

Commodity: cauta fiducia e focus su crescita economica

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Il rallentamento della crescita globale resta il fattore chiave da monitorare per le commodity, in una fase in cui si attende anche la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. Superare la causa che maggiormente ha depresso la performance delle risorse di base nel 2018 sarebbe già un passo avanti che schiarirebbe l'orizzonte sul 2019. Dopo il varo del taglio da 1,2 milioni di barili giornalieri, se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di rispetto delle assegnazioni si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. A questo si è aggiunto anche l'embargo "soft" nei confronti della produzione venezuelana. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi, anche se con livelli di prezzo inferiori rispetto alle precedenti stime. Confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo, le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 (da 75) dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 57 (da 65,7) dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 81 e 74 dollari al barile (da 81 e 75) per il 2020.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo. I Preziosi appaiono sempre più vincolati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La nostra idea è che lo stop al rialzo dei tassi della Fed, concretizzabile già a partire dalla seconda parte del 2019, potrebbe portare gli operatori lontani dai titoli di stato in dollari, che avevano esercitato maggior appeal dei Preziosi, come asset rifugio. Per concludere, ribadiamo come l'insieme dei rischi inflattivi (anche se per ora ancora minimi), di una domanda industriale in rialzo (anche se modesto) e delle tensioni consentirebbero nel 2019 un aumento degli investimenti in Preziosi.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, restano le attese per fondamentali migliori nel 2019. Ribadiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, basato sull'idea di un superamento delle tensioni commerciali e politiche sia nei Paesi sviluppati che in quelli Emergenti. Resta il fortissimo tema del possibile rallentamento del ciclo globale, che originerebbe peraltro dalla frenata del PIL cinese e a tendere di quello statunitense. Il quadro di ottimismo è legato alla stabilizzazione dal lato dei rapporti commerciali e a un successivo rafforzamento della domanda cinese di metalli, vista l'ennesima dichiarazione sia del Governo che della Banca centrale di voler proseguire il loro sostegno all'economia con l'obiettivo di compensare l'impatto negativo dei dazi che hanno destabilizzato il mercato lo scorso anno.

Agricoli: confermiamo l'Outlook Neutrale. Non cambia la nostra idea, 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 ci mettiamo in attesa di capire quali saranno i driver del 2019 rinforzando il nostro Outlook Neutrale; resta la previsione secondo cui, nella stagione 2019, i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018; fa eccezione la soia, che dovrebbe rimanere ancora sotto pressione, visto l'impatto dell'interruzione dei flussi commerciali agricoli fra Stati Uniti e Cina.

31 gennaio 2019

14:05 CET

Data e ora di produzione

31 gennaio 2019

14:10 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*

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

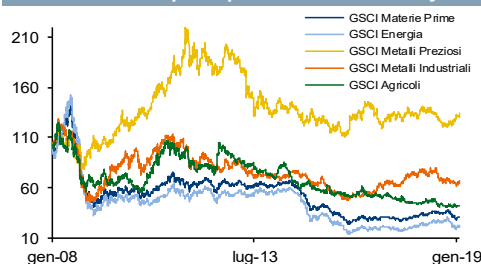
Nota: (*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	30.01.2019	19.01.19	2 anni	5 anni
GSCI	2.416,0	9,6	1,4	-49,1
GSCI Energia	440,1	14,8	6,2	-60,1
GSCI Met. Preziosi	1.556,9	2,4	4,8	-0,3
GSCI Met. Industriali	1.244,2	4,7	2,2	-4,9
GSCI Prod. Agricoli	357,5	2,4	-19,8	-40,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 30.01.2019

Andamento dei principali indici commodity



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

Performance commodity

(%)	2019	2018
WTI	19,4	-21,9
Brent	14,6	-14,4
Gas Naturale	-2,9	26,2
Gasolio	13,3	-10,2
Oro	2,3	-4,1
Argento	2,8	-13,5
Rame	2,9	-17,0
Alluminio	3,4	-15,0
Zinco	6,9	-22,0
Nickel	15,5	-14,2
Mais	1,7	8,8
Frumento	2,7	22,4
Soia	4,4	-5,4
Cacao	-9,9	22,5
Zucchero	4,2	-17,7
Caffè	0,2	-20,1
Cotone	3,0	-2,4

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Data
Dati al 30.01.2019

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 30.01.2019 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: efficacia dei tagli e rallentamento della domanda i temi sul petrolio

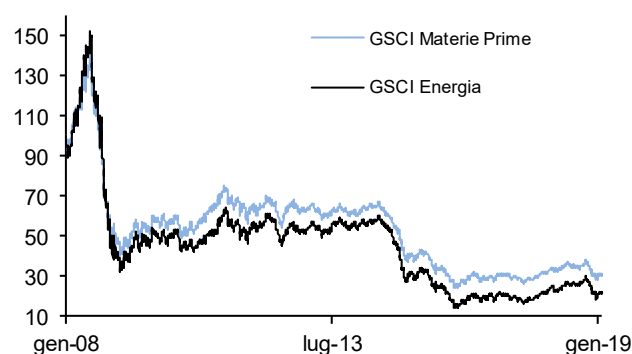
Commodity: dopo un 2018 caratterizzato dalla guerra commerciale il 2019 resta incentrato sul possibile rallentamento economico. Nel 2018 la maggior parte delle materie prime ha messo a segno una performance negativa, dovuta agli effetti depressivi generati dalle tensioni commerciali che hanno avuto un impatto estremamente negativo sul *sentiment* di mercato sia dal lato dei consumi che dal lato industriale e degli investimenti. Un quadro che ha finito per deprimere la domanda di commodity e frenato gli investimenti in impianti e strutture produttive a causa dell'incertezza sull'esito della questione dazi. Il tutto rischia di aggravarsi in questo inizio di 2019, visto che i timori di riduzione della domanda globale di materie prime non sono più solo frutto dell'incertezza sulle tariffe ma 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 sarà soltanto marginale rispetto ai livelli del 2018, sia globalmente che in Cina, la principale utilizzatrice di commodity. Proprio in Cina, le misure di stimolo varate nel 2018, per diversi punti di PIL, sortiranno i loro effetti verso la metà del 2019. In aggiunta, le trattative sui dazi entrano nel vivo. Una delegazione cinese guidata dal vicepremier Liu He (con delega al commercio) atterrerà in questi giorni a Washington per partecipare a una serie di incontri che potrebbero rivelarsi decisivi per una tregua commerciale con gli Stati Uniti. A negoziare per gli USA ci saranno il segretario del Tesoro, Steven Mnuchin, e il rappresentante per le politiche commerciali Robert Lightizer. Confermiamo pertanto l'idea che, quando il mercato tornerà a focalizzarsi solo sui fondamentali specifici di domanda e offerta, le quotazioni di molte commodity avranno spazio per recuperare parte delle perdite subite nel 2018. E' però necessario che si concretizzi uno scenario caratterizzato da crescita globale robusta, inflazione bassa, dollaro USA più debole (visto l'attendimento della Fed nel rialzo tassi in questo 2019) e mercati emergenti in recupero, tutti fattori che alimenterebbero il rialzo delle commodity.

Performance di lungo termine

	Valore 30.01.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.416,0	9,6	1,4	-49,1
GSCI Energia	440,1	14,8	6,2	-60,1
WTI (\$)	54,2	19,4	2,7	-44,4
Brent (\$)	61,7	14,6	10,7	-42,1
Gas Naturale (\$)	2,9	-2,9	-8,4	-42,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'andamento del prezzo del petrolio in questo inizio 2019 appare solido: tagli OPEC e Venezuela. Benché il prezzo del petrolio in questi ultimi giorni sia oscillato notevolmente, la spinta rialzista che pervade il greggio da inizio anno ha portato il Brent a un valore superiore ai 60 dollari al barile (WTI a 54 dollari). Sullo sfondo del mercato resta la decisione OPEC, l'organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio, guidati dall'Arabia Saudita, di equilibrare il rapporto domanda offerta tagliando la produzione di petrolio. Questa iniziativa prevede di ridurre la produzione di 1,2 barili al giorno. L'OPEC si è dimostrata un'organizzazione coesa. Infatti la richiesta di far calare la produzione da parte dell'Arabia Saudita è stata accolta anche dalla Russia. Quest'ultima ha infatti tagliato la produzione in maniera lenta ma mantenendo l'impegno costantemente. I tagli entrati in vigore il 1° gennaio 2019 resteranno in essere per 6 mesi. Già ad aprile i membri OPEC+ si incontreranno per rivalutare la situazione. La struttura dell'accordo prevede quindi una finestra di breve respiro, che si spiega con l'elevata incertezza sulle dinamiche di domanda ed offerta in una fase di rallentamento del ciclo mondiale. L'OPEC introducendo questi tagli sta però lasciando ampio spazio ai produttori americani di *shale oil*; la produzione USA è salita al record di 11,7 milioni di barili al giorno. Gli Stati Uniti hanno così superato 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 da parte dei sauditi. I prezzi del petrolio sono in rialzo anche per effetto della contrazione delle esportazioni saudite proprio verso gli USA e vista la crisi politica in Venezuela. Il Venezuela rappresenta infatti un nuovo tassello da inserire nel quadro di analisi per il mercato petrolifero.

La questione Venezuela. Dopo il mancato insediamento di Maduro, la cui vittoria elettorale è adombrata da sospetti di brogli, scaduto il termine per la proclamazione del nuovo presidente, è stato il presidente dell'Assemblea Nazionale Guaidò ad autoproclamarsi nuovo Presidente del Venezuela. Procedura che segue alla lettera il dettato costituzionale venezuelano ma che ha dovuto sottostare al riconoscimento

internazionale: immediato da parte di USA, Brasile, Canada ed altri alleati, meno scontato da Cina, Russia, Iran e Turchia. La Casa Bianca ha poi annunciato la comminazione di sanzioni contro il Venezuela. Lo scopo è bloccare tutti coloro che faranno affari con la sua società petrolifera statale 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 perduti da qui a un anno. I suoi tre impianti negli USA raffinano qualcosa come circa 750.000 barili al giorno. Il petrolio incide per quasi la totalità delle esportazioni venezuelane e, quindi, costituisce quasi l'unica via per accedere alla liquidità che anche l'auto-proclamatosi presidente Guaidò vorrebbe poter percorrere. 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	-	-

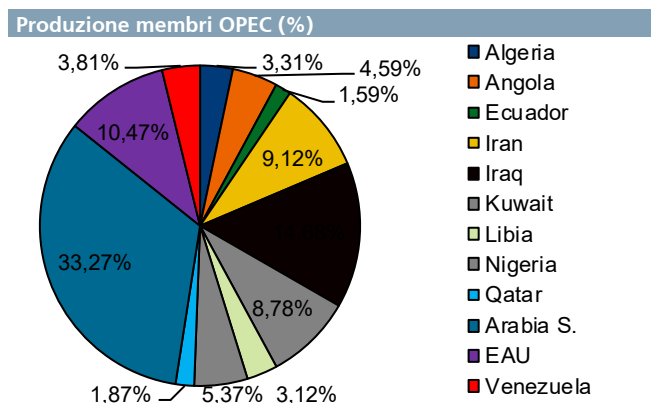
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, novembre 2018, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: l'eccesso di offerta dovrebbe proseguire anche nel 2020, i tagli OPEC non dovrebbero bastare a compensare le maggiori estrazioni negli altri paesi. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di dicembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha pubblicato le prime stime di domanda e offerta per il 2020. Nel complesso l'EIA, dopo un 2018 che dovrebbe essersi chiuso in eccesso di offerta, continua a prevedere un mercato in surplus anche nel 2019 e nel 2020. Si stima infatti un eccesso di offerta a 0,4 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018 (in progressiva crescita da 0,3 mb/g nel rapporto di dicembre e dall'equilibrio di novembre), 0,2 mb/g nel 2019 e ancora 0,4 mb/g nel 2020 con i tagli programmati dall'OPEC che non dovrebbero bastare a riequilibrare il mercato a causa di un'offerta, da parte dei paesi non appartenenti all'Organizzazione, prevista in continuo rialzo. I

paesi non-OPEC dovrebbero infatti aumentare le loro estrazioni da 62,3 mb/g (in rialzo da 61,2 mb/g di dicembre) a 65,5 mb/g nel 2019 (in rialzo da 63,5 mb/g del rapporto precedente) e a 67,4 mb/g nel 2020. In particolare, la produzione statunitense, dopo una media di 10,9 mb/g nel 2018, dovrebbe raggiungere i volumi record di 12,1 mb/g nel 2019 (stima invariata rispetto a dicembre) e di 12,9 mb/g l'anno seguente. L'aumento delle estrazioni dovrebbe associarsi a un calo delle importazioni nette che da 3,8 mb/g del 2017 sono previste flettere a 2,4 mb/g nel 2018, 1,1 mb/g nel 2019 fino a raggiungere poco meno di 0,1 mb/g nel 2020. L'EIA non esclude che gli Stati Uniti potrebbero diventare esportatori netti di petrolio (per circa 0,9 mb/g) nell'ultimo trimestre del 2020, come a novembre del 2018. Per quanto riguarda invece l'offerta da parte dell'OPEC, l'EIA stima un calo da 31,9 mb/g del 2018 (rivisti peraltro al ribasso da 32,6 mb/g di dicembre) a 30,9 mb/g nel biennio 2019-20 (anche la stima per il 2019 è stata rivista al ribasso da 31,8 mb/g precedente). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso, dopo il calo del 2018 (a 1,5 mb/g da 2,1 mb/g del 2017), dovrebbe tornare a crescere a 1,9 mb/g nel 2019 (al rialzo da 1,5 mb/g di dicembre) e a 2,3 mb/g nel 2020. Sul fronte della domanda, invece, le stime sono state riviste al ribasso a 100,0 mb/g da 100,1 mb/g precedente per il 2018 e a 101,5 mb/g da 101,6 mb/g per il 2019, nel 2020 i consumi dovrebbero salire a 103,1 mb/g. L'EIA rivede dunque ulteriormente al ribasso le proprie stime per il prezzo del greggio. Nel 2019 il Brent dovrebbe aggirarsi intorno a 60,52 dollari al barile (\$/b), al ribasso rispetto a 61,00 \$/b previsti a dicembre, prima di tornare a salire a 64,76 \$/b nel 2020. Nel complesso lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno ad un valore medio di 6,3 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b l'anno seguente.

IEA: in calo la produzione OPEC ma potrebbe non bastare per riequilibrare il mercato. Nell'Oil Market Report (OMR) di gennaio l'IEA (International Energy Agency) ha nel complesso confermato il quadro emerso il mese precedente di un progressivo aumento dell'offerta da parte dei paesi non-OPEC, a fronte di stime di domanda sostanzialmente stabili. Come nell'ultimo rapporto del 2018 le stime di consumo sono state infatti riviste solo marginalmente: nel 2018 la domanda globale di greggio è attesa intorno a 99,2 milioni di barili al giorno (mb/g), come a dicembre, in crescita di 1,3 mb/g a/a rispetto al 2017. La domanda dovrebbe crescere di 1,5 mb/g a/a nel 2019 raggiungendo i 100,7 mb/g, da 100,6 mg/g dello scorso rapporto. Sul fronte dell'offerta, la produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC è prevista a 60,5 mb/g nel 2018 (+2,6 mb/g a/a, rivista al rialzo da 60,4 mb/g di dicembre) e a 62,1 mb/g nel 2019 (+1,6 mb/g a/a, in rialzo da 61,9 mb/g del rapporto precedente). Si conferma dunque una produzione non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda nel 2018 mentre nel 2019 si potrebbe assistere a due ritmi di crescita molto simili. Per bilanciare il mercato, secondo le stime EIA, sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC a 31,8 mb/g nel 2018 e a 31,6 mb/g nel 2019. La stima per il 2018 è stata

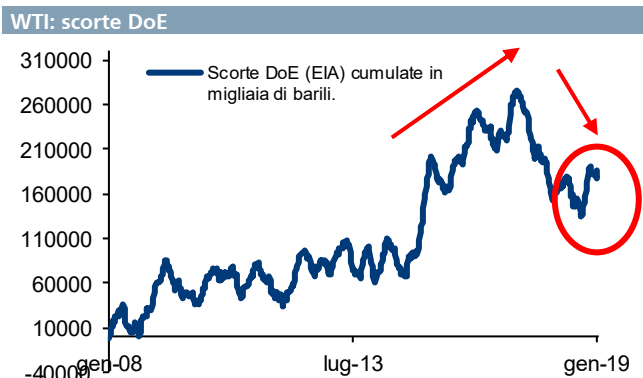
rivista al ribasso da 31,9 mb/g di dicembre mentre quella per l'anno in corso è rimasta invariata rispetto al rapporto precedente. A dicembre le estrazioni nei paesi appartenenti all'OPEC sono scese di 0,6 mb/g a 31,8 mb/g grazie ai tagli effettuati principalmente in Arabia Saudita, Iran e Libia, che hanno compensato la maggiore produzione irachena. Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono scese nel mese di novembre per la prima volta dopo quattro mesi di crescita, di 2,5 mb m/m a 2857 mb, rimanendo comunque al di sopra della media a cinque anni per 9 mb.



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

OPEC: nonostante i tagli i paesi produttori dovrebbero tagliare ulteriormente le estrazioni nel 2019 per riequilibrare il mercato. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato le stime per i fondamentali di domanda e offerta e prevede un'offerta in crescita a tassi superiori a quelli della domanda. Le stime di domanda globale per il 2018 restano invariate da quattro mesi, in crescita di 1,5 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto al 2017 a 98,8 mb/g, e in ulteriore aumento di 1,3 mb/g nel 2019 fino a toccare quota 100,1 mb/g, come a novembre e dicembre. L'offerta di greggio da parte dei paesi non-OPEC dovrebbe attestarsi in crescita a 62,1 mb/g nel 2018 (+2,6 mb/g a/a), in rialzo da 60,0 mb/g di dicembre. Prevista ulteriormente in espansione anche la produzione per il 2019, di 2,1 mb/g a/a, a 64,2 mb/g, in rialzo da 62,2 mb/g delle stime precedenti. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una correzione della produzione nei paesi OPEC di 1,2 mb/g a/a nel 2018 e 0,9 mb/g a/a nel 2019 in modo da raggiungere un'offerta di greggio intorno a 31,7 mb/g nel 2018 (al ribasso da 32,4 mb/g precedente) e 30,8 mb/g l'anno successivo (anch'essa al ribasso da 31,4 mb/g di novembre). Secondo fonti secondarie, l'OPEC dovrebbe aver tagliato la propria produzione a dicembre a circa 31,6 mb/g da 32,3 mb/g di novembre, confermando la volontà del Cartello di ridurre le estrazioni. I tagli in corso potrebbero però non essere sufficienti e potrebbe essere necessaria un'ulteriore correzione di 0,8 mb/g dai livelli di dicembre per riportare il mercato all'equilibrio nel 2019. Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono scese di 32 mb rispetto al 2017, a 2871 mb, rimanendo comunque 23 mb al

di sopra della media a cinque anni. In termini di copertura futura le scorte commerciali OCSE sono diminuite di 0,4 giorni, a 59,2, 1,5 giorni in meno rispetto al 2017 e 1,4 giorni al di sotto della media quinquennale.



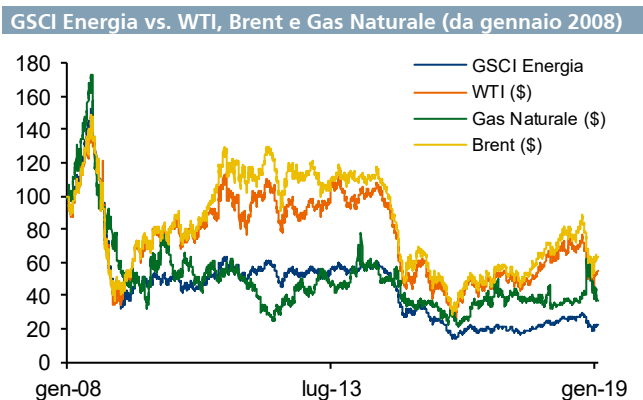
Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

La dinamica delle scorte USA. Le scorte settimanali API sono salite di ulteriori 2,09 milioni di barili rispetto ai +6,55 milioni di barili della scorsa settimana. Secondo l'EIA (Energy Information Administration) le scorte di petrolio, negli ultimi sette giorni (al 25 gennaio 2019), sono salite di 0,9 milioni (contro attese di +3,06 milioni di barili). Gli stock di distillati sono calati di 1,1 milioni (attese a -1,2 milioni), mentre le scorte di benzine sono scese di 2,2 milioni (consenso: +2,7 milioni). Gli investitori restano cauti circa l'Outlook per i prossimi mesi: il nodo resta l'efficacia dei tagli alla produzione volti a ridurre il surplus di offerta sul mercato petrolifero.

Performance di medio termine

	30.01.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	440,1	-16,8	-11,2	-8,6	14,8
WTI (\$)	54,2	-17,0	-21,1	-16,2	19,4
Gas Naturale (\$)	2,9	-12,5	2,6	-4,7	-2,9
Gasolio (\$)	578,8	-18,4	-11,5	-5,4	13,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Il rallentamento della crescita globale resta il fattore chiave da monitorare per le commodity, in una fase in cui si attende anche la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. Superare la causa che maggiormente ha depresso la performance delle risorse di base nel 2018 sarebbe già un passo avanti che schiarirebbe l'orizzonte sul 2019. Dopo il varo del taglio da 1,2 milioni di barili giornalieri, se le stime ufficiali dell'OPEC si riveleranno corrette e il grado di rispetto delle assegnazioni si confermerà elevato, il mercato del greggio raggiungerà un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. A questo si è aggiunto anche l'embargo "soft" nei confronti della produzione venezuelana. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi, anche se con livelli di prezzo inferiori rispetto alle precedenti stime. Va aggiunto però che la crescita dell'offerta non-OPEC potrebbe superare le stime, già ottimistiche: il riferimento è ovviamente alla mole di *shale-oil* prodotto dagli Stati Uniti, ma anche alla produzione record in Russia. Gli investitori restano cauti circa l'Outlook per i prossimi mesi: il nodo resta l'efficacia dei tagli alla produzione, ovvero se saranno in grado di portare equilibrio tra domanda e offerta sul mercato petrolifero. In conclusione, seppur con un certo grado di prudenza, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 (da 75) dollari al barile per il 1° trimestre 2019; 2) per il WTI: 57 (da 65,7) dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 81 e 74 dollari al barile (da 81 e 75) per il 2020 e a 83 e 78 dollari al barile 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. 30.01.19	2° trim. 2019	3° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	54,2	55,1	58,2	62,0	64,8
Brent (\$.)	61,7	63,0	67,2	70,0	69,6
Gas Nat. (\$)	2,9	3,3	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

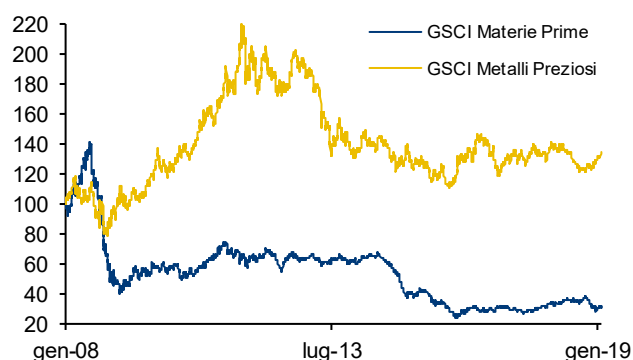
	Valore 1° trim. 30.01.19	2° trim. 2019	3° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	54,2	57,0	65,0	67,0	78,0
Brent (\$.)	61,7	67,0	75,0	77,0	83,0
Gas Nat. (\$)	2,9	3,00	2,80	2,80	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: inizio d'anno al rialzo, permane un cauto ottimismo

Il comparto sale in questo inizio di 2019. Prosegue il rialzo dei Preziosi, iniziato sul finale del 2018, con l'indice che arriva in area 1.550, dopo i massimi registrati nel 2018 (marzo/aprile) sopra 1.600 dovuti all'avversione al rischio che aveva spinto gli operatori verso asset più difensivi. Trump ha ottenuto il suo scopo ovvero ostacolare il più possibile il rialzo dei tassi nel 2019. Ipotesi che secondo il Presidente avrebbe frenato l'economia americana, che invece proprio in questa fase di rallentamento del ciclo economico (per ora solo ipotizzato) dovrebbe invece essere supportata dalla Fed. Una *querelle* che ha consentito a Trump di rincarare la dose di perplessità circa l'eccessivo apprezzamento del dollaro, che non a caso si è interrotto da almeno qualche settimana. In aggiunta, pensiamo che potremmo attenderci un aumento dei prezzi dei Preziosi a seguito di una buona riuscita dei negoziati tra Cina e Stati Uniti, visto che le tensioni in atto in queste giornate di colloqui non hanno finito per scaricarsi sulle quotazioni di oro e argento, nonostante un clima di avversione al rischio. Sui Preziosi ribadiamo i fattori chiave da monitorare: a) le tensioni sui mercati legate alla guerra commerciale, che deteriorano il quadro macroeconomico; b) la decisa frenata della Fed circa il proprio ciclo di rialzo dei tassi nel 2019, a cui non è seguito un apprezzamento del dollaro, con la valuta USA che resta ancora il driver principale del comparto; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero ancora sostenere la domanda di asset difensivi; d) l'andamento delle dinamiche dei prezzi globali e il ritardo con cui si sta palesando il ritorno dell'inflazione visto anche lo stop al rincaro delle quotazioni petrolifere.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	30.01.19	da inizio 2019		
GSCI	2.416,0	9,6	1,4	-49,1
GSCI Preziosi	1.556,9	2,4	4,8	-0,3
Oro (\$)	1.311,2	2,3	8,3	5,7
Argento (\$)	15,9	2,8	-9,0	-16,9
Platino (\$)	813,5	2,3	-18,0	-40,7
Palladio (\$)	1.355,9	7,5	79,7	92,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

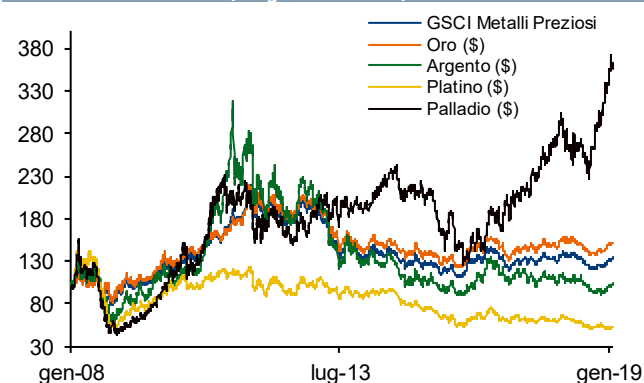
L'Argento fatica a mantenere i guadagni registrati nel 2019, mentre Oro, Palladio e Platino si mostrano decisamente più tonici.

Dopo l'ultimo rialzo dell'anno (quattro in tutto nel 2018) sancito nel meeting Fed del 19 dicembre, la Banca centrale americana si è messa in una situazione di attesa, vaglierà l'andamento del ciclo economico e di volta in volta deciderà se aumentare i tassi. Questo scenario ha fatto venire meno le previsioni di conseguente rafforzamento del dollaro, a causa anche del palesato dissenso del presidente Trump per un dollaro forte. La Fed si allinea quindi alla strategia del Presidente americano sottolineando come il percorso dei tassi, relativamente al 2019, sia meno scontato nella cronologia e numerosità di rialzi. Quotazioni dell'oro in crescita. Torna l'appetito per il metallo prezioso ma non per il rischio. Pesa anche la situazione in Venezuela, con la Bank of England che respinge la richiesta di restituzione di 1,2 miliardi di dollari in oro venezuelano da parte di Maduro (alcuni anni fa, lo stesso Maduro li aveva consegnati alla BoE a fronte di un canone di custodia). La motivazione del diniego da parte dell'Inghilterra si legherebbe alla turbolenta situazione politica attuale. Prosegue il trend al rialzo dell'oro che, oltre ad aver beneficiato di un naturale movimento rialzista che tende a palesarsi storicamente nel periodo a cavallo del nuovo anno, risente principalmente di due fattori: un indebolimento del dollaro, che rende le materie prime meno care, e una ricerca di tutela in fasi delicate di mercato che mettono a rischio il portafoglio. Un quadro che, almeno nel breve, ha consentito all'oro di difendersi, consolidando il marginale rialzo delle ultime settimane. 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 sostanziale debolezza del dollaro, a cui potrebbe seguire nel medio termine una svalutazione più consistente, dovuta all'interruzione del ciclo di rialzi dei tassi da parte della Fed. L'argento ha registrato nel 2018 la peggiore performance degli ultimi tre anni, ma sembra che gli investitori non siano poi così propensi a scommettere su questo metallo prezioso nel corso di questo 2019. Sostanzialmente, le quotazioni dell'argento sono poste sotto pressione da più elementi: gli investitori rifuggono il metallo nella sua veste di bene rifugio e si mostrano intorpiditi anche dal suo utilizzo in ambito industriale, riducendo al minimo la tensione rialzista sulle quotazioni. L'argento ha una forte componente industriale e i

metalli industriali, in questa fase, sono appesantiti dai timori relativi al rallentare della crescita globale e attendono la buona riuscita dei negoziati tra Cina e Stati Uniti prima di riprendersi. Resta l'idea che nel 2019 il comparto dell'argento rimarrà in deficit a causa della forte domanda proveniente dai settori elettronico ed energetico, ma le stime sulle riserve di questo metallo non appaiono in diminuzione e smussano la positività dello scenario.

Il quadro su Platino e Palladio. Il prezzo del palladio è aumentato di quasi il 18% nel corso del 2018, superando il platino e rivaleggiando, testa a testa, con l'oro. Ma mentre oro e argento sono stati fortemente influenzati dal mercato delle valute, platino e palladio si sono mossi in scia al *sentiment* industriale, visti i loro usi in particolare nel comparto auto. La domanda di **palladio** è aumentata nel corso dello scorso anno, a causa di sempre maggiori preoccupazioni ambientali che spingono a un passaggio dal diesel ai veicoli a benzina o ibridi. Tutti motori che utilizzano palladio nei convertitori catalitici. Quello che impressiona maggiormente del rialzo del palladio è il fatto che la crescita dei prezzi è avvenuta in un contesto nel quale gli investitori si sono allontanati dagli altri metalli preziosi e nel quale il dollaro ha continuato a rafforzarsi (salvo che nelle ultime settimane). In prospettiva, i prezzi potrebbero indebolirsi nel corso di quest'anno, dal momento che la speculazione li ha spinti forse troppo in alto rispetto ai fondamentali. Tuttavia, i prezzi dovrebbero rimanere elevati per il deficit di approvvigionamento e la crescente domanda dal settore auto. Le tensioni commerciali e le minacce di dazi sulle importazioni di autoveicoli stranieri negli Stati Uniti, sommati alla forza solo marginale del dollaro, hanno pesato comunque sul **platino**, le cui quotazioni sono salite ma meno di quelle del palladio. L'evoluzione del settore Auto resta il *driver* principale, con la contrazione strutturale delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina che ci fa supporre che proseguirà la riduzione della domanda di platino (utilizzato nei filtri diesel) a favore della domanda di palladio, anche nel 2019.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	30.01.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.556,9	8,2	6,3	-3,4	2,4
Oro (\$)	1.311,2	8,1	6,9	-2,1	2,3
Argento (\$)	15,9	11,6	2,3	-7,6	2,8
Platino (\$)	813,5	-2,8	-3,4	-18,7	2,3
Palladio (\$)	1.355,9	25,4	44,7	31,9	7,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto. Confermiamo un cauto ottimismo sul 2019 nonostante lo scenario macroeconomico potrebbe essere meno favorevole rispetto al 2018, già chiusosi con performance molto negative per tre dei quattro metalli che compongono i Preziosi. I Preziosi resteranno legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La nostra idea è che lo stop al rialzo dei tassi della Fed, concretizzabile già a partire dalla seconda parte del 2019, spingerà anche la BCE a non accelerare con l'inasprimento del costo del denaro. Un quadro che potrebbe portare gli operatori lontani dai titoli di stato USA in dollari, che avevano esercitato maggior appeal dei Preziosi come asset rifugio. Questo aspetto potrebbe favorire un ritorno di domanda verso oro e argento intesi come investimenti difensivi, viste le turbolenze geopolitiche in atto. Un mancato accordo risolutore dei dissidi commerciali fra Cina e USA rischierebbe di mantenere ancora alta l'avversione al rischio, favorendo così il rincaro dei Preziosi. Per concludere, ribadiamo come l'insieme dei rischi inflattivi (anche se per ora ancora minimi), di una domanda industriale in rialzo (anche se modesto) e delle forti tensioni sui mercati potrebbe consentire nel 2019 un aumento degli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, supportato dal recupero di fine 2018, resta impostato al Moderatamente Positivo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 1° trim. 2° trim. 3° trim. Anno Anno	30.01.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.311,2	1.275,0	1.275,0	1.280,0	1.332,7	1.323,3	
Argento (\$)	15,9	15,6	15,5	16,0	17,3	17,5	
Platino (\$)	813,5	855,0	887,5	925,0	950,0	970,0	
Palladio (\$)	1.355,9	1.170,0	1.125,0	1.125,0	1.080,0	1.092,2	

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

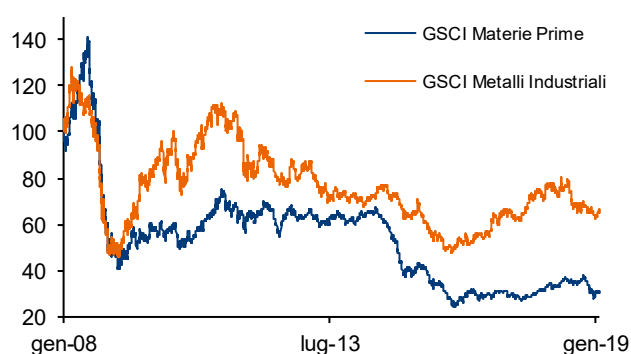
	Valore 1° trim. 2° trim. 3° trim. Anno Anno	30.01.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.311,2	1.275	1.275	1.300	1.300	1.325	
Argento (\$)	15,9	15,7	16,0	16,4	17,0	17,5	
Platino (\$)	813,5	800	800	800	800	800	
Palladio (\$)	1.355,9	1.260	1.150	1.250	1.400	1.425	

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: attenzione alle conseguenze delle trattative USA-Cina

I Metalli Industriali temono il rallentamento economico seppur con fondamentali più forti l'anno prossimo. I prezzi degli Industriali recuperano dai minimi di inizio gennaio (1.150) e provano ad attaccare area 1.250, spinti dall'attesa per l'esito dei colloqui USA-Cina. Gli incontri previsti a Washington tra rappresentanti cinesi e americani sono oggetto di grandi aspettative. Il presidente Trump e il vice premier cinese Liu He (con delega al commercio) devono infatti finalmente rivedersi. C'è però scarsa fiducia sul fatto che i funzionari cinesi accolgano le richieste americane relative alla tutela della proprietà intellettuale, ponendo così fine al travaso, fraudolento, di tecnologia dai sistemi elettronici USA a quelli cinesi. Mnuchin ha detto di aspettarsi passi in avanti significativi dai colloqui in corso. 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. La riduzione dei livelli delle scorte e una domanda ancora forte hanno comunque contribuito a fermare il calo delle quotazioni dei metalli industriali in un quadro di volatilità e tensione sui mercati azionari globali. Nonostante i timori dei mercati finanziari e il rallentamento cinese, le richieste di metalli industriali si confermano solide e fra esse spicca in particolare la domanda di rame. Nonostante l'andamento negativo registrato nel corso del 2018, il comparto dei metalli industriali gode ancora di fondamentali tendenzialmente migliori di tutte le materie prime. Ci aspettiamo che emerga un atteggiamento del mercato più positivo se si giungerà ad una soluzione condivisa sul commercio, con gli operatori pronti a rivolgere la loro attenzione sui fondamentali di domanda e offerta in miglioramento nel 2019, sbloccando anche tutta quella parte di investimenti, strutturali, rimasta in stand-by proprio per l'incertezza di fondo sul comparto.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



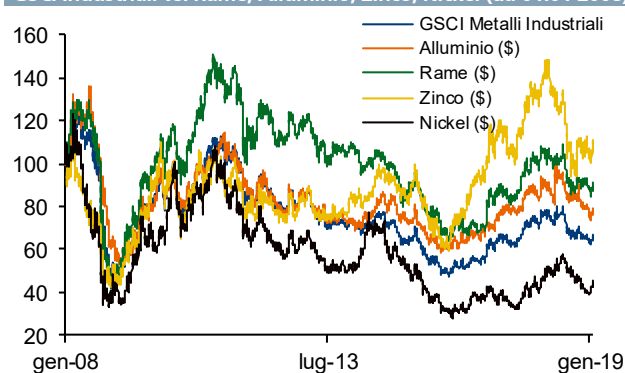
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.01.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.416,0	9,6	1,4	-49,1
GSCI Industriali	1.244,2	4,7	2,2	-4,9
Rame (\$)	6.136,0	2,9	2,4	-13,1
Alluminio (\$)	1.909,5	3,4	5,0	11,9
Zinco (\$)	2.692,3	6,9	-2,8	36,6
Nickel (\$)	12.350,0	15,5	24,1	-11,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: crescita in rallentamento nel 4° trimestre del 2018, aumentano i rischi per una deflazione dei prezzi di produzione.

Nel 4° trimestre del 2018 la crescita cinese è rallentata su base trimestrale a 1,5% da 1,6%, portando la variazione tendenziale a 6,4% a/a (al minimo dal 1° trimestre 2009) da 6,5% dei tre mesi precedenti, in linea con le attese per una decelerazione dell'espansione. Il dato di crescita tocca i minimi dal 1° trimestre del 2009 ma permette comunque il raggiungimento dell'obiettivo governativo di concludere il 2018 con una crescita di 6,6% a/a, mentre gli stimoli fiscali già annunciati dal Governo dovrebbero favorire una riaccelerazione dell'espansione a partire dalla seconda metà del 2019. La crescita del 6,8% del 2017 invece era stata rivista, proprio poche settimane fa, dal precedente 6,9%.

Cina: il quadro macro. Il dato di crescita è spiegabile dal rallentamento del settore primario e dei servizi, che hanno controbilanciato il rimbalzo dell'attività industriale. Nel mese di dicembre la **produzione industriale** è infatti salita di 5,7% a/a da 5,4% a/a precedente grazie al rimbalzo del settore estrattivo, che ha compensato una sostanziale stabilizzazione del manifatturiero e della fornitura di energia, mentre prosegue la contrazione della produzione automobilistica che ha caratterizzato l'ultimo trimestre del 2018. Nell'anno appena concluso gli investimenti fissi sono saliti di 5,9%, in decelerazione da 7,2% registrato nel 2017, spinti principalmente da investimenti privati. Per quanto riguarda invece le **vendite al dettaglio**, a dicembre, si sono attestate in

marginale accelerazione a 8,2% a/a da 8,1% a/a di novembre, rimanendo comunque su tassi di crescita vicini ai minimi storici. L'aumento della spesa per alimentari, abbigliamento, elettrodomestici e medicinali ha controbilanciato il calo della vendita di automobili, in contrazione nel corso del 2018, aggiungendo un maggiore pessimismo per quanto riguarda le prospettive economiche dell'Eurozona. I **prezzi delle case** nuove sono cresciuti in media di 0,8% m/m a dicembre, in rallentamento da 1,0% m/m precedente con un progressivo aumento del numero delle città che iniziano a riportare un calo dei prezzi delle abitazioni rispetto a novembre. Resta però sostenuta la variazione tendenziale, che si porta a 10,6% da 10,3% precedente e che continua a risentire dei rialzi congiunturali precedenti, con 69 città sulle 70 che compongono l'indagine che riportano un aumento del prezzo delle abitazioni rispetto allo stesso periodo del 2017. Lo scenario è simile anche per quanto riguarda le case già esistenti, che iniziano a risentire di un calo dei prezzi immobiliari.

Cina: il fronte commerciale. Sul fronte del commercio internazionale, si evidenzia una contrazione sia per quanto riguarda le esportazioni (-4,4% a/a da +3,9% a/a), in flessione per la prima volta in quasi due anni per effetto di una minore domanda estera e dei dazi doganali, che per le importazioni (-7,6% a/a da +2,9% a/a), che risentono del rallentamento della domanda interna e del calo dei prezzi delle materie prime. Nel complesso del 2018, però, il quadro per il commercio internazionale cinese è positivo: le esportazioni sono aumentate di 9,9% a fronte di importazioni in crescita di 15,8%. Il surplus di bilancia commerciale si è attestato a 351,8 miliardi di dollari grazie soprattutto al forte avanzo di partite correnti nei confronti degli Stati Uniti, in crescita di oltre il 17% nell'anno appena trascorso a fronte di una forte accelerazione delle esportazioni e di importazioni nel complesso stabili. Nel 2019 si dovrebbe assistere a un rallentamento della dinamica del commercio con l'estero: le importazioni potrebbero subire una minore domanda interna, mentre per quanto riguarda le esportazioni dovrebbe venire meno la spinta proveniente dall'anticipazione degli acquisti prima dell'entrata in vigore di eventuali nuovi dazi, con l'effetto delle politiche protezionistiche dell'amministrazione Trump, tema già emerso nel mese di dicembre. Tra i due paesi sono in corso negoziati per trovare un accordo, ma le due parti sembrerebbero ancora presentare una serie di divergenze. Per il momento però tra Washington e Pechino è stata concordata una "tregua": resteranno in vigore i dazi preesistenti ma non entreranno in funzione nuove politiche protezionistiche almeno fino al 1° marzo del 2019.

Cina: inflazione e Banca centrale. Le rilevazioni per il mese di dicembre hanno registrato un'**inflazione** in rallentamento a 1,9% a/a da 2,2% a/a precedente. La componente alimentare continua a spingere la crescita dei prezzi, mentre una minore domanda ha contribuito al rallentamento dei prezzi dei beni di consumo. Prosegue invece il supporto proveniente dai servizi,

soprattutto per quanto riguarda educazione e sanità, ma nei prossimi mesi l'effetto statistico sull'anno potrebbe frenare la dinamica di tali componenti. Sul fronte dei prezzi alla produzione, l'indice PPI prosegue nel suo trend di rallentamento e cala a 0,9% a/a, ai minimi dal 2016, da 2,7% a/a registrato a novembre; la significativa frenata è imputabile sia a una minore domanda che al calo subito dai prezzi delle materie prime e dell'acciaio, mentre non si escludono tassi di crescita negativi anche nei prossimi mesi. Un calo dei prezzi alla produzione potrebbe avere un effetto dannoso sui profitti industriali, come durante il lungo periodo di deflazione dal 2012 al 2016, e sulla capacità delle aziende cinesi di far fronte agli elevati livelli di debito, e potrebbe limitare ulteriormente gli investimenti. Il contesto sia sul fronte della crescita che dell'inflazione permetterebbe alla **Banca centrale**, la People Bank of China (PBoC), una politica monetaria più accomodante per far fronte alla congiuntura economica. Per il momento la PBOC non ha ancora agito sui tassi ufficiali ma ha contribuito a condizioni finanziarie più espansive immettendo maggiore liquidità sui mercati.

Rame: occhi puntati sull'evoluzione della congiuntura cinese.

Dopo il forte calo delle quotazioni che ha colpito i metalli durante i mesi estivi a causa delle tensioni commerciali, i prezzi del rame si sono stabilizzati su livelli più bassi, intorno ai quali si sono mossi nella seconda metà del 2018. Le prospettive per il rame sono strettamente legate all'andamento dell'economia cinese: i consumi cinesi rappresentano la metà di quelli globali. I recenti segnali di rallentamento dell'economia asiatica, con la decelerazione della crescita del PIL nell'ultimo trimestre del 2018, la riduzione degli ordini all'esportazione per l'industria cinese in scia alla frenata dell'economia globale e alle tensioni commerciali, il progressivo calo degli indici di fiducia per il settore manifatturiero non sembrano fornire, al momento, particolare supporto per una maggiore domanda di rame. In attesa di un'evoluzione positiva dei negoziati tra Pechino e Washington sul tema dei dazi doganali e prima che le misure espansive messe in atto dal Governo cinese inizino ad avere i loro effetti sulla crescita, a partire dai trimestri centrali del 2019, e tornino a stimolare la domanda di rame spingendone al rialzo i prezzi, non si esclude un indebolimento delle quotazioni nel 1° trimestre dell'anno in corso in scia a dati macroeconomici che non dovrebbero fornire particolare supporto per un rialzo e alle preoccupazioni per una deflazione dei prezzi alla produzione in Cina che, se dovesse realizzarsi, avrebbe l'effetto di trainare ulteriormente al ribasso le prospettive per il rame. Al netto delle tensioni commerciali e delle preoccupazioni per la congiuntura cinese i fondamentali restano però positivi: nel corso del 2018 le scorte sono calate in maniera significativa e l'offerta è prevista in calo nei prossimi anni a causa della riduzione degli investimenti nel settore dopo il crollo dei prezzi della stagione 2015-16. 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: tolte le sanzioni a Rusal, cresce l'ottimismo sui prezzi. Il 2018 è stato un anno ricco di avvenimenti per il mercato dell'alluminio: la guerra commerciale tra USA e Cina ma, soprattutto, le politiche protezionistiche di Trump e i dazi imposti sui metalli. Fatta eccezione per una breve parentesi nel 2° trimestre, i prezzi sono in gran parte diminuiti. La novità di questo inizio anno è la revoca delle sanzioni statunitensi al colosso dell'alluminio Rusal e ad altre società russe legate a Oleg Deripaska, oligarca molto vicino al presidente russo Vladimir Putin. La scelta dell'amministrazione Trump è arrivata nonostante la contrarietà sia della Camera che del Senato. Secondo le stime di FocusEconomics, l'alluminio dovrebbe far registrare una ripresa nel 2019, anche se con alcuni limiti data l'offerta ampia. 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; va detto che le nostre previsioni sull'alluminio sono influenzate dalle aspettative di un aumento dei prezzi dell'energia, che incidono in modo determinante sui costi di produzione totali.

Zinco: restano alte le attese per il 2019. Anche lo zinco ha accusato la guerra commerciale tra USA e Cina nel corso del 2018. Mentre l'offerta di metallo continua ad assottigliarsi e le scorte a scendere, i prezzi non ne hanno risentito in modo significativo. I fondamentali appaiono solidi e la discesa dei prezzi è stata favorita da un sentiment negativo degli investitori dovuto alle tensioni create dalla guerra commerciale Cina-USA. Tuttavia, il deficit di forniture ha provocato un calo delle scorte. A metà dicembre, al London Metal Exchange (LME), le scorte si attestavano a 122.000 tonnellate, contro le 250.000 tonnellate di fine luglio. 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: via le sanzioni a Rusal, effetto positivo anche per il nickel. Il 2018 si è rivelato essere un anno negativo per i metalli industriali; la generale debolezza del mercato si è spostata anche sul 2019 ad eccezione del nickel, che da inizio anno ha guadagnato quasi circa il 16%, un ampio rialzo se messo a confronto con le performance degli altri metalli. Il nickel aveva risentito delle misure americane contro la Russia: il timore che anche Norilsk, controllata da Rusal, potesse subire restrizioni aveva spinto le quotazioni fino a 16.690 dollari per tonnellata. Ma 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 intorno a 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 non più soltanto nell'industria siderurgica, ma anche dal settore emergente delle batterie per auto elettriche, nella cui composizione il nickel pesa molto più di cobalto e

litio. Ancora oggi sono i produttori di acciaio inossidabile ad assorbire il 70% dell'offerta di nickel e proprio la possibile ripresa di questo comparto potrebbe essere uno dei driver di quest'anno. 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

	30.01.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.244,2	2,4	-4,1	-14,2	4,7
Rame (\$)	6.136,0	2,4	-2,6	-13,8	2,9
Alluminio (\$)	1.909,5	-2,3	-8,2	-14,0	3,4
Zinco (\$)	2.692,3	3,4	2,9	-24,1	6,9
Nickel (\$)	12.350,0	7,4	-12,0	-9,2	15,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, restano le attese per fondamentali migliori nel 2019. Ribadiamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, basato sull'idea di un superamento delle tensioni commerciali e politiche sia nei Paesi sviluppati che in quelli Emergenti. Resta il fortissimo tema del possibile rallentamento del ciclo globale, che originerebbe peraltro dalla frenata del PIL cinese e a tendere di quello statunitense. 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 2019. Il quadro di ottimismo è legato alla stabilizzazione dal lato dei rapporti commerciali e a un successivo rafforzamento della domanda cinese di metalli, vista l'ennesima dichiarazione sia del Governo che della Banca centrale di voler proseguire il loro sostegno all'economia con l'obiettivo di compensare l'impatto negativo dei dazi che hanno destabilizzato il mercato lo scorso 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 30.01.19	1° trim. 2019	2° trim. 2019	3° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Rame (\$)	6.136,0	6.150	6.400	6.600	6.945	7.165
Alluminio (\$)	1.909,5	1.950	2.000	2.075	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.692,3	3.369	3.172	2.750	2.925	2.925
Nickel (\$)	12.350,0	12.500	13.427	13.650	13.552	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

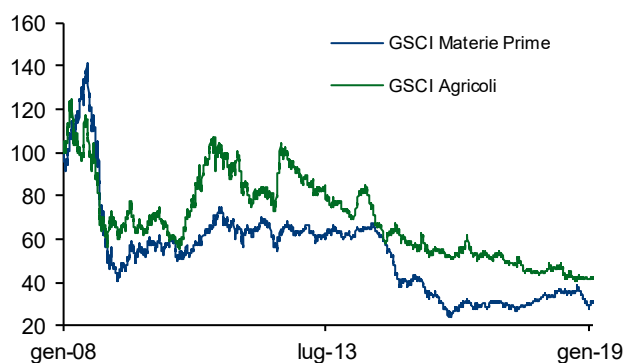
	Valore 30.01.19	1° trim. 2019	2° trim. 2019	3° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Rame (\$)	6.136,0	6.000	6.400	6.800	7.000	7.250
Alluminio (\$)	1.909,5	1.900	2.000	2.100	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.692,3	2.650	2.700	2.800	2.850	2.900
Nickel (\$)	12.350,0	11.800	12.400	13.000	13.500	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: in attesa di un accordo sul commercio prevale la cautela

Gli Agricoli consolidano lontano dai minimi di settembre 2018 e attendono l'esito della guerra commerciale in atto. La breve ripresa delle quotazioni a cavallo di fine anno non appare ancora sufficiente per cambiare la nostra opinione sul comparto. Restano intatti i rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica dei Paesi esposti al comparto degli Agricoli. Rafforziamo dunque il nostro elenco di fattori da monitorare: 1) gli strascichi delle tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina; 2) le scelte politiche di Trump volte a risollevare il comparto agricolo dopo le tensioni degli ultimi mesi, anche in virtù delle promesse elettorali fatte prima delle elezioni di *mid-term*; 3) le condizioni meteo globali per la stagione agricola 2019, con particolare attenzione alla probabilità che si presenti il fenomeno del Niño quest'inverno. Emerge infine come in queste prime settimane di gennaio sia duramente colpita la soia, con i principali produttori del Brasile che già segnalano significative perdite nei raccolti imputabili proprio alle condizioni climatiche avverse nello stato sudamericano.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



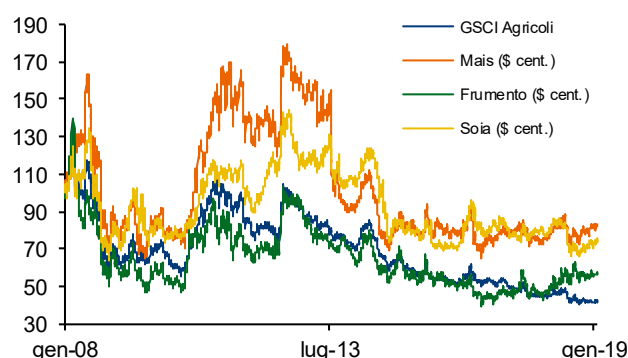
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 30.01.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.416,0	9,6	1,4	-49,1
GSCI Agricoli	357,5	2,4	-19,8	-40,3
Mais (\$ cent.)	381,3	1,7	6,0	-12,2
Frumento (\$ cent.)	516,8	2,7	22,8	-7,0
Soia (\$ cent.)	921,0	4,4	-10,1	-28,2
Cotone (\$ cent.)	74,4	3,0	-0,8	-13,4
Cacao	2.176,0	-9,9	3,5	-25,2
Zucchero	12,5	4,2	-38,7	-19,4
Caffè (arabica)	102,1	0,2	-31,7	-18,5
Caffè (robusta)	1.527,0	1,4	-32,2	-16,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE previsto per l'11 gennaio non è stato pubblicato. Lo *shutdown* governativo negli Stati Uniti sta causando problemi anche alle analisi sui raccolti mondiali pubblicate regolarmente dal Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA): la pubblicazione di diversi importanti rapporti a causa della chiusura degli Uffici federali di due settimane è stata rinviata a data da destinarsi. Nel caso del report WASDE, essendo ormai a ridosso della nuova pubblicazione di febbraio, prevista per venerdì 8, appare probabile che il report di gennaio venga definitivamente cancellato e si vada direttamente al prossimo. A novembre e dicembre, l'USDA ha abbassato le sue stime sui rendimenti del 2018 per le colture di mais e soia negli Stati Uniti. Gli operatori erano in attesa di conferma circa ulteriori riduzioni a gennaio.

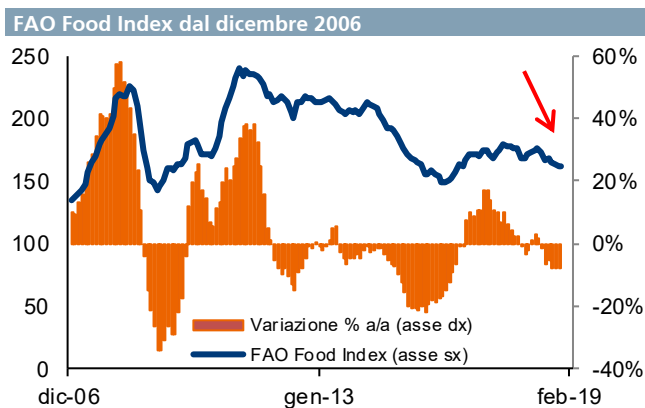
Performance di medio termine

	30.01.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	357,5	0,7	0,7	0,7	2,4
Mais (\$ cent.)	381,3	5,0	2,4	5,5	1,7
Frumento (\$ cent.)	516,8	3,2	-6,7	14,4	2,7
Soia (\$ cent.)	921,0	9,8	1,9	-7,5	4,4
Cotone (\$)	74,4	-3,3	-17,6	-3,8	3,0
Cacao	2.176,0	-2,6	0,3	9,0	-9,9
Zucchero	12,5	-5,0	18,8	-5,3	4,2
Caffè (arabica)	102,1	-9,4	-7,1	-16,2	0,2
Caffè (robusta)	1.527,0	-7,8	-7,1	-11,6	1,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: a dicembre la crescita dei cereali compensa il calo dello zucchero; si conclude un 2018 complessivamente negativo per le materie prime alimentari. Nel mese di dicembre i prezzi delle materie prime alimentari sono rimasti complessivamente stabili (+0,1% m/m) rispetto a novembre, rimanendo quindi su livelli relativamente ridotti, intorno ai minimi del 2016, con l'aumento dei prezzi dei cereali che ha compensato il calo subito dalle quotazioni di zucchero e prodotti lattiero-caseari. Il 2018 si conclude quindi con prezzi medi in calo di 3,5% rispetto al 2017 e inferiori del 27% rispetto al picco toccato nel 2011. A livello di singole componenti, nel 2018 abbiamo assistito a una crescita dei prezzi dei cereali (+9,6% da inizio anno) a fronte di un calo delle altre derrate alimentari; lo

zucchero in particolare è stato quello che ha subito il maggior calo (-12% da inizio anno). Nel mese di dicembre l'indice dei prezzi dei cereali è tornato a crescere dopo una frenata nel mese precedente con un aumento di 1,8% m/m, in scia alla buona performance di grano e mais, che hanno subito condizioni metereologiche avverse soprattutto nell'emisfero australe e previsioni per un rallentamento della produzione nell'anno appena trascorso. Si sono invece attestati in calo, per il sesto mese di fila, i prezzi del riso, che continua a risentire delle previsioni per un raccolto record nel 2018 (si veda il mensile di dicembre per le più recenti stime della FAO). Interrompono invece il trend di calo in atto da ormai dieci mesi i prezzi degli oli vegetali, che salgono di +0,4% m/m, grazie al recupero dell'olio di palma, mentre scende ancora l'olio di soia grazie alle ampie scorte statunitensi e alla debole domanda europea. L'aumento del prezzo della carne suina, favorito da una domanda di importazioni ancora sostenuta, in particolare dal Brasile, ha spinto al rialzo di 0,8% m/m l'indice dei prezzi della carne. A dicembre il comparto che ha registrato il calo maggiore, -3,3% m/m, è stato quello dei prodotti lattiero-caseari, al settimo mese di calo diffuso a tutte le sue principali componenti. Torna a calare anche il prezzo dello zucchero, -1,9% m/m, che oltre all'aumento della produzione indiana risente del calo del prezzo del petrolio. La discesa delle quotazioni del greggio ha infatti ridotto la domanda di canna da zucchero per produrre etanolo, spostando l'offerta brasiliana (primo produttore globale) verso la produzione di dolcificante.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus Cotone: produzione prevista in calo nel 2018/19; secondo l'ICAC i prezzi dovrebbero tornare a salire nel 2018/19 ma in misura minore rispetto alle stime di dicembre. L'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha pubblicato le proprie stime di domanda e offerta per il 2018/19. Durante la stagione 2018/19 la produzione globale di cotone è prevista in calo, per la prima volta dal 2015/16, a 26,12 milioni di tonnellate (mt), dopo due stagioni di crescita al 7% a/a e al 16% a/a, che hanno portato la produzione mondiale di cotone a 26,75 milioni di tonnellate nel 2017/18. L'aumento dei raccolti in Cina, Brasile, Turchia, Uzbekistan e in Africa occidentale non dovrebbe bastare a compensare il calo

della produzione negli Stati Uniti, India, Australia e Pakistan. Al calo dell'offerta dovrebbe però corrispondere anche un calo della domanda che, dopo essere salita di 9% a/a a 26,8 mt nel 2017/18, dovrebbe far registrare una contrazione a 26,7 mt nella stagione corrente, rimanendo comunque superiore rispetto alla domanda. Le scorte sono quindi previste in calo a 18,2 mt da 18,8 mt della stagione precedente, ma la flessione è quasi interamente imputabile alla contrazione di quelle cinesi, che dovrebbero tornare ai minimi dal 2011/12 a fronte di marginali incrementi negli altri paesi. Tra i rischi per lo scenario l'ICAC segnala come le tensioni commerciali non dovrebbero avere un impatto diretto sulla domanda di cotone anche se, indirettamente, potrebbero avere effetti sulla crescita globale e sul settore tessile. L'ICAC ha dunque rivisto al ribasso le proprie stime per i prezzi nel 2018/19 a 86,45 centesimi alla libbra dagli 89 previsti a dicembre con un intervallo di confidenza compreso tra 75,6 e 100,21 centesimi alla libbra, confermando in ogni caso uno scenario di rialzo dei prezzi rispetto ai livelli su cui si è mossa la fibra di cotone nei mesi finali del 2018.

Focus Cacao: offerta in crescita anche nel 2018/19 ma la domanda è ancora robusta. Secondo le stime di dicembre dell'ICCO (International Cocoa Organization) pubblicate a metà gennaio, anche la stagione 2018/19 dovrebbe nel complesso confermare il trend di offerta emerso nelle scorse due stagioni, con i principali paesi produttori che potrebbero esprimere livelli record di raccolta grazie anche a condizioni climatiche al momento favorevoli. Le previsioni per il principale paese produttore, la Costa d'Avorio, di ottobre stimavano un raccolto di fave di cacao per 2,2 milioni di tonnellate (1,7 milioni di tonnellate solo nel periodo di maggiore raccolta tra ottobre e marzo), quasi il 10% in più rispetto alla scorsa stagione, mentre i dati portuali ivoriani relativi alla prima metà del mese di gennaio registrano un incremento dell'attività superiore del 12% rispetto allo stesso periodo della scorsa stagione. Anche la domanda dovrebbe però mantenersi robusta, i dati relativi all'ultimo trimestre del 2018 hanno evidenziato una crescita di 1,6% a/a a 359.103 tonnellate in Europa e di 6,3% a 208.900 tonnellate in Asia, con le ultime rilevazioni che hanno mostrato come la scorsa stagione sia terminata con una contrazione delle scorte nei paesi importatori di 117 tonnellate a 1125 t da 1241 t precedente. Tra le fonti di incertezza, oltre al meteo, da monitorare con attenzione rimangono le condizioni di credito per gli operatori che si sono fatte più restrittive dopo il fallimento di SAF-Cacao: a fronte di una riduzione dei finanziamenti per i piccoli esportatori diminuiscono i fondi anche per produttori e intermediari, spesso finanziati dagli stessi esportatori. Condizioni creditizie meno espansive rendono quindi più difficile garantire la qualità richiesta per il prodotto e limitano i commerci, soprattutto per quanto riguarda gli operatori domestici.

Focus Zucchero: le condizioni avverse stanno mettendo a rischio la produzione 2019. Le piogge irregolari che stanno

interessando le aree del Brasile preposte alla coltivazione della canna da zucchero preoccupano il mercato. Si teme infatti uno sviluppo irregolare delle piantagioni, a causa dell'invecchiamento delle singole piante. Problemi nel raccolto brasiliano, nel corso della stagione 2019/20 (la stagione prende il via nel mese di aprile per la canna da zucchero), rischierebbero di aggravare ulteriormente il bilancio di mercato del dolcificante, che è passato da una situazione di surplus a una di deficit nel corso degli ultimi mesi. Ecco perché le condizioni climatiche annunciate dalle agenzie meteo hanno spinto gli operatori ad una serie di acquisti speculativi. I dati raccolti ed elaborati (Fonte: Refinitiv Eikon) mostrano come le precipitazioni a Sao Paulo, principale produttore di canna brasiliano, siano inferiori alla media nel corso degli ultimi 30 giorni, una condizione palesatasi anche negli stati di Goias, Mato Grosso, Minas Geiras e Mato Grosso do Sul. Venendo invece alle previsioni di Copersucar (il maggior commerciante di zucchero ed etanolo su base globale) la produzione di zucchero del Centro-Sud del Brasile è destinata a diminuire in modo significativo. Gli analisti di Copersucar prevedono per la stagione 2018/19 una produzione pari a 28 milioni di tonnellate contro i 36 milioni di tonnellate prodotti nella stagione precedente; atteso in calo anche il raccolto di canna da zucchero, che nella stagione in esame è previsto a 555 milioni di tonnellate contro i precedenti 596 milioni di tonnellate. A determinare la previsione sarebbe un mix di fattori, tra i quali annoveriamo uno spiccato invecchiamento dei campi dedicati alla canna da zucchero, motivo per cui le piogge di questi giorni stanno preoccupando i produttori. Per quanto concerne i prezzi, gli analisti di Copersucar esprimono ottimismo, poiché il mercato sta già incorporando nei prezzi le previsioni di una produzione brasiliana in contrazione. Nel corso delle prossime due settimane, inoltre, non sono previsti miglioramenti con il Centro-Sud del Brasile che con tutte le probabilità riceverà piogge inferiori alla media.

Focus Caffè: si prevede un eccesso di offerta anche nel 2018/19, ma domanda in crescita e calo della produzione brasiliana nel 2019/20 potrebbero fornire spunti di rialzo. Dopo la stagione 2017/18 anche nel 2018/19 dovremmo assistere a un mercato in surplus. Secondo le stime dell'ICO (International Coffee Organization), la produzione dovrebbe raggiungere i 167,47 milioni di sacchi (ms) (+1,5% a/a) a fronte di una domanda che, seppur in crescita di 2,1% a/a diffusa a tutte le aree geografiche, dovrebbe limitarsi a 165,18 ms. Stime di domanda in aumento dovrebbero quindi comportare un surplus intorno a 2,29 ms nel 2018/19, 1 milione di sacchi in meno rispetto alla stagione precedente. L'ICO ha inoltre rivisto al rialzo la produzione nel 2017/18 di 1,5 milioni di sacchi a 164,99, mentre i 167,47 ms previsti per il 2018/19 dovrebbero essere suddivisi tra 104,01 ms di qualità Arabica, +2,5% a/a, e 63,5 ms di Robusta, in calo di 0,1% a/a. A livello geografico si prevede un aumento della produzione in Africa (+1,8% a/a a 17,8 ms) e America del Sud (+4,3% a/a a 79,94 ms) a fronte di un calo in Asia e Oceania (-2,1% a/a a

48,01 ms) e in Messico e America Centrale (-0,5% a/a a 21,72 ms). Il principale paese produttore dovrebbe rimanere il Brasile con un output che dovrebbe toccare il nuovo record di 61,7 ms (+37,1% a/a), con una progressiva revisione al rialzo delle stime precedenti: 56,5 a gennaio, 58 a maggio e 59,9 a settembre. In particolare, la produzione brasiliana della varietà Arabica dovrebbe salire di 38,6% a/a a 47,5 milioni di sacchi, rivisti al rialzo da 45,9 ms di settembre, mentre la Robusta è prevista a 14,2 ms, +32,2% a/a, stima rivista anch'essa al rialzo da 14,0 milioni di settembre. Nella stagione 2019/20 invece i fondamentali di domanda e di offerta dovrebbero migliorare grazie a una solida domanda e al calo che si prevede per i raccolti brasiliani. Le prime stime per il 2019/20, pubblicate dalla Conab brasiliana a gennaio, evidenziano attese per un calo della produzione tra il 12% e il 18% che dovrebbe risentire della siccità della stagione in corso: un clima più secco ha favorito il raccolto e la produzione nel 2018/19 ma dovrebbe avere un effetto negativo sui rendimenti della stagione successiva. Il calo previsto per il 2019/20 dovrebbe però limitarsi alla varietà Arabica (intorno a -20-24%), mentre la produzione di caffè Robusta dovrebbe crescere tra 1% e 15%.

Confermiamo l'Outlook Neutrale. Non cambia la nostra idea, 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 ci mettiamo in attesa di capire quali saranno i driver del 2019; presumiamo che i prezzi dei cereali possano essere influenzati dai rischi meteorologici ma in un momento futuro della stagione, non ora. In questa fase sono ancora le trattative sul commercio internazionale a frenare il recupero degli Agricoltori. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale; resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2019 i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018; fa eccezione la soia, che dovrebbe rimanere ancora sotto pressione, visto l'impatto dell'interruzione dei flussi commerciali agricoli fra Stati Uniti e Cina. In sintesi, per il **mais** stimiamo un prezzo di 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'idea per il 2019 è che la risoluzione dei problemi commerciali fra Cina e USA possa non avere un immediato impatto positivo sulle quotazioni della soia. Ecco perché le stime sono di rialzo dei prezzi ma non così eclatante.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	30.01.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	381,3	382,2	384,5	390,0	405,8	410,1
Fruento (\$ cent.)	516,8	516,1	515,0	504,7	490,0	500,0
Soia (\$ cent.)	921,0	925,0	950,0	975,0	985,0	1.005,0
Cotone (\$)	74,4	77,6	76,8	77,2	79,0	80,0
Cacao	2.176,0	2.300	2.300	2.315	2.450	2.508
Zucchero	12,5	12,5	12,8	12,8	13,8	12,6
Caffè (arabica)	102,1	125,2	120,0	106,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.527,0	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
	30.01.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	381,3	380	375	370	370	380
Fruento (\$ cent.)	516,8	510	510	510	500	500
Soia (\$ cent.)	921,0	940	1.000	1.000	1.000	1.000
Cotone (\$)	74,4	75,0	76,0	78,0	83	85
Cacao	2.176,0	2.300	2.400	2.400	2.500	2.600
Zucchero	12,5	12,5	12,5	12,5	12,2	12
Caffè (arabica)	102,1	110	120	132	138	138
Caffè (robusta)	1.527,0	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 20.12.2018.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesasampaolo.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.intesasampaolo.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.intesasampaolo.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.intesasampaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi