentito all'oro di consolidare il rialzo iniziato a ottobre 2018, che lo ha portato a sfiorare area 1.350 a inizio febbraio. Stimiamo per l'oro un prezzo medio di 1.275 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2019 e di 1.300 dollari per il 2020. Gli obiettivi di prezzo sono legati all'aspettativa, nei prossimi mesi, di una minor forza del dollaro, a cui potrebbe seguire nel medio termine una svalutazione ancora maggiore, derivante da un eventuale posizionamento più accomodante della Fed dopo il 2019. L'argento arriva dalla brutta performance registrata nel 2018 anche se, da dicembre, è iniziato un trend rialzista che sta proseguendo anche in questi primi due mesi del 2019. Nonostante il rialzo, le

quotazioni dell'argento sono sotto pressione su entrambi i versanti del suo utilizzo: gli investitori esprimono un appeal inferiore rispetto all'oro, nella sua veste di bene rifugio, e si mostrano timidi nell'apprezzarlo come materia prima in ambito industriale. Questa seconda componente appesantisce la view sull'argento, visti i timori relativi al rallentare della crescita globale. Ribadiamo comunque l'idea che nel 2019 il comparto dell'argento rimarrà in deficit a causa della forte domanda proveniente dai settori elettronico ed energetico, anche se le stime sulle riserve di questo metallo non appaiono in diminuzione e smussano il nostro cauto ottimismo.

Il quadro su Platino e Palladio. Temi invariati sui due metalli: alla base della divergenza fra i due andamenti, lo stato di salute del settore Auto. Mentre oro e argento sono stati fortemente influenzati dal mercato delle valute, platino e palladio si sono mossi in scia al *sentiment* industriale. Giacché il **platino** è utilizzato principalmente nei convertitori catalitici per veicoli che montano propulsori diesel, il calo della domanda per queste motorizzazioni in Europa e in Cina ha ovviamente inciso sui prezzi. Situazione opposta per il **palladio** che, al contrario, essendo utilizzato nei convertitori catalitici per auto a benzina, sta traendo e trarrà ancora beneficio della rivoluzione in atto nel comparto Auto. In prospettiva, resta il timore che i prezzi potrebbero indebolirsi nel corso di quest'anno, dal momento che la speculazione li ha spinti forse troppo in alto rispetto ai fondamentali. Non va infatti dimenticato che il comparto dell'Auto è comunque in rallentamento, anche se il grosso della frenata sembra concentrarsi soprattutto in Europa. Nondimeno, i prezzi del palladio dovrebbero rimanere elevati per il deficit di approvvigionamento e per l'obbligata domanda dal settore auto a benzina a scapito di quelle diesel.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.02.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.563,5	8,1	9,5	-0,9	2,8
Oro (\$)	1.319,4	8,1	9,9	0,0	3,0
Argento (\$)	15,7	11,1	8,2	-4,5	1,6
Platino (\$)	866,0	8,3	9,8	-12,1	8,9
Palladio (\$)	1.522,7	29,1	54,5	45,8	20,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto. Ribadiamo il nostro cauto ottimismo sul 2019, dopo un 2018 chiusosi con performance molto negative per tre dei quattro metalli che compongono il comparto. Probabilmente i Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La posizione più attendista sui tassi da parte della Fed (nonostante verbali in cui emerge comunque la possibilità di un rialzo nel 2019) ed il deciso rallentamento della crescita in Europa spingeranno la BCE a rivedere il suo approccio monetario. L'obiettivo è quello di non accelerare l'inasprimento del costo del denaro nell'Eurozona in una fase di difficoltà del ciclo economico. In generale potrebbe crearsi una situazione che veda gli operatori allontanarsi dai titoli di stato in dollari, preferiti in passato ai Preziosi come asset difensivo: uno scenario che potrebbe favorire un ritorno di domanda verso oro e argento intesi come investimenti rifugio, viste le tensioni in atto. Un mancato accordo risolutore dei dissidi commerciali fra Cina e USA, nonostante l'ottimismo diffuso, rischierebbe di rafforzare ulteriormente l'avversione al rischio, agevolando così il rincaro dei Preziosi; fattore a cui si sommerebbe una domanda industriale in rialzo (anche se modesto). Difficile invece che un surriscaldamento della dinamica dei prezzi possa contribuire a questo scenario, vista la blanda inflazione presente nelle maggiori aree economiche. Alla luce di questo quadro, il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 1° trim. 2° trim. 3° trim. Anno Anno	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.319,4	1.280,0	1.275,0	1.284,7	1.350,0	1.323,3	
Argento (\$)	15,7	15,7	15,8	16,4	17,1	17,5	
Platino (\$)	866,0	855,0	887,5	925,0	950,0	970,0	
Palladio (\$)	1.522,7	1.212,5	1.137,5	1.125,0	1.080,0	1.092,2	

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

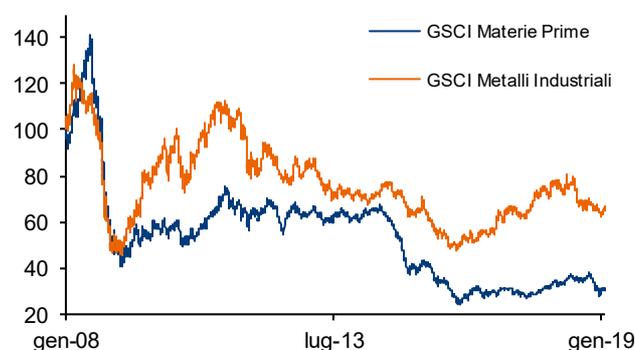
	Valore 1° trim. 2° trim. 3° trim. Anno Anno	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.319,4	1.275	1.275	1.300	1.300	1.325	
Argento (\$)	15,7	15,7	16,0	16,4	17,0	17,5	
Platino (\$)	866,0	800	800	800	800	800	
Palladio (\$)	1.522,7	1.260	1.150	1.250	1.400	1.425	

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: focus sui colloqui USA-Cina e sul rallentamento globale

Il rallentamento economico resta il maggior timore, la speranza resta quella di fondamentali più forti quest'anno. I prezzi degli Industriali recuperano dai minimi di inizio gennaio (1.150) e provano ad attaccare area 1.300, spinti dall'attesa per l'esito positivo dei colloqui sui dazi. Il prosieguo dei colloqui a Washington fra Cina e USA vedrà il suo apice venerdì 1 marzo quando Trump incontrerà il vice premier cinese Liu He (con delega al commercio) alla Casa Bianca. Trump ha comunque già rimandato l'entrata in vigore del rincarare dei dazi, previsti inizialmente proprio per il 1° marzo. Appare chiaro che il mercato si aspetta, dopo mesi di volatilità e tensione, una risoluzione, per lo meno 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. Nonostante i timori dei mercati finanziari e il rallentamento cinese, le richieste di metalli industriali si confermano solide e fra esse spicca in particolare la domanda di rame. Il tema del rallentamento economico infatti resta il fulcro del ragionamento sui Metalli. Se si osserva l'indice Bloomberg che esprime in aggregato l'andamento dei principali metalli industriali, quando il loro impiego aumenta, significa che le imprese stanno producendo di più e i prezzi salgono, altrimenti segnalano debolezza dell'offerta e quindi le quotazioni scendono. L'indice di Bloomberg mostra un trend crescente fino agli inizi di giugno, che durava tra alti e bassi sin da gennaio del 2016. Da giugno a fine dicembre 2018, i prezzi dei metalli industriali sono scesi mediamente di quasi il 30%, ma da allora sono tornati a crescere di oltre il 5%. Non un sostanziale recupero ma la discesa sembra essersi per lo meno interrotta. La riduzione dei livelli delle scorte e una domanda ancora forte hanno contribuito a fermare il calo delle quotazioni dei metalli industriali in un quadro di volatilità e tensione sui mercati azionari globali. Ci aspettiamo che emerga un atteggiamento del mercato più positivo che spinga gli operatori a rivolgere la loro attenzione sui fondamentali di domanda e offerta in miglioramento quest'anno. L'auspicio è che si arrivi allo sblocco di tutta quella parte di investimenti, strutturali, rimasta in stand-by proprio per l'incertezza legata alle nuove tariffazioni e per gli ostacoli di tipo commerciale. Un quadro di incertezza che certamente ha impedito qualsiasi nuova iniziativa di investimento penalizzando il comparto.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



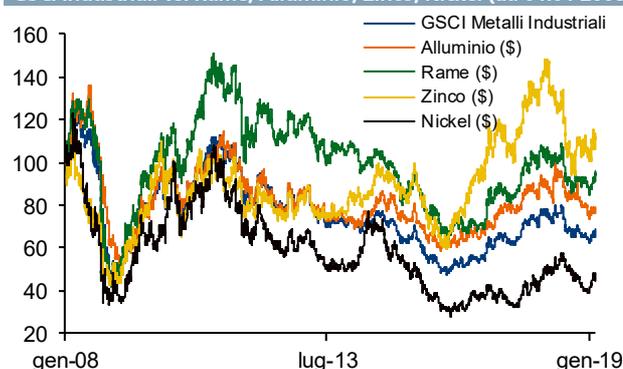
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.495,4	13,3	4,5	-49,7
GSCI Industriali	1.289,3	8,5	4,2	-2,7
Rame (\$)	6.506,5	9,1	8,9	-7,2
Alluminio (\$)	1.922,0	4,1	-0,1	9,6
Zinco (\$)	2.775,5	10,2	-0,9	33,1
Nickel (\$)	13.055,0	22,1	18,9	-11,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: spiragli di distensione tra USA e Cina. Il presidente statunitense Trump ha annunciato che estenderà la *deadline* del 1° marzo per trovare un accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti. Secondo Trump, i recenti incontri tra i rappresentanti dei due paesi sono stati molto produttivi e hanno portato a considerevoli progressi nei rapporti tra Washington e Pechino. Il presidente USA ha inoltre dichiarato che nel caso di ulteriori avanzamenti inviterà il Presidente cinese Xi Jinping al resort di sua proprietà in Florida per concludere l'accordo; secondo il Segretario del Tesoro Mnuchin, questo incontro potrebbe essere programmato già verso la fine di marzo. Al momento però non è ancora chiaro

se gli Stati Uniti riusciranno a raggiungere l'obiettivo di ottenere maggiori concessioni cinesi su temi cruciali quali i sussidi industriali, la protezione della proprietà intellettuale e le restrizioni sugli investimenti statunitensi in Cina e sembrerebbe più probabile il raggiungimento di un negoziato meno ambizioso, limitato a maggiori acquisti cinesi di prodotti agricoli statunitensi, e più generici impegni circa la stabilizzazione della valuta e l'apertura del mercato interno. Negli USA sono infatti notevoli i dubbi bipartisan circa il possibile effettivo rispetto di tali impegni da parte di Pechino. È possibile dunque che venga raggiunto un accordo almeno superficialmente soddisfacente per entrambe le parti che possa cioè essere utilizzato a scopi elettorali da Trump in vista delle elezioni del 2020 e da Xi Jinping per consolidare la sua posizione politica domestica. Per quanto riguarda il **commercio internazionale**, i dati di gennaio risentono delle festività per l'inizio del nuovo anno lunare. Nel 2019 il capodanno cinese è caduto 10 giorni prima rispetto al 2018 e le imprese cinesi hanno anticipato le spedizioni a gennaio, prima della chiusura festiva dei primi giorni di febbraio. Il rimbalzo delle esportazioni (+9,1% a/a da -4,4% a/a) sembrerebbe quindi risentire più di questo fattore che di un'effettiva ripartenza della dinamica commerciale, che dovrebbe restare debole almeno fino a marzo quando potrebbero emergere le prime distensioni nei rapporti con gli Stati Uniti. Il calo delle importazioni (-1,5% a/a da -7,6% a/a) risente infatti della significativa contrazione degli acquisti dagli USA, -41,1%, penalizzati anche da un effetto statistico sull'anno sfavorevole. Al momento le prospettive per il 2019 restano incerte e dipendenti, da una parte, dall'andamento dei colloqui con Washington e, dall'altra, dallo stato della domanda cinese e globale.

Cina: da monitorare il mercato immobiliare e il rischio deflazione per i PPI. I prezzi delle case nuove sono cresciuti in media di 0,6% m/m a gennaio, in rallentamento da 0,8% m/m di dicembre; dallo spaccato dell'indagine sembrerebbe emergere una stabilizzazione dei prezzi delle abitazioni, anche per quanto riguarda quelle già esistenti, ma la variazione su base annua resta sostenuta e accelera a 10,8% da un precedente 10,6%. Il mercato immobiliare cinese rappresenta una componente importante dell'economia (circa il 25% del PIL) e presenta una serie di fattori di debolezza: nonostante l'elevato numero di abitazioni vacanti i prezzi restano molto elevati in rapporto ai salari, le transazioni stanno calando in maniera significativa rispetto allo scorso anno e le misure implementate dalle amministrazioni locali per favorire gli acquisti e dalla Banca centrale per stimolare i prestiti non sembrerebbero aver ancora avuto i loro effetti. Lo stato del settore, unito all'elevato livello di debito, rappresenta dunque un ulteriore fattore di rischio da monitorare con attenzione. Le rilevazioni per il mese di gennaio hanno registrato un'**inflazione** in rallentamento a 1,7% a/a da 1,9% a/a, in linea con le attese. Nonostante l'effetto congiunturale positivo sui prezzi dei maggiori acquisti per il Capodanno cinese, la

variazione tendenziale risente di un marcato calo dei carburanti. A febbraio potremmo assistere a un più netto rallentamento dell'inflazione dei **prezzi al consumo** a causa dell'effetto statistico sull'anno ma, al netto della volatilità mensile, l'inflazione dovrebbe aggirarsi intorno ai livelli correnti nel medio termine. Sono invece rilevanti i fattori di rischio sul fronte dei **prezzi alla produzione**; a gennaio l'indice PPI è cresciuto di 0,1% a/a, in rallentamento da 0,9% a/a registrato a dicembre, in continua decelerazione da giugno. Le pressioni al ribasso provengono principalmente dal calo dei prezzi delle materie prime, si segnala inoltre l'ennesima flessione dei prezzi dell'acciaio. L'andamento dei prezzi delle commodity nei prossimi mesi sarà dunque cruciale per determinare le prospettive per i prezzi alla produzione; in particolare, un rafforzamento delle quotazioni potrebbe ridurre il rischio deflazione che avrebbe un effetto dannoso sull'attività delle imprese cinesi. Nel mese di febbraio le festività hanno limitato la pubblicazione dei dati e quelli che sono stati rilasciati hanno in qualche modo risentito dell'effetto delle celebrazioni complicando dunque la valutazione dello stato dell'economia. Al momento i segnali sono misti: la buona performance del mercato azionario domestico potrebbe spingere la fiducia dei consumatori, mentre le misure fiscali introdotte dovrebbero stimolare gli investimenti e l'attività economica ma permangono comunque una serie di rischi allo scenario, quali lo stato del settore immobiliare, il rallentamento dei prezzi alla produzione, l'elevato livello di debito e le incertezze sul piano internazionale.

Rame: prezzo del rame sui massimi da luglio 2018. Il prezzo del rame è sui massimi da luglio 2018, dopo la decisione del presidente Trump di rinviare il rincarare dei dazi dal 1° marzo. L'ammontare previsto era di un rialzo dei dazi alla Cina (dal 10 al 25%) su 200 miliardi di merci. I progressi sostanziali compiuti dalle due parti nella ricerca di un accordo volto a regolare gli scambi commerciali ne ha scongiurato l'applicazione. L'intensificarsi della lotta commerciale tra Washington e Pechino ha ridotto, tra giugno e dicembre 2018, il prezzo del rame del 21%. Un ribasso che ha trovato spiegazione anche nei timori di un rallentamento della Cina; l'import di rame cinese assorbe infatti circa la metà dell'offerta di rame mondiale. Le spedizioni di rame grezzo nel mese di gennaio si sono attestate a 479.000 tonnellate, +14% rispetto a dicembre. A questo ritmo, le importazioni annue di rame raffinato raggiungeranno 5,3 milioni di tonnellate, che è il record fatto segnare nel 2018. Anche l'ultimo dato sulle scorte di rame al London Metal Exchange esprime il livello più basso dal 2005: 40.000 tonnellate. Nello stesso periodo dello scorso anno l'ammontare globale delle riserve era pari a 395.000 tonnellate. In conclusione, se è vero che la domanda potrebbe essere minata da una perdita di brio dell'economia mondiale, di contro l'offerta globale continuerà ad essere influenzata dalla forza dell'industria cinese, dal limitato reinvestimento del settore (visti i dubbi sui dazi) e dalle dinamiche economiche dei paesi produttori ed esportatori, spesso economie emergenti. La

minaccia di interruzione delle attività minerarie locali, dovuta a scelte politiche, rende incerto il quadro di fondo, dando sostegno alle quotazioni del rame. Stimiamo un prezzo di 6.000 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2019 e un prezzo medio di 7.000 dollari per l'intero 2020.

Alluminio: in deficit, ma i prezzi non reagiscono. Prima di chiarire la questione della mancata reazione dei prezzi al deficit globale di alluminio va fatta una premessa: i mercati dell'alluminio sono in realtà due, quello in Cina e quello che serve il resto del mondo. Due mercati che nel dettaglio si incrociano per quanto riguarda i semilavorati. Le variazioni dei volumi delle esportazioni di semilavorati chiariscono lo stato di salute del mercato cinese e di quello globale. Tra gennaio e novembre 2018, le esportazioni sono salite di oltre il 20% rispetto all'anno precedente, toccando 5,28 milioni di tonnellate. Ammontare che sfiora il doppio della produzione totale di Rusal, ovvero il più grande produttore mondiale, se si esclude la Cina. Va inoltre detto che gran parte della produzione di Rusal è alluminio primario, mentre le esportazioni cinesi sono semilavorati. In questo senso, tutti i semilavorati che vengono immessi nel mercato del Sud-Est asiatico deprimono la domanda locale di alluminio primario. Per cui, se è vero che c'è un deficit di metallo primario al di fuori della Cina, è anche vero che in Oriente questo deficit viene più che compensato dai semilavorati cinesi, smussando gli effetti rialzisti sulle quotazioni. Parallelamente, la Cina è passata dall'essere un importatore netto ad esportatore netto di allumina (l'ossido di alluminio o allumina è l'ossido ceramico da cui si estraggono i cristalli di metallo dell'alluminio). Di conseguenza, i prezzi dell'allumina sono scesi dai massimi di 640 dollari per tonnellata a circa 370 dollari. Evento che ha schiacciato il rapporto tra il prezzo dell'allumina e quello dell'alluminio, che è sceso dal massimo del 31% al 19%. A questo livello dei prezzi, secondo Alcoa (il maggior trasformatore di alluminio al mondo), circa il 30-40% degli operatori mondiali sta perdendo soldi. Ciò spiega perché l'offerta di alluminio primario si è stabilizzata negli ultimi sei mesi. Al contrario, le esportazioni cinesi stanno crescendo e, visto che il mercato cinese non riesce ad assorbire tutta la produzione, destano preoccupazione, creando squilibrio sul mercato globale. Stimiamo un prezzo di 1.900 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2019 e un prezzo medio di 2.150 dollari per l'intero 2020.

Zinco: surplus da record nel 2018, cauto ottimismo per il 2019. Il mercato dello zinco era in surplus di 485.000 tonnellate nel 2018, che si confronta con un disavanzo di 438.000 tonnellate del 2017. Le scorte del LME sono aumentate all'inizio del 2018, ma sono scese a 129.000 tonnellate entro la fine di dicembre 2018, rispetto alle 181.000 di fine 2017. Le scorte del LME rappresentano il 24% del totale mondiale, mentre la maggior parte del metallo è detenuto nei magazzini statunitensi. La produzione raffinata globale è diminuita del 2,8% nel 2018 e il consumo è stato del 6,1%, inferiore rispetto ai livelli registrati nel 2017. La

domanda mondiale è stata inferiore di 873.000 tonnellate rispetto a gennaio 2017. La domanda "stimata" cinese è stata di 6.179.000 di tonnellate (come sappiamo il dato cinese non è confermato), che rappresenta poco più del 46% del totale mondiale. Per il 2019 le attese sono di una crescente domanda di zinco usato nei fertilizzanti e nelle batterie, a fronte di un'offerta in contrazione. Inoltre, le scorte globali di zinco raffinato continuano a scendere ed accrescono così le aspettative sulla performance del 2019. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.650 dollari nel 1° trimestre 2019 e di 2.850 dollari per l'intero 2020.

Nickel: surplus risicato nel 2018, permane il sentiment positivo sul 2019. Il mercato del nickel ha registrato un surplus molto limitato di 27.000 tonnellate nel 2018, che si confronta con un deficit di 41.300 tonnellate del 2017. Le scorte del LME sono scese a 160.000 tonnellate a fine di dicembre 2018. La produzione raffinata globale è stata di 2.272.000 tonnellate nel 2018, mentre la domanda di 2.245.000 tonnellate. La produzione mineraria si è attestata a 2.388.000 tonnellate, con un saldo positivo di 411.000 rispetto alla produzione mineraria dell'anno precedente. La produzione delle raffinerie cinesi è aumentata di 127.000 tonnellate rispetto al 2017 e la domanda apparente (dati sempre non confermati) è stata superiore di 92.000 tonnellate rispetto all'anno precedente. La domanda mondiale 2018 è salita di 133.000 tonnellate rispetto a quella del 2017. La notizia di questo inizio 2019, ovvero l'annullamento delle sanzioni USA nei confronti dell'oligarca Deripaska, capo di Rusal, ha aumentato le tensioni positive sul nickel, mantenendo le quotazioni sopra i 12.500 dollari al London Metal Exchange. Ad alimentare gli acquisti, in gran parte speculativi, è il continuo calo delle scorte, dovuto alla forte domanda. Prevediamo per il nickel un prezzo di 11.800 dollari nel 1° trimestre 2019 e di circa 13.500 dollari per l'intero 2020.

Performance di medio termine

	27.02.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.289,3	4,0	2,4	-8,5	8,5
Rame (\$)	6.506,5	5,0	8,9	-6,1	9,1
Alluminio (\$)	1.922,0	-1,8	-9,6	-9,8	4,1
Zinco (\$)	2.775,5	10,4	9,2	-21,1	10,2
Nickel (\$)	13.055,0	16,6	2,0	-5,3	22,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, permangono le attese per fondamentali migliori quest'anno. Confermiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visti i passi avanti nel superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina e la risoluzione delle tensioni politiche sia nei Paesi sviluppati che in quelli Emergenti. Permane il tema del possibile rallentamento del ciclo globale, che originerebbe peraltro dalla frenata del PIL cinese e a tendere di quello statunitense. Proprio in questo senso è indispensabile che ci sia una risoluzione dei dissidi commerciali fra le due economie atta a non aggravare i loro cicli economici. Va aggiunto che se il dollaro dovesse mantenersi vicino all'attuale intervallo di cambio, visto il nuovo

approccio della Fed (più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro), pensiamo possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. In conclusione, riconfermiamo con prudenza un Outlook Moderatamente Positivo, basato sulla speranza che la forza dei fondamentali contrasti le tensioni esterne al comparto.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	6.506,5	6.150	6.400	6.600	6.945	7.165
Alluminio (\$)	1.922,0	1.950	2.000	2.075	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.775,5	3.369	3.172	2.750	2.925	2.925
Nickel (\$)	13.055,0	12.500	13.427	13.650	13.552	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	6.506,5	6.000	6.400	6.800	7.000	7.250
Alluminio (\$)	1.922,0	1.900	2.000	2.100	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.775,5	2.650	2.700	2.800	2.850	2.900
Nickel (\$)	13.055,0	11.800	12.400	13.000	13.500	15.000

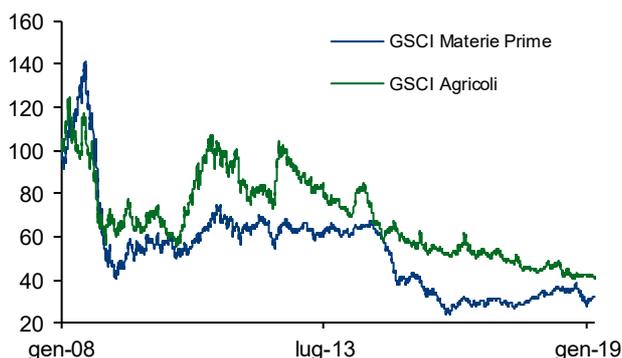
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: consolidano su bassi livelli in attesa degli accordi sui dazi

Agricoli deboli ma lontani dai minimi di settembre 2018, resta l'attesa per l'esito dei colloqui USA-Cina. Il comparto resta debole confermando un trend laterale che perdura da alcuni mesi. Restano immutati i rischi per gli investimenti in agricoltura, che derivano dai dubbi sulla crescita economica dei Paesi maggiormente legati al comparto degli Agricoli. Ancora una volta gli elementi da tenere sotto controllo saranno: 1) l'esito della trattativa per chiudere la guerra commerciale fra USA e Cina; 2) le scelte politiche di Trump volte a risollevare il comparto agricolo dopo le tensioni degli ultimi mesi; 3) le condizioni meteo globali per la stagione agricola 2019, visto l'aumento delle previsioni, nelle ultime settimane, della probabile formazione del fenomeno del Niño. C'è quindi una forte possibilità che nei prossimi mesi potremmo vedere alcune anomalie meteorologiche. Una situazione che può interessare molti mercati emergenti e molti settori agricoli.

rischio di clima secco qualora il fenomeno di El Niño si presentasse con forza. Anche in questo caso si verificherebbero effetti positivi sui prezzi del grano, anche se gran parte del raccolto dovrebbe essere già stato completato. Di contro, a rimanere incolumi da conseguenze potrebbero essere: soia, mais e caffè Arabica. Il Brasile e l'Argentina, che insieme sono responsabili del 50% dell'offerta mondiale di soia, probabilmente registreranno condizioni di crescita favorevoli in caso di El Niño e scarse tensioni rialziste sui prezzi. Anche gli effetti sul mais sono poco significativi, tranne forse per una marginale siccità sulle coltivazioni in Sud America e in alcune parti dell'Australia. Infine, la produzione di caffè Arabica è concentrata in Brasile, Messico, Colombia e America Centrale, paesi che potrebbero non venire interessati e avere condizioni di crescita favorevoli con conseguenti scarse tensioni rialziste sulle quotazioni del caffè.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

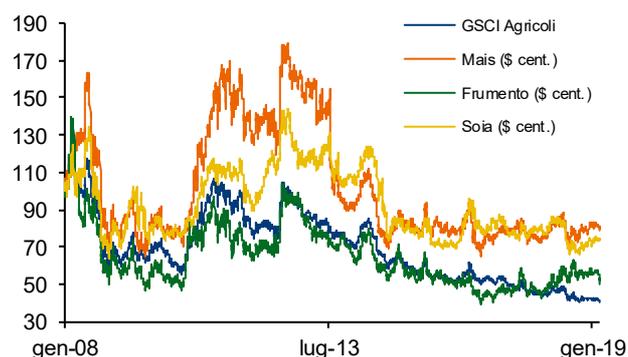
El Niño: aumentano le probabilità di impatto sulle commodity agricole. Il fenomeno climatico El Niño può avere un impatto ampio sulle coltivazioni modificando l'abituale schema meteorologico in alcune aree. Gli effetti di El Niño includono la variazione dei venti nell'Oceano Pacifico, forti piogge in Sud America, siccità in Australia e alcune zone dell'Asia, tra cui India e Indonesia. L'impatto specifico sul prezzo di ogni singolo prodotto è difficile da prevedere ma dipenderà dall'intensità e dal perdurare del fenomeno. Se El Niño dovesse verificarsi, le commodity agricole maggiormente esposte a cali di produzione e, di conseguenza a rincari dei prezzi, saranno: zucchero, cacao e grano. La coltivazione della canna da zucchero è concentrata in India e in alcune regioni del Brasile. Se El Niño dovesse colpire con forza, è probabile che entrambi i paesi potrebbero vedere precipitazioni al di sotto della media standard con condizioni di siccità più forti e impatti negativi sulla produzione con conseguente rincaro dei prezzi. In misura minore, anche l'Indonesia, che produce solo il 10% del cacao, potrebbe essere colpita da un clima caldo secco sopra la media, con calo della produttività e possibile rialzo dei prezzi del cacao. Anche in Australia sono possibili disagi: il Paese è responsabile del 4% dell'offerta mondiale di grano ed è a

Performance di lungo termine

	Valore 27.02.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.495,4	13,3	4,5	-49,7
GSCI Agricoli	341,8	-2,1	-23,2	-47,8
Mais (\$ cent)	363,8	-3,0	-0,8	-20,5
Frumento (\$ cent.)	461,0	-8,4	8,5	-23,0
Soia (\$ cent)	903,5	2,4	-11,9	-36,1
Cotone (\$ cent)	71,2	-1,4	-5,0	-18,1
Cacao	2.304,0	-4,6	14,3	-21,4
Zucchero	12,9	7,3	-32,4	-26,0
Caffè (arabica)	95,7	-6,0	-31,2	-46,5
Caffè (robusta)	1.530,0	1,6	-25,9	-27,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di febbraio: scorte in crescita per riso e soia, previste in calo per frumento e mais. Lo *shutdown* ha impedito la pubblicazione del rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio a causa della chiusura temporanea del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture). Il rapporto di febbraio è stato invece regolarmente rilasciato venerdì 8 e contiene le nuove stime di domanda e offerta per i cereali nella

stagione 2018/19. Le stime per le scorte globali di **frumento** nel 2018/19 sono state riviste al ribasso a 267,5 mt da 268,1 mt di dicembre e in calo rispetto a 279,9 mt del 2017/18 a fronte di una domanda globale in crescita a tassi superiori rispetto all'offerta. I consumi sono stati infatti rivisti al rialzo di 2 mt a 747,2 mt in scia a una maggiore domanda cinese, mentre la produzione è stata ritoccata verso l'alto di 1,3 mt a 734,8 mt per i maggiori raccolti in Russia, Brasile e Paraguay a fronte di una minor offerta cinese e argentina. Per quanto riguarda invece il **mais**, si stima un calo delle scorte a 309,8 mt (308,8 mt a dicembre) nel 2018/19 da 340,8 mt della stagione precedente. Si continuano infatti a prevedere consumi in rialzo di 4,2% a/a a 1.130,6 mt (rivisto al ribasso da 1.131,3 mt dello scorso rapporto) da 1.085 mt della stagione precedente. Previsti in crescita anche i raccolti che dovrebbero salire a 1.099,6 mt da 1.075,6 mt, con una variazione di 2,2% a/a grazie a una maggiore produzione argentina, cinese e ucraina, che dovrebbero compensare un calo in Sudafrica e Messico. Il rapporto scorte/consumo dovrebbe quindi scendere a 27,4% da 31,4% del 2017/18, era previsto a 27,3% a dicembre. Revisioni al rialzo anche per i fondamentali di domanda e di offerta per il **riso**. Le previsioni per i consumi di riso sono state riviste al rialzo di 0,7 mt a 490,3 mt per una maggiore domanda nei Paesi asiatici a fronte di un minor utilizzo in Brasile e Nigeria. L'offerta dovrebbe comunque mantenersi su livelli superiori alla domanda, intorno a 657,9 mt con una significativa revisione al rialzo di 5,1 mt rispetto alle stime di dicembre, trainata dai nuovi dati nazionali che mostrano un aumento dei raccolti cinesi. Le scorte dovrebbero quindi raggiungere il livello record di 167,6 mt nel 2018/19. Le nuove stime per i **semi di soia** mostrano una crescita delle scorte rispetto alla stagione precedente a 106,7 mt da 98,1 mt, +8,8% a/a, ma la previsione è stata rivista al ribasso rispetto a 115,3 mt del rapporto di dicembre. L'USDA ha effettuato dei tagli alle previsioni di consumo a 349,9 mt da 351,5 mt di dicembre, rimanendo comunque al di sopra di 338,2 mt del 2017/18, mentre le stime di offerta risentono di revisioni al ribasso per la produzione in Brasile e Argentina: si prevede dunque una produzione a 361,0 mt contro le 369,2 mt di dicembre, attestandosi comunque in crescita rispetto 340,0 mt della stagione 2017/18.

Performance di medio termine

	27.02.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	341,8	-4,4	-4,4	-4,4	-2,1
Mais (\$ cent.)	363,8	-0,8	3,6	-2,9	-3,0
Frumento (\$ cent.)	461,0	-10,6	-11,1	-4,9	-8,4
Soia (\$ cent.)	903,5	1,0	8,5	-13,5	2,4
Cotone (\$)	71,2	-7,3	-14,8	-12,9	-1,4
Cacao	2.304,0	10,5	-0,7	2,9	-4,6
Zucchero	12,9	4,6	22,8	-0,8	7,3
Caffè (arabica)	95,7	-12,6	-6,0	-20,2	-6,0
Caffè (robusta)	1.530,0	-7,0	-5,6	-14,2	1,6

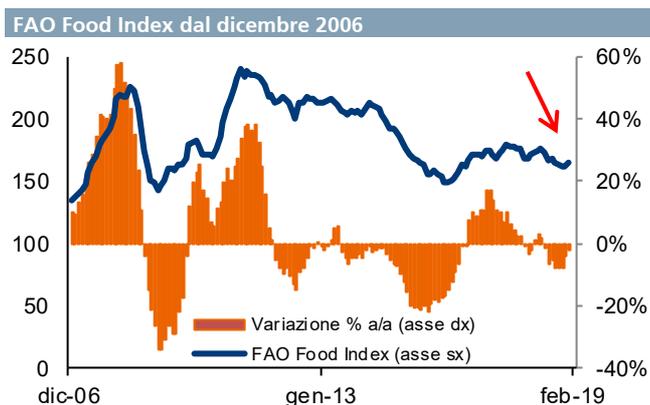
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: crescono i prezzi delle materie prime alimentari a gennaio, spinti da oli vegetali, prodotti lattiero-caseari e

zucchero. Nel primo mese del 2019 i prezzi delle materie prime alimentari sono cresciuti di 1,8% m/m grazie a un significativo rimbalzo delle quotazioni dei prodotti lattiero-caseari e al rafforzamento di zucchero e oli vegetali. Nonostante l'incremento di gennaio i prezzi risentono ancora di un 2018 complessivamente debole e restano al di sotto, di 2,2%, dei livelli dello stesso mese dello scorso anno. L'indice di prezzi dei **cereali** è risultato sostanzialmente invariato rispetto al mese precedente e, in contrasto rispetto alle altre componenti, è superiore di 7,3% rispetto a gennaio 2018. Gennaio è stato un mese particolarmente calmo sui mercati di mais e frumento, privi di spunti in assenza dei dati statunitensi non pubblicati a causa dello *shutdown*. Nel complesso, però, i cereali hanno beneficiato di una domanda ancora positiva a fronte di una produzione che, nel 2018, è risultata in calo. In crescita anche i prezzi del riso, che interrompono il trend di calo grazie alla maggiore domanda per la varietà Japponica e al rafforzamento del Baht thailandese. Prosegue il recupero dei prezzi degli **oli vegetali**, che salgono di 4,3% m/m da +0,4% m/m precedente, al secondo mese di crescita dopo dieci mesi di cali. In particolare, crescono ancora i prezzi dell'olio di palma grazie a una minore produzione, principalmente per ragioni stagionali, e a una maggiore domanda. Rispetto al rimbalzo di dicembre non sono solamente i prezzi dell'olio di palma che contribuiscono positivamente alla variazione ma anche l'olio di soia è stato spinto da una maggiore domanda per la produzione sudamericana. Poco variati i prezzi delle **carni**, ad eccezione di quella ovina che subisce un calo di 8,4% m/m, trascinata al ribasso dalla vasta produzione in Oceania. In significativo rimbalzo, +7,2% m/m, i prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, che a dicembre erano il comparto che aveva subito la flessione maggiore con una variazione negativa di 3,3% m/m. A gennaio ad influire sui prezzi sono stati principalmente fattori stagionali per una minore produzione a fronte di una domanda solida. Tornano a salire anche le quotazioni dello **zucchero** a +2,4% m/m da -1,9% m/m precedente, spinte dal rafforzamento del real brasiliano contro il dollaro, che frena le esportazioni dal principale paese produttore e favorisce la produzione di etanolo dalla canna da zucchero a danno di quella di dolcificante, indotta anche dal rafforzamento dei prezzi del greggio.

FAO: stima in crescita l'offerta di cereali ma bilanciata da una domanda ancora positiva nel 2018/19. Nelle stime di febbraio la FAO ha rivisto marginalmente al rialzo le previsioni per il raccolto mondiale di cereali nel 2018/19. Per la stagione 2018/19 la produzione dovrebbe dunque attestarsi a 2.611 milioni di tonnellate (mt) dalle 2.595 di dicembre (a gennaio non vengono pubblicate le stime per la produzione), rimanendo comunque su livelli inferiori di 1,8% rispetto alla produzione record del 2017. La revisione al rialzo risente di stime per una maggiore produzione di mais, frumento e riso ma soprattutto delle più precise misurazioni del raccolto cinese (che rimane comunque suscettibile di ulteriori revisioni strutturali nei prossimi mesi) rispetto al rapporto di dicembre.

Le prime previsioni per l'emisfero boreale puntano verso un rimbalzo della produzione, che dovrebbe comunque restare al di sotto dei livelli del 2017, grazie a un maggior raccolto europeo, statunitense e indiano a fronte di previsioni per una minore produzione in Pakistan, frenata dalla siccità. Per quanto riguarda invece l'emisfero australe, il raccolto dovrebbe iniziare nei prossimi mesi e dovremmo assistere a un aumento della produzione in Argentina e Brasile a fronte di una contrazione per i rendimenti sudafricani. Sul fronte della domanda di cereali si prevede che raggiunga i 2.657 mt nel 2018/19 (rivista al rialzo da 2.649 mt di dicembre), in rialzo di 1,7% rispetto al 2017/18. Guardando allo spaccato delle componenti, l'utilizzo di frumento dovrebbe toccare 743 mt, 3 mt al di sopra delle stime di dicembre, e 0,8% in più della domanda della stagione precedente grazie a una richiesta maggiore per gli allevamenti europei e australiani. Previsto in aumento anche il consumo di riso, spinto da una maggiore domanda per uso alimentare in Africa e Asia. Nel 2018/19 dovrebbe quindi crescere di 1,1% a/a a 509 mt. In crescita anche le previsioni di domanda per gli altri cereali secondari, che dovrebbe raggiungere i 1.405 mt (+4,7 mt da dicembre), in crescita di 2,5% a/a rispetto alla stagione 2017/18 in scia a un maggior utilizzo zootecnico in Cina, Messico e Stati Uniti. La stagione 2018/19 dovrebbe perciò concludersi con scorte in calo di 45 mt, -5,6% rispetto ai livelli di apertura, raggiungendo i 772 mt, pur con una revisione al rialzo di 10 mt rispetto alla stima di dicembre. Il rapporto riserve/utilizzo dovrebbe quindi attestarsi a 28,5%, poco al di sotto del livello record del 2017/18 di 30,8% (il massimo dal 2000/01). Nello specifico, la revisione al rialzo rispetto alla previsione di dicembre risente di un aumento delle scorte di mais e di frumento. Il commercio cerealicolo globale è previsto rallentare di 1,4% a/a, in misura modestamente superiore alle stime di dicembre, a 416 mt, con una frenata diffusa a tutti i prodotti ad eccezione del mais.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus Cotone: la Cina supererà l'India diventando il primo produttore di cotone al mondo. L'ICAC (International Cotton Advisory Committee) conferma come la Cina supererà l'India diventando il più grande produttore di cotone del mondo, alla fine della stagione 2018/19. Sempre secondo l'ICAC, la Cina aumenterà dell'1% la produzione nella campagna 2018/19;

l'India, al contrario, la ridurrà del 7% a causa della mancanza di pioggia. L'India perderebbe così la leadership che ha mantenuto negli ultimi due anni, cioè da quando Pechino ha cambiato la sua politica di incentivi alle coltivazioni di cotone. Si stima che la Cina chiuderà la campagna 2018/19 con 5,94 milioni di tonnellate. La domanda scenderà dello 0,8% durante la stagione 2018/19, a 26,72 milioni di tonnellate. Questa discesa contrasta con il consumo crescente delle stagioni passate. Nel 2017/18, la domanda è cresciuta del 9% rispetto all'anno precedente. L'aumento dei prezzi è direttamente correlato alla diminuzione della produzione e all'aumento della domanda, che eroderà le scorte globali durante il 2019. Si stima che le riserve di cotone diminuiranno del 6,6% nella stagione 2018/19, a 17,6 milioni di tonnellate, scorte che scenderanno così al minimo dal 2011/12. Secondo l'ICAC, il consumo di cotone non dovrebbe essere influenzato dalla guerra commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina. Ci potrebbero però essere degli impatti sul commercio tessile se rallenta lo sviluppo economico. D'altra parte, l'aumento della produzione in Cina, Brasile, alcune regioni dell'Africa occidentale, Turchia e Uzbekistan non compenserà la riduzione delle piantagioni di Stati Uniti, India, Australia e Pakistan.

Focus Cacao: gli analisti si attendono un rincaro dei prezzi ma permane un'offerta in crescita. Nel corso del 2019 i prezzi del cacao sono attesi in lieve aumento, anche a fronte del possibile palesarsi di un lieve deficit di mercato, questo il risultato di un sondaggio Reuters. Per il raccolto 2018/19 si prevede un lieve eccesso di offerta di circa 30.000 tonnellate, contro l'eccedenza di 22.000 tonnellate vista nel raccolto 2017/18. Attenzione anche alla possibilità che il mercato inglobi la produzione di cacao camerunense, di qualità poco soddisfacente, che rischia di incidere sulla percezione della qualità di tutta l'offerta globale e di conseguenza sui prezzi. Per quanto riguarda la Costa d'Avorio, il maggior produttore mondiale, andranno monitorati l'evoluzione del clima e il percorso che condurrà alle elezioni locali nel corso del 2020. Eventuali disordini potrebbero infatti rallentare la coltivazione e raccolta del prodotto. Il raccolto 2018/19 della Costa d'Avorio è atteso a 2,17 milioni di tonnellate, mentre a quota 872.500 tonnellate è atteso il raccolto del-Ghana. La somma dei due raccolti supera i 3 milioni di tonnellate, una quantità in aumento rispetto ai 2,86 milioni di tonnellate indicati dalla ICCO (International Cocoa Organization) per il raccolto della scorsa stagione 2017/18. L'ICCO segnala inoltre come malattie e parassiti abbiano provocato la perdita dal 30% al 40% della produzione globale di cacao. L'organizzazione ha sottolineato come le specie di cacao siano particolarmente sensibili a una malattia chiamata "baccello gelido", che ha colpito ampie aree della coltivazione del cacao in America Latina, dimostrando come l'espansione della coltivazione lontana dalle aree tradizionalmente africane sia molto difficile. Nell'Africa occidentale, il virus dei germogli e il "baccello nero", altri tipi di malattie delle piante, hanno interessato anche le piantagioni di cacao. Queste malattie sono aggravate dalle condizioni

meteorologiche, come inondazioni, siccità e tempeste di vento, e rischiano quindi di combinarsi con il fenomeno de El Niño.

Focus Zucchero: i prezzi potrebbero salire ancora. Stando ad una serie di sondaggi tra gli analisti di mercato, il saldo fra domanda ed offerta di zucchero dovrebbe passare dal surplus della stagione 2017/18 (9,4 milioni di tonnellate) a un deficit di circa 700.000 tonnellate nel corso della stagione 2018/19, con conseguenti tensioni rialziste sul prezzo. Il deficit sarebbe frutto delle condizioni climatiche avverse palesatesi in Europa, India e Thailandia, con quest'ultima che evidenzierà anche un significativo calo della superficie coltivata. Se El Niño dovesse colpire con forza, è probabile che entrambi i Paesi asiatici potrebbero essere colpiti da siccità, con impatti negativi sulla produzione e conseguente rincaro dei prezzi. A rendere meno certo il rialzo dei prezzi resta l'attività degli operatori del Centro Sud del Brasile, che, come noto, hanno la capacità di dirottare l'utilizzo della canna da zucchero verso la produzione di dolcificante o di etanolo a seconda della dinamica dei prezzi dei due prodotti. In conclusione, sarà necessario prestare attenzione alla dinamica dei prezzi, in quanto rincari eccessivi dello zucchero potrebbero giocare a sfavore stimolando un'eccessiva produzione che finirebbe per alterare il delicato equilibrio di mercato, tornando a generare un nuovo surplus di offerta.

Focus Caffè: l'ICO segnala un rincaro dei prezzi a gennaio dovuto al rialzo del real brasiliano. L'ICO (International Coffee Organization) ha segnalato come il rafforzamento del real brasiliano rispetto al dollaro USA, nel gennaio 2019, abbia fatto da volano per il rialzo dei prezzi del caffè lo scorso mese. Inoltre, la stima di un possibile aumento delle spedizioni, nel 1° trimestre dell'anno, indica che la domanda rimane ancora forte. Nel dicembre 2018, le esportazioni mondiali di caffè hanno raggiunto la cifra record di 10,43 milioni di sacchi, +631.800 tonnellate, ossia +0,9% in più rispetto a dicembre 2017. La domanda di caffè resta sostenuta, come dimostra l'aumento delle spedizioni in questo mese abbondante di inizio 2019. Le prime stime per il 2019/20, pubblicate dalla Conab brasiliana a gennaio, rimarcano l'ipotesi di un calo della produzione tra il 12% e il 18% dovuto alla siccità della stagione in corso. Il clima più secco ha favorito il raccolto e la produzione nel 2018/19 ma dovrebbe risultare negativo per la resa dei raccolti della stagione successiva. Il calo previsto per il 2019/20 dovrebbe limitarsi alla varietà Arabica (tra il -20% e il -24%), mentre la produzione di caffè Robusta dovrebbe crescere tra 1% e 15%.

Confermiamo l'Outlook Neutrale. Previsioni immutate per lo scenario degli Agricoli: ci attendiamo una contrazione dei rischi politici e commerciali con la speranza che gli operatori tornino a concentrarsi sui fondamentali. Per questa prima parte dell'anno presumiamo che i prezzi dei cereali possano essere influenzati dai rischi meteorologici, visto anche il rafforzamento delle probabilità per la formazione de El Niño. In questa fase sono ancora le attese per il buon esito della

trattativa sul commercio internazionale a frenare il recupero degli Agricoli. Il rinvio dell'entrata in vigore dei dazi il 1° marzo, senza specificare di quanto, crea ancora molta incertezza. Fra i dossier in esame, dalla tecnologia ai furti informatici, al diritto di proprietà intellettuale, spicca anche un capitolo sull'agricoltura e su un possibile impegno della Cina a garantire l'acquisto di una certa quantità di prodotti agricoli statunitensi. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale; resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2018/19 i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2017/18; fa eccezione la soia, che dovrebbe rimanere ancora sotto pressione. Per il **mais** stimiamo un prezzo di 380 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e un prezzo medio di 370 centesimi per l'intero 2020. Per il **frumento** stimiamo un prezzo di 510 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e una media di 500 centesimi per l'intero 2020. Per le granaglie di **soia** indichiamo un prezzo di 940 centesimi di dollaro per bushel per il 1° trimestre 2019 e una media di 1.000 centesimi per l'intero 2020. L'auspicio di fondo per il 2019 è che la risoluzione dei problemi commerciali fra Cina e USA abbia un effetto positivo sulle quotazioni della soia.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	363,8	382,2	384,5	390,0	405,8	410,1
Frumento (\$ cent.)	461,0	516,9	517,5	505,0	495,0	500,0
Soia (\$ cent.)	903,5	925,0	950,0	975,0	985,0	1.005,0
Cotone (\$)	71,2	76,0	76,3	77,2	79,0	80,0
Cacao	2.304,0	2.300	2.275	2.315	2.429	2.508
Zucchero	12,9	12,5	12,8	12,9	13,8	12,6
Caffè (arabica)	95,7	125,2	120,0	106,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.530,0	1.535	1.535	1.535	1.720	1.787

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	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	27.02.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	363,8	380	375	370	370	380
Frumento (\$ cent.)	461,0	510	510	510	500	500
Soia (\$ cent.)	903,5	940	1.000	1.000	1.000	1.000
Cotone (\$)	71,2	75,0	76,0	78,0	83	85
Cacao	2.304,0	2.300	2.400	2.400	2.500	2.600
Zucchero	12,9	12,5	12,5	12,5	12,2	12
Caffè (arabica)	95,7	110	120	132	138	138
Caffè (robusta)	1.530,0	1.580	1.620	1.680	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 31.01.2019.

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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi