

## Commodity: necessaria la fine della guerra commerciale

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Confermiamo le valutazioni per il comparto energetico, dove persiste una cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. Nei prossimi mesi, il greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 60 e i 75 dollari sulla scia del mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, soprattutto di origine statunitense. Di contro, il rallentamento della crescita globale resta ancora l'ostacolo principale per tutte le commodity. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale potrebbero innescare pressioni al ribasso. Confermiamo però il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 70 dollari al barile per il 4° trim. 2019; 2) per il WTI: 62 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 70 e 64 dollari al barile nel 2020 e a 70 e 66 dollari nel 2021.

**Metalli Preziosi: Outlook che torna Moderatamente Positivo da Neutrale in scia al recupero dei prezzi.** Il rialzo delle quotazioni ci spinge a modificare di nuovo il nostro outlook che torna Moderatamente Positivo da Neutrale. Nei prossimi mesi, prevediamo che l'incertezza rimarrà un fattore permanente sui mercati e questo, accrescendo l'avversione al rischio degli investitori, potrebbe aggiungere nuova benzina ai prezzi dei Preziosi. L'avversione al rischio è alimentata dalle tensioni dovute al mancato accordo commerciale fra Cina e USA che stanno supportando il rialzo del comparto. Inoltre, la domanda di oro da parte degli investitori è agevolata, in questa fase, dalla nuova svolta accomodante di quasi tutte le Banche centrali. Questo scenario rende meno oneroso mantenere in portafoglio un asset che non genera rendimento (come l'oro e i Preziosi), visto che in generale il sistema finanziario appare caratterizzato (e lo sarà ancora a lungo) da tassi di interesse molto bassi.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale, resta valido lo scenario di possibile recupero legato a fondamentali migliori.** Permane il nostro cauto ottimismo, resta valida l'idea che i fondamentali siano in miglioramento, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli nel 2019, con una discreta erosione delle scorte. In sintesi, i principali rischi che pesano sul settore derivano da fattori macroeconomici e politici che in questa fase prevalgono nettamente sui fondamentali positivi. L'escalation della guerra commerciale rischia di ostacolare il possibile rialzo delle quotazioni nel breve e nel medio periodo. In un orizzonte più lungo siamo più positivi sul comparto, giacché i prezzi dovrebbero aumentare sensibilmente per incentivare gli investimenti nel settore minerario, che è rimasto ampiamente penalizzato dall'incertezza degli ultimi trimestri.

**Agricoli: Outlook Neutrale confermato.** Non muta il nostro giudizio Neutrale sugli Agricoli: la volatilità resterà uno dei principali driver del comparto. Non è da escludersi, come già accaduto, che siano proprio i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ai fattori meteorologici negativi e alla risoluzione delle diatribe commerciali. Anche la diffusione dell'epidemia di febbre suina di origine africana, in corso in Cina, potrebbe impattare negativamente sulle stime dei consumi di mangimi zootecnici, minacciando dal lato della scarsa domanda il nostro outlook di rincaro dei prezzi cerealicoli. Anche le tensioni politiche e la minaccia di un rallentamento economico peggiore del previsto restano al centro dello scenario. In questo senso, le *soft commodity* potrebbero essere una valida alternativa di investimento volto a diversificare gli asset in portafoglio alla ricerca di possibili extra-rendimenti.

27 giugno 2019

14:56 CET

Data e ora di produzione

27 giugno 2019

15:02 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\*

	Giù.	Mag.
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	30,8	-24,78
Brent	23,6	-19,18
Gas Naturale	-22,1	-3,80
Gasolio	17,3	-14,45
Oro	10,3	-2,36
Argento	-1,0	-9,78
Rame	0,4	-17,21
Alluminio	-1,4	-18,48
Zinco	3,0	-25,32
Nickel	16,8	-15,29
Mais	18,2	6,16
Frumento	8,0	16,09
Soia	1,3	-7,59
Cacao	2,9	24,79
Zucchero	0,0	-21,53
Caffè	3,0	-21,77
Cotone	-12,1	-6,84

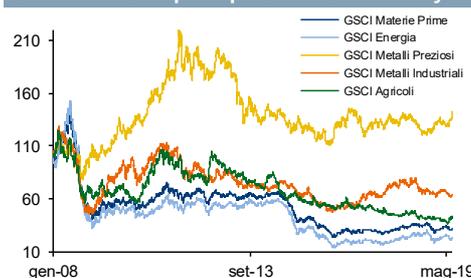
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 26.06.2019

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.06.19	01.01.19	2 anni	5 anni
GSCI	2.529,4	14,8	20,7	-50,8
GSCI Energia	477,1	24,4	40,0	-60,1
GSCI Met. Preziosi	1.657,3	9,0	9,7	-0,7
GSCI Met. Industriali	1.203,5	1,3	0,5	-12,4
GSCI Prod. Agricoli	363,5	4,1	-8,7	-43,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 26.06.2019

### Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.06.2019 (salvo diversa indicazione).

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

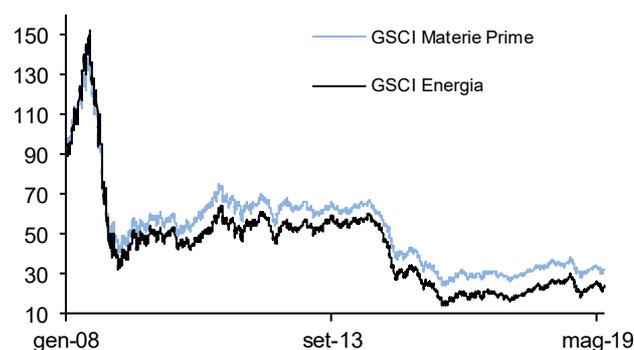
## Energia: focus su tensioni commerciali, G20 di Osaka e sull'OPEC di luglio

**Commodity tra guerre commerciali e G20.** Le lungaggini nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno eroso anche il cauto ottimismo che esprimevano gli operatori sulle commodity. La minaccia di introdurre nuovi dazi è divenuta realtà, accrescendo le tensioni e ampliando l'avversione al rischio sui mercati. Come se non bastasse, gli Stati Uniti hanno acuito le tensioni anche con gli altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. Per i prezzi delle materie si è quindi concretizzato uno scenario di ulteriore incertezza; la disputa tra Stati Uniti e Cina non è destinata a chiudersi nel breve termine e questo rimarrà una caratteristica strutturale del mercato. L'evento chiave sarà il G20 di Osaka, con gli occhi dei mercati puntati sul tanto atteso incontro tra il presidente statunitense Trump e quello cinese Xi Jinping. Il meeting potrebbe quindi concludersi con segnali incoraggianti da entrambe le parti sul fronte commerciale, ma è difficile che emergano sviluppi sostanziali nei rapporti tra i due paesi. I negoziati potrebbero infatti durare ancora a lungo, con l'incertezza sul piano commerciale che continua a rappresentare un freno per le decisioni di spesa e investimento delle imprese e quindi per la domanda di commodity.

**Energia: il petrolio recupera sulle tensioni USA-Iran e in vista del meeting OPEC di luglio.** A spingere le quotazioni di WTI e Brent, nelle scorse settimane, sono stati due eventi in particolare. Prima la notizia dei danneggiamenti di due petroliere nel Golfo dell'Oman nei pressi dello stretto di Hormuz, da cui passa circa un terzo del petrolio via mare. Successivamente, l'Iran ha abbattuto un drone militare USA alimentando i timori di un conflitto con gli Stati Uniti. Le tensioni in un'area così ricca di petrolio spingono gli operatori agli acquisti in vista di possibili blackout produttivi. Il tutto in vista del meeting OPEC di Vienna dell'1 e 2 di luglio. I timori di un eccessivo incremento della produzione USA si inseriscono in un contesto già delicato per la crescita economica che potrebbe incidere sulla domanda di petrolio. Il ritrovato accordo tra i grandi produttori Arabia Saudita e Russia sulla necessità di ridurre l'offerta di petrolio (notizia trapelata nelle scorse settimane) potrebbe portare a un significativo taglio alla produzione da realizzarsi da subito e per tutto il secondo semestre dell'anno. Se questo intento verrà confermato, potremo allora attenderci una ripresa dei prezzi del greggio più strutturale. Il ministro saudita Khalid Al Falih, in queste settimane, si è sempre mostrato molto ottimista su un esito positivo del vertice OPEC, dando per scontata l'intesa sui tagli alla produzione. Riduzioni concordate che potrebbero anche essere distribuite in modo e misure diversi rispetto al passato. Il consenso di mercato concorda sul fatto che il totale delle riduzioni produttive non dovrebbe comunque superare quelle predefinite recentemente. Politicamente, l'Arabia Saudita è consapevole che il Cartello si trova in una fase storica di spaccature e difficoltà (vedi caso Iran) e impone tagli pesanti potrebbe avere conseguenze insostenibili e destabilizzanti per la struttura organica della stessa OPEC. Difficilmente, a nostro avviso, anche un'escalation delle tensioni in seno al Cartello

potrebbe portare a un abbandono dell'Iran; assegniamo infatti una probabilità molto bassa a questo scenario.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.06.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.529,4	14,8	20,7	-50,8
GSCI Energia	477,1	24,4	40,0	-60,1
WTI (\$)	59,4	30,8	34,2	-43,8
Brent (\$)	66,5	23,6	42,5	-41,3
Gas Naturale (\$)	2,3	-22,1	-24,6	-48,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

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

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

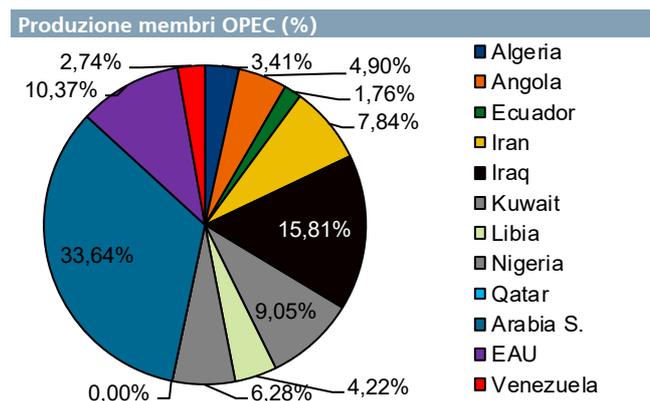
**EIA: confermate le previsioni di deficit per il 2019, ritorno al surplus nel 2020.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di giugno, l'EIA (U.S. Energy Administration) ha confermato le previsioni di mercato in deficit nell'anno in corso prima di un ritorno al surplus nel 2020. Per il 2019 l'EIA continua infatti a prevedere una domanda superiore all'offerta di 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g), come a maggio, dopo il surplus di 0,7 mb/g registrato in media nel 2018. Per quanto riguarda invece il 2020, fino a marzo si attendeva una condizione di eccesso di offerta di 0,4 mb/g; nel rapporto di maggio l'EIA prevedeva un mercato più vicino all'equilibrio, in modesto surplus di soli 0,1 mb/g. Nel report più recente, invece, l'EIA torna a stimare un'offerta superiore alla domanda di 0,3 mb/g. I consumi di

greggio sono previsti in crescita di 1,2 mb/g a/a nel 2019 a 101,1 mb/g (rivisti al ribasso da 101,4 mb/g precedente), mentre nel 2020 dovrebbero salire a 102,6 mb/g, anch'essi ritoccati verso il basso da 102,9 mb/g del rapporto precedente. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe espandersi di 2,2 mb/g a/a a 65,5 mb/g nell'anno in corso (stima rivista al ribasso da 68,2 mb/g precedente) per poi salire a 68,1 mb/g nel 2020, al ribasso di 0,1 mb/g rispetto a maggio. In particolare, gli Stati Uniti dovrebbero aumentare le estrazioni di 1,4 mb/g nell'anno in corso, ma in misura minore rispetto a quanto precedentemente stimato (12,5 mb/g a maggio) raggiungendo quota 12,3 mb/g, prima di toccare quota 13,3 mb/g l'anno successivo (stima rivista al ribasso da 13,4 mb/g). Se nel 2018 gli USA sono stati importatori netti di greggio per 2,34 mb/g, tale misura dovrebbe restringersi a 0,62 mb/g nell'anno in corso (rivista marginalmente al rialzo da 0,61 mb/g), mentre nel corso del 2020 gli Stati Uniti dovrebbero iniziare ad esportare più petrolio di quanto non ne importino: 0,55 mb/g in media sull'anno (da 0,57 mb/g dello scorso rapporto), ma nell'ultimo trimestre dell'anno si dovrebbe assistere a una crescita a 1,07 mb/g, misura peraltro rivista al rialzo da 1,04 mb/g dello STEO di maggio. I paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero invece ridurre le estrazioni di 1,8 mb/g a/a a 30,2 mb/g nel 2019 e a 29,7 mb/g nel 2020; entrambe le stime sono state limate dai precedenti 30,3 mb/g e 29,9 mb/g ma, in tal senso, la prossima riunione dell'OPEC dovrebbe risultare cruciale per determinare con maggiore precisione le previsioni per le estrazioni nei paesi appartenenti all'Organizzazione.

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 1,8 mb/g nel 2019 (rivista al rialzo da 1,7 mb/g precedente) e a 1,8 mb/g nel 2020 (invariato). Alla luce dei fondamentali di domanda e offerta descritti, l'EIA rivede dunque al ribasso le previsioni di prezzo per il 2019-20: il Brent dovrebbe dunque muoversi intorno a una media di 66,69 dollari al barile (\$/b) nell'anno in corso (le previsioni precedenti puntavano verso quota 69,64 \$/b) e a 67,00 \$/b l'anno successivo (invariato). Lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a 7,4 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b nel 2020.

**IEA: pubblicate le prime stime per il 2020, si conferma un'offerta in crescita a tassi superiori alla domanda.** Nell'Oil Market Report (OMR) di giugno l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto ulteriormente al ribasso le proprie stime di domanda per il 2019, in scia all'indebolimento dello scenario economico, confermando un quadro in cui l'offerta cresce a tassi superiori alla domanda. Le stime di domanda sono state riviste al ribasso per il secondo mese consecutivo, con i consumi che sono previsti in crescita, nel 2019, di 1,2 mb/g a/a da 1,3 mb/g a/a del rapporto precedente. Le prime stime per l'anno successivo mostrano che nel 2020 la domanda dovrebbe salire di 1,4 mb/g a/a. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC è prevista in crescita di 1,9 mb/g a/a nel 2019, in linea con le previsioni precedenti, dopo la crescita record di 2,8 mb/g a/a del 2018, mentre per il 2020 l'IEA

prevede un'accelerazione della crescita a 2,3 mb/g a/a, spinta da maggiori estrazioni negli Stati Uniti, Brasile e Norvegia. Secondo l'IEA, l'offerta dei paesi appartenenti all'Organizzazione nel mese di maggio è scesa ai livelli minimi dal 2014 a 29,9 mb/g, in particolare quella iraniana è crollata ai volumi degli anni '80 (2,4 mb/g), quando le estrazioni erano frenate dalla guerra Iran-Iraq.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.05.2019

**OPEC: previsioni per una domanda più debole nel 2019.** Nel recente rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report), l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto al ribasso le proprie stime di domanda per il 2019. Secondo l'Organizzazione, la domanda globale nel corso del 2019 dovrebbe salire di 1,1 mb/g a/a a 99,8 mb/g, al ribasso da 1,2 mb/g a/a previsti nel rapporto precedente. Secondo l'OPEC, la revisione è imputabile a una domanda minore del previsto nel 1° trimestre nei paesi sviluppati. Sul fronte dell'offerta, invece, quella dei paesi non-OPEC, dopo essere salita di 2,9 mb/g a/a nel corso del 2018, dovrebbe crescere di 2,1 mb/g a/a nell'anno in corso. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,5 mb/g nel 2019 (rivisto al ribasso da 30,6 mb/g), dopo i 31,6 mg/g del 2018. Si stima che l'OPEC, a maggio, dovrebbe aver prodotto 29,88 mb/g, in calo da 30,03 mb/g di aprile e marzo, con il calo delle estrazioni in Iran, Nigeria, Arabia Saudita e Venezuela che più che compensa la crescita in Iraq, Angola e Gabon. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE siano salite ad aprile di 54,4 mb/g a/a a 2874 mb, 7,6 mb al di sopra della media a cinque anni. Rispetto alla loro media a cinque anni le scorte di greggio registrano un modesto deficit di 0,2 mb, mentre quelle di prodotti raffinati sono in surplus per 7,9 mb. In termini di copertura, le scorte commerciali di aprile si sono attestate a 60,1 giorni, in crescita di 1,1 giorni rispetto allo stesso periodo dello scorso anno ma 1,4 giorni al di sotto della media quinquennale.

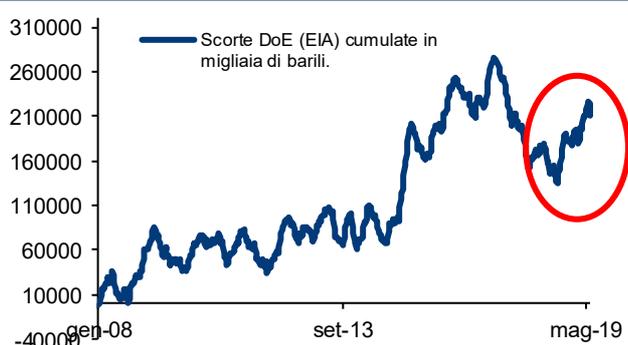
**Performance di medio termine**

	26.06.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	477,1	0,0	14,9	-9,2	24,4
WTI (\$)	59,4	-0,1	33,1	-18,4	30,8
Gas Naturale (\$)	2,3	-15,6	-37,1	-23,5	-22,1
Gasolio (\$)	599,3	-1,5	18,8	-10,0	17,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Gas naturale: prezzi ai minimi da 3 anni, tensioni fra USA, Germania e Russia a causa di Nord Stream 2.** Il gas naturale torna sui minimi degli ultimi tre anni, spinto al ribasso sia dalla stagione calda, che però stimola le forniture di energia elettrica per condizionamento degli ambienti, sia dal "clima" teso sui mercati finanziari, col presidente Trump che non esclude l'opzione di nuovi dazi verso Russia e Germania, unite dal gasdotto Nord Stream 2. Al pari di altri presidenti che lo hanno preceduto, Trump si oppone al gasdotto Nord Stream 2, che corre sotto il Mar Baltico (lungo una linea diretta che collegherebbe la Russia orientale alla Germania settentrionale). Benché la Germania abbia ribadito che il legame con la Russia si limita al piano economico, gli Stati Uniti non apprezzano che Gazprom stia portando avanti il progetto del gasdotto grazie anche ai finanziamenti di società europee come Royal Dutch Shell e Wintershall. L'obiettivo dell'amministrazione Trump è sostituire le forniture provenienti dai gasdotti russi col gas liquefatto di esportazione USA, trasportato in navi cisterna. La Polonia, tra i paesi più critici di Nord Stream 2, ha già sottoscritto accordi commerciali in tal senso con gli Stati Uniti, con l'obiettivo di ridurre la propria dipendenza da Mosca. Un quadro di tensione che di certo non facilita il recupero delle quotazioni.

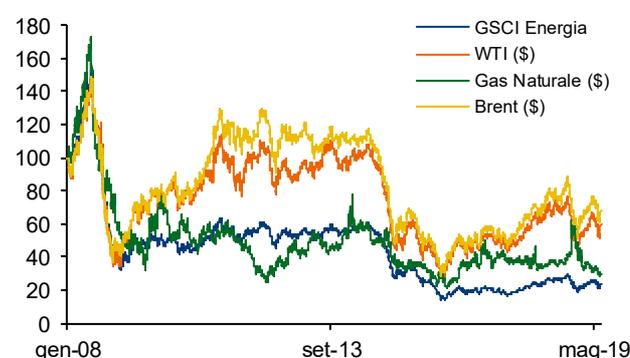
#### WTI: scorte DoE



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

**La dinamica delle scorte USA.** Forte calo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. segnala infatti -7,55 milioni di barili, nella terza settimana di giugno, rispetto al calo di soli 821.000 barili della precedente rilevazione. L'EIA (Energy Information Administration) ha comunicato che, nella settimana terminata lo scorso 21 giugno, le scorte di petrolio negli USA sono diminuite di 12,78 milioni di barili; l'attesa era per un più modesto -2,83 milioni.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Confermiamo le valutazioni per il comparto energetico, dove persiste una cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. Nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 60 e i 75 dollari sulla scia del mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, soprattutto di origine statunitense. Di contro, il rallentamento della crescita globale resta ancora l'ostacolo principale per tutte le commodity. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale potrebbero innescare pressioni al ribasso. Circa le quotazioni del gas naturale, ipotizziamo un aumento dei prezzi negli Stati Uniti e in Europa, dovuto all'accelerazione stagionale della domanda per produzione elettrica. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di consolidamento su alti livelli delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi. Seppur ribadendo un certo grado di attenzione e prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 70 (da 72,4) dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 62 (da 64,1) dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 70 e 64 (da 75 e 68) dollari al barile nel 2020 e a 70 e 66 (confermati) dollari al barile nel 2021. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

#### Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 26.06.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	59,4	60,1	62,0	61,0	62,9
Brent (\$.)	66,5	68,5	69,0	68,0	67,0
Gas Nat. (\$)	2,3	2,8	2,9	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 2° trim. 26.06.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	59,4	59,0	58,0	64,0	66,0
Brent (\$.)	66,5	68,0	67,0	70,0	70,0
Gas Nat. (\$)	2,3	2,50	2,30	3,00	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

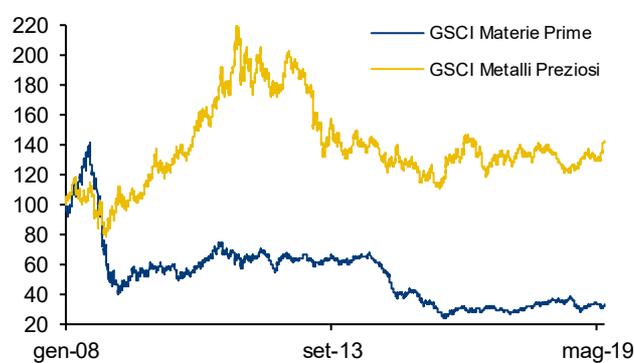
## Metalli Preziosi: le tensioni sui mercati favoriscono un ritorno di interesse

Il comparto recupera da inizio anno riportandosi al 9%. I Preziosi si confermano in recupero con una performance da inizio anno pari al 9%, grazie al recupero segnato proprio nelle ultime settimane in virtù dell'aumentata avversione al rischio sui mercati in questo 2° trimestre del 2019. L'indice aggregato, che era arrivato fino in area 1.500, ha visto poi un deciso recupero col ritorno sopra 1.650, oltre anche i massimi registrati a febbraio. Tale movimento deriva dal diverso posizionamento degli operatori finanziari, che hanno finalmente fatto prevalere la necessità di asset più difensivi, tornando a privilegiare i Preziosi (e in particolare l'oro) nella loro ricerca di sicurezza, affiancandoli alle sole valute rifugio, come yen e franco svizzero. Le politiche monetarie si sono fatte più accomodanti, proprio per fronteggiare il clima di preoccupazione legato al rallentamento economico in atto. La Fed dovrebbe tagliare i tassi d'interesse nel corso del 2° semestre di quest'anno (probabilmente nel 3° trimestre) e nel 2020. Una situazione che sta avendo impatti svalutativi sul dollaro, altro elemento (la debolezza del dollaro) che sta accrescendo l'appeal dei Preziosi (e dell'oro), visto che i derivati finanziari sui metalli preziosi sono espressi nella valuta americana. La BCE è fortemente impegnata a mantenere i tassi negativi almeno fino a metà 2020 e a garantire la quantità di liquidità necessaria all'Eurozona per contrastare il rallentamento del ciclo. Tale quadro ha favorito il rialzo dei Preziosi, e dell'oro in particolare. Gli operatori si sono quindi trovati nella condizione più favorevole per detenere oro: nei periodi in cui i tassi di interesse sono bassi si riduce il costo opportunità di detenere oro. In altre parole, il fatto che l'oro non maturi interessi è meno importante nei momenti in cui i tassi sono già molto bassi. Inoltre, le Banche centrali continuano ad acquistare il metallo giallo, mentre sempre più paesi diversificano le proprie attività evitando asset denominati in dollaro americano. A giugno abbiamo assistito a un'escalation dei rischi politici e geopolitici e tuttora le tensioni sull'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti rimangono. Il mercato, pur avendo sensibilmente ridotto il proprio ottimismo circa una possibile soluzione condivisa e positiva delle diatribe commerciali, attende il G20 come possibile palcoscenico per un accordo politico tra i due leader mondiali. Nonostante questo, gli operatori, hanno preferito tutelarsi acquistando asset rifugio e per la prima volta non solo le valute, ma anche appunto oro e Preziosi. In conclusione, a sostenere il comparto resta anche la questione Brexit, che potrebbe alimentare più di una tensione. Le dimissioni della premier May e l'ascesa politica di Boris Johnson, sia nel partito che come probabile Premier, andranno nella direzione di una *hard* Brexit e non di un accordo condiviso e concordato con l'Unione Europea (*soft* Brexit).

Performance di lungo termine				
	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	26.06.19	da inizio 2019		
GSCI	2.529,4	14,8	20,7	-50,8
GSCI Preziosi	1.657,3	9,0	9,7	-0,7
Oro (\$)	1.413,0	10,3	13,3	7,2
Argento (\$)	15,3	-1,0	-7,6	-27,3
Platino (\$)	819,3	3,0	-10,8	-44,6
Palladio (\$)	1.534,2	21,7	77,6	82,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



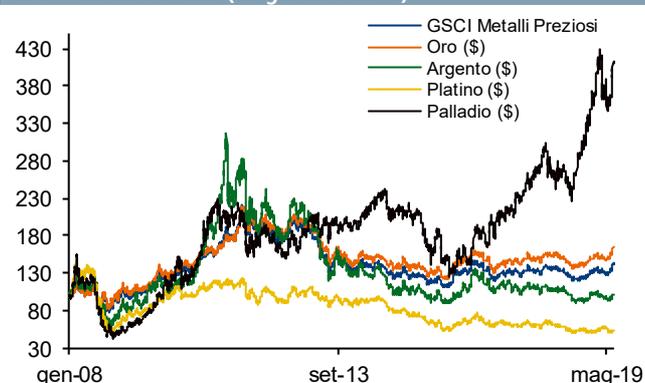
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Tassi bassi e Banche centrali espansive guidano il rialzo dell'oro.** Tensioni geopolitiche, incertezze sulla ripresa, timori di escalation in Medio Oriente sono l'insieme dei fattori rialzisti che stanno sostenendo il comparto dei Preziosi. Il posizionamento accomodante della Fed ha favorito, finalmente, il deprezzamento del dollaro innescando il recupero dell'oro e parzialmente anche dell'argento. Nel complesso, ci aspettiamo che nel prossimo futuro l'oro possa continuare a scambiare sopra area 1.350; a contribuire al rialzo dell'oro è il posizionamento espansivo in termini di politica monetaria mostrato dalla Federal Reserve e dalla BCE. In particolare, il nuovo atteggiamento della Fed, dato che incide sul deprezzamento del dollaro (la valuta con cui si scambiano le principali materie prime), ha favorito una situazione di convenienza e profittabilità nell'acquisto di tutte le commodity, oro incluso. Inoltre, sul comparto potrebbero pesare anche i forti acquisti che da mesi stanno portando avanti alcune Banche centrali, secondo i resoconti del World Gold Council, l'associazione industriale delle principali aziende minerarie aurifere. Prevediamo un prezzo medio dell'oro di 1.350 dollari nel 3° trimestre, di 1.325 dollari per il 4° trimestre e di 1.300 dollari per l'intero 2020, senza escludere possibili revisioni rialziste qualora le tensioni dovessero acuitizzarsi ulteriormente. La performance negativa dell'argento permane e anzi appare ancora più accentuata proprio in questa fase in cui il comparto dei Preziosi e l'oro sono invece al centro delle attenzioni degli operatori. La sottoperformance dell'argento rispetto all'oro è in atto ormai dal 2011; va detto che se in questa fase di turbolenza gli investitori non hanno mostrato interesse per

l'argento, non è detto che questa situazione rimanga tale ancora a lungo. Se le tensioni sui mercati non verranno meno nel corso dell'estate e le quotazioni dell'oro resteranno su alti livelli, non escludiamo un ritorno di interesse anche per l'argento. In maniera ancor più cauta ipotizziamo un prezzo medio di 15,2 dollari per il 4° trimestre 2019 (da 15), di 16 dollari per il 2020 e 16,3 dollari per il 2021.

**Quadro immutato su Platino e Palladio, che restano legati ai fondamentali e non alle tensioni di mercato.** Appaiono immutati i fattori che guidano i due metalli, che non sono considerati beni rifugio e che quindi non hanno beneficiato del picco di avversione al rischio registrato sui mercati finanziari. Resta pertanto la divergenza fra i due andamenti dei metalli, legata soprattutto alla composizione e alla qualità dei loro singoli fondamentali. La nostra preferenza per il palladio rispetto al platino deriva pertanto dall'andamento del mercato fisico: il platino dovrebbe registrare un marginale surplus di mercato nel 2019, mentre le previsioni sul palladio indicano un deficit per l'ottavo anno consecutivo. In aggiunta, il deficit del palladio è in crescita a causa della scarsa produzione mineraria in Sud Africa e Russia. Il tema della dinamica del settore Auto resta centrale: il **platino** è utilizzato principalmente nei convertitori catalitici dei veicoli mossi da propulsori diesel. La diminuzione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina resta il fulcro intorno al quale ruotano le scelte di investimento per i due metalli. La progressiva scomparsa, sia commercialmente che dal punto di vista ecologico, dei motori a gasolio porterà fatalmente a una diminuzione della domanda globale di platino rispetto a quella di palladio (utilizzato invece nelle motorizzazioni a benzina). Per il platino indichiamo un prezzo medio di 800 dollari per il 4° trimestre 2019 e una quotazione media di 800 dollari per l'intero 2020 e 2021. Situazione inversa per il **palladio** che, essendo utilizzato nelle marmitte catalitiche delle auto a benzina, continuerà a trarre beneficio dalla rivoluzione delle quote di mercato in atto nel settore Auto. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.480 dollari per il 4° trimestre 2019, di 1.550 dollari per il 2020 e 1.600 dollari per il 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.06.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.657,3	6,9	9,2	10,2	9,0
Oro (\$)	1.413,0	7,9	10,6	12,6	10,3
Argento (\$)	15,3	0,3	0,5	-5,2	-1,0
Platino (\$)	819,3	-4,2	3,3	-4,6	3,0
Palladio (\$)	1.534,2	5,8	21,4	61,3	21,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale in scia al recupero dei prezzi.** Il rialzo delle quotazioni dei Preziosi ci spinge a modificare di nuovo il nostro outlook che torna Moderatamente Positivo da Neutrale. Nei prossimi mesi, prevediamo che l'incertezza rimarrà un fattore permanente sui mercati e questo, accrescendo l'avversione al rischio degli investitori, potrebbe aggiungere nuova benzina ai prezzi dei Preziosi. L'avversione al rischio è alimentata dalle tensioni generate dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA che stanno supportando il rialzo del comparto. Inoltre, la domanda di oro da parte degli investitori è agevolata, in questa fase, dalla nuova svolta accomodante di quasi tutte le Banche centrali. Questo scenario, come detto, rende meno oneroso mantenere in portafoglio un asset che non genera rendimento, visto che in generale il sistema finanziario appare caratterizzato (e lo sarà ancora a lungo) da tassi di interesse molto bassi. Ultimo aspetto è il ritrovato interesse delle Banche centrali per il metallo aureo; continua infatti il piano di acquisto di oro da parte di molte banche centrali emergenti, che favorisce il rialzo dei Preziosi. L'unico tassello che manca, nel quadro di supporto ai Preziosi, è quello dell'inflazione. In questa fase, non possiamo che ribadire come sia difficile ipotizzare un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire a un ulteriore recupero dei Preziosi. In conclusione, ancora una volta i fattori da monitorare sono: a) l'esito delle trattative commerciali fra USA e Cina e gli impatti sulla crescita globale; b) la posizione accomodante della Fed e la reazione del dollaro; c) l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche, che potrebbero ampliare ulteriormente l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi; d) l'andamento *flat* dell'inflazione mondiale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.413,0	1.310,0	1.338,0	1.350,0	1.375,0	1.324,1
Argento (\$)	15,3	15,4	16,0	16,1	16,3	16,0
Platino (\$)	819,3	850,0	873,0	892,5	910,0	920,0
Palladio (\$)	1.534,2	1.350,0	1.262,5	1.200,0	1.161,3	1.312,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

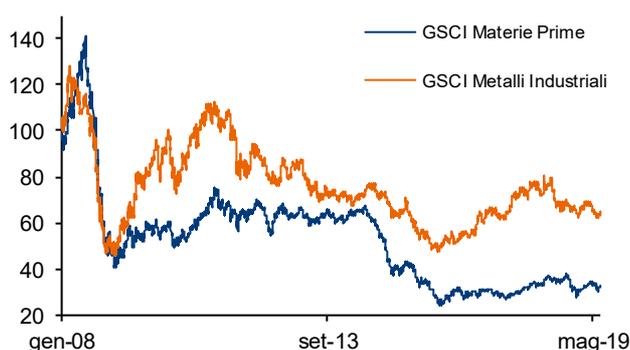
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.413,0	1.305	1.350	1.325	1.300	1.325
Argento (\$)	15,3	14,9	15,0	15,2	16,0	16,3
Platino (\$)	819,3	840	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.534,2	1.385	1.450	1.480	1.550	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: penalizzati da debole ciclo mondiale e tensioni USA-Cina

Permangono i soliti temi sugli Industriali, depressi dal rallentamento economico e dai timori sulla trattativa USA-Cina. I prezzi degli Industriali, che erano tornati ai minimi di inizio gennaio sotto 1.200, recuperano leggermente e consolidano proprio al livello di 1.200. Si allungano i tempi di attesa circa l'esito dei colloqui sui dazi, con il cauto ottimismo che inizia a vacillare pur restando sullo sfondo. I negoziati tra Stati Uniti e Cina si sono fermati dopo che Washington ha aumentato da 10 al 25% i dazi su 200 miliardi di dollari di merci importate da Pechino, che ha risposto annunciando tariffe di ritorsione su 60 miliardi di dollari di prodotti statunitensi. Gli operatori sperano che alcuni progressi tra USA e Cina possano essere fatti al G20 di Osaka. Il faccia a faccia fra i due leader politici (Trump e Xi Jinping) si spera possa portare all'attesa chiarita "politica", è difficile però pensare a un accordo formale con contenuti concreti. In aggiunta, una crescita cinese inferiore alle attese produce un impatto estremamente negativo sui prezzi dei metalli industriali. Tutto il comparto ha infatti risentito enormemente dell'incertezza dal lato degli scambi. Confermiamo l'idea che i Metalli Industriali possano beneficiare di fondamentali in miglioramento rispetto ad altri comparti, qualora si tornasse a concentrarsi sui fondamentali di comparto. La maggior parte dei metalli dovrebbe registrare un deficit nel 2019 e anche le scorte mondiali sono in ribasso a causa dell'incertezza degli ultimi anni, che hanno visto una contrazione degli investimenti che ha limitato la crescita del comparto.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



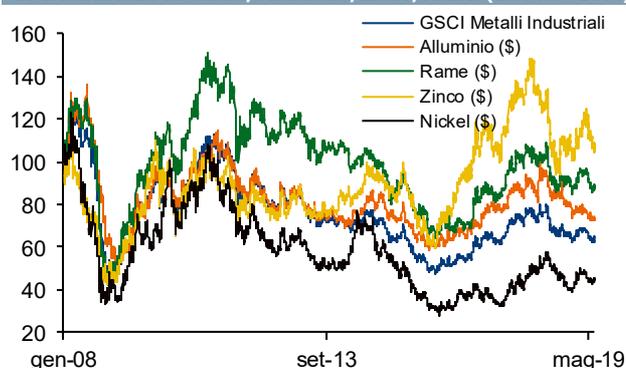
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.06.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.529,4	14,8	20,7	-50,8
GSCI Industriali	1.203,5	1,3	0,5	-12,4
Rame (\$)	5.988,0	0,4	2,2	-13,8
Alluminio (\$)	1.820,0	-1,4	-3,3	-3,4
Zinco (\$)	2.595,0	3,0	-4,5	18,8
Nickel (\$)	12.490,0	16,8	34,9	-34,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame, la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina è più forte dei fondamentali "tesi".** Il rame è particolarmente vulnerabile ai flussi speculativi e sensibile alle tensioni sui mercati finanziari. I rischi politici legati alla guerra commerciale hanno avuto un impatto negativo sulle quotazioni di questo metallo, nonostante i fondamentali specifici siano più "tesi". Le ultime previsioni semestrali pubblicate ad aprile dall'International Copper Study Group (ICSG) indicavano un mercato del rame ancora in deficit nel 2019, anche se in quantità inferiore rispetto al 2018: il deficit è stimato a circa 189.000 tonnellate quest'anno a fronte di un deficit di circa 399.000 tonnellate dell'anno precedente. Di contro, il deficit dovrebbe tornare a salire nel 2020, a 250.000 tonnellate. Anche l'ultimo report con timing mensile, pubblicato dall'ICGS a maggio, conferma un mercato del rame raffinato teso, fatte salve le distorsioni di inizio anno legate alla stagionalità classica del Capodanno Lunare cinese. Pensiamo che i numerosi anni di deficit che si sono accumulati stiano determinando un aumento dei costi di produzione; se a questo sommiamo l'insufficiente livello di investimenti in capacità aggiuntiva registrato nell'ultimo decennio, il quadro che potrebbe risulterne è quello di un mercato del rame ancora in deficit. Una volta superati i rischi politici, i prezzi dovrebbero aumentare per incentivare nuova offerta e questo ci spinge ad esprimere un cauto ottimismo sul rialzo delle quotazioni. Prevediamo per il rame un prezzo di 6.000 dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di 6.000 dollari per l'intero 2020.

**Alluminio: tensioni commerciali e sentiment di mercato.** L'alluminio ha seguito l'andamento del comparto dei metalli industriali. L'analisi dell'andamento delle quotazioni è quindi piuttosto semplice: il trend rialzista del 1° trimestre di quest'anno si è basato sull'iniziale allentamento dei timori legati alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, mentre la flessione del 2° trimestre ha coinciso con l'introduzione di ulteriori dazi sulle importazioni cinesi da parte degli Stati Uniti, a cui si è sommata la diatriba fra USA e Messico, sullo sfondo delle crescenti preoccupazioni per la crescita globale. Anche per l'alluminio, come per il rame, il superamento delle tensioni

commerciali e il conseguente ritorno di un sentiment di mercato positivo dovrebbero sostenere le quotazioni, che potrebbero tornare in un intervallo compreso tra 1.900 e 2.000 dollari circa (secondo le stime di consenso). Prevediamo per l'alluminio un prezzo di 1.800 dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di 1.800 dollari in media per l'intero 2020.

**Zinco: possibile recupero solo se rientrano le tensioni sui mercati finanziari, nonostante fondamentali "tesi".** Le oscillazioni di prezzo dello zinco sono andate di pari passo con il sentiment di mercato legato alle tensioni commerciali e agli impatti sul comparto in generale dei metalli industriali. Come per gli altri metalli, prevalgono i timori, visto il perdurare della disputa commerciale fra USA e Cina, nonostante i fondamentali siano migliori. Secondo le stime dell'International Lead Zinc Study Group (ILZSG), nel 2019 la produzione mondiale di zinco primario salirà del 6,2% a/a a 13,5 milioni di tonnellate grazie all'aumento del 29% stimato in arrivo dall'Australia. Nel 2019 la produzione mondiale di zinco raffinato potrebbe crescere del 3,6%, arrivando a 13,7 milioni di tonnellate, in questo caso grazie alla crescita del 5,3% a/a della produzione in Cina. Nel 2019 il consumo di zinco a livello mondiale dovrebbe salire solo dello 0,6%, attestandosi a 13,8 milioni di tonnellate. Anche per lo zinco, l'eventuale allentamento delle tensioni commerciali potrebbe favorire il recupero delle quotazioni. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.500 dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di 2.500 dollari per l'intero 2020.

**Nickel: cauto ottimismo circa il rialzo futuro dei prezzi.** Resta l'idea che i fondamentali del nickel siano decisamente solidi per il 2019. L'International Nickel Study Group (INSG) stima che il mercato mondiale del nickel registrerà un deficit di circa 80.000 tonnellate nel 2019, il quarto anno consecutivo di contrazione dell'offerta; la produzione mondiale di nickel primario crescerà da 2,18 milioni di tonnellate nel 2018 a 2,38 milioni di tonnellate nel 2019. Il sistema produttivo del nickel resta ancorato alle scelte politiche e ai possibili nuovi interventi da parte dei governi di Filippine e Indonesia. Il consumo di nickel crescerà da 2,33 milioni di tonnellate nel 2018 a 2,46 milioni di tonnellate nel 2019, a livello globale. Se assumiamo che la regolamentazione mineraria non cambi nel Sud-Est Asiatico, possiamo esprimere un cauto ottimismo circa un possibile rialzo delle quotazioni del nickel rispetto agli altri metalli industriali, vista la solidità specifica dei suoi fondamentali. Il nickel sta traendo beneficio dal forte interesse degli investitori finanziari legato al processo di elettrificazione dei trasporti. Prevediamo per il nickel un prezzo di 12.500 dollari nel 4° trimestre 2019 e di circa 13.000 dollari per l'intero 2020.

Performance di medio termine					
	26.06.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.203,5	-5,6	0,8	-13,0	1,3
Rame (\$)	5.988,0	-5,5	0,0	-10,5	0,4
Alluminio (\$)	1.820,0	-4,8	-1,7	-16,4	-1,4
Zinco (\$)	2.595,0	-11,1	2,6	-10,1	3,0
Nickel (\$)	12.490,0	-4,4	16,0	-16,1	16,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale, resta valido lo scenario di possibile recupero legato a fondamentali migliori.** Permane il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, nonostante il rallentamento delle trattative commerciali fra USA e Cina. Resta valida l'idea che il comparto potrebbe beneficiare in maniera diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi. Così come resta valida la convinzione che i fondamentali siano in miglioramento, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli nel 2019, con una discreta erosione delle scorte globali. In sintesi, i principali rischi che pesano sul settore derivano da fattori macroeconomici e politici, che in questa fase prevalgono nettamente sui fondamentali positivi. A nostro avviso, ai livelli attuali la maggior parte dei metalli è caratterizzata da costi marginali di produzione e da scorte estremamente basse a causa dell'assenza di importanti investimenti volti ad espandere la capacità produttiva. L'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina rischia di ostacolare il possibile rialzo delle quotazioni dei metalli industriali nel breve e nel medio periodo. In un orizzonte più lungo siamo più positivi sul comparto, giacché i prezzi dovrebbero aumentare sensibilmente nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario, che è rimasto ampiamente penalizzato dall'incertezza degli ultimi trimestri. Per concludere, viste le sfumature del nostro scenario, preferiamo ribadire il nostro Outlook Neutrale.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	5.988,0	6.250	6.300	6.282	6.450	6.800
Alluminio (\$)	1.820,0	1.880	1.850	1.888	1.913	2.045
Zinco (\$)	2.595,0	2.689	2.603	2.553	2.588	2.600
Nickel (\$)	12.490,0	12.449	12.500	12.750	13.113	13.200

Fonte: consenso Bloomberg

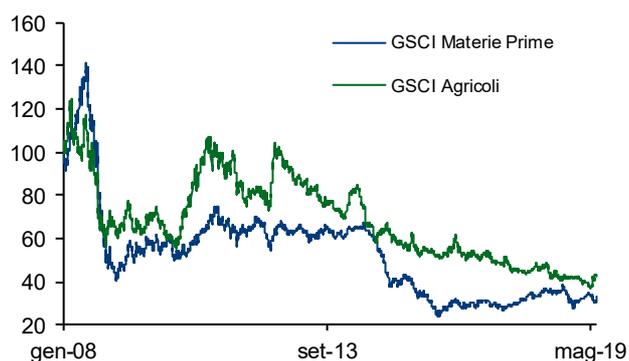
Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	5.988,0	6.100	6.000	6.000	6.000	6.300
Alluminio (\$)	1.820,0	1.810	1.800	1.800	1.800	1.920
Zinco (\$)	2.595,0	2.630	2.500	2.500	2.500	2.600
Nickel (\$)	12.490,0	12.225	12.500	12.500	13.000	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: inversione che consente il ritorno in positivo da inizio anno

Agricoli in ripresa, complice un certo interesse da parte degli investitori. Cambia il segno della performance delle materie prime agricole, che tornano in positivo da inizio anno grazie alla decisa inversione di tendenza iniziata a metà del mese scorso. I prezzi di mais e frumento hanno registrato un buon rialzo nel 2° trimestre del 2019, a fronte di condizioni meteorologiche sfavorevoli nella maggior parte delle aree deputate alla coltivazione. Resta la specificità della soia, che invece ha evidenziato modeste variazioni a causa dei timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. La Cina era la destinazione di oltre il 60% dell'export americano di soia, ma il gigante asiatico ha dimezzato gli acquisti dagli USA nel 2018, aumentando invece del 30% le forniture dal Brasile. Tra le *soft commodity*, invece, il cacao ha riportato una performance positiva da inizio anno, mentre il caffè (qualità Robusta) resta negativo per suoi fattori specifici (vedi Focus). In particolare, in aprile i prezzi dell'Arabica hanno toccato i minimi degli ultimi 13 anni a fronte di un abbondante raccolto in Brasile. Due a nostro avviso sono i fattori che hanno favorito il recupero dell'ultimo mese: da un lato, le merci agricole hanno dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione all'interno dei portafogli; dall'altro, il fatto che le quotazioni degli agricoli avevano raggiunto livelli molto bassi (consolidando ai minimi degli anni '70) ed era quindi fisiologico aspettarsi un certo recupero dei prezzi. In aggiunta, i raccolti di cereali sono afflitti da siccità in Sud America durante l'estate australe e da abbondanti precipitazioni in Nord America durante la primavera boreale. Nello specifico, la *corn belt* statunitense è stata bersagliata da forti alluvioni che hanno ritardato la semina, con disagi e ritardi nei raccolti.

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



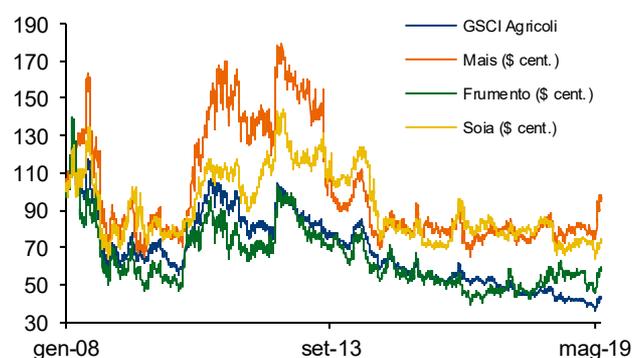
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 26.06.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.529,4	14,8	20,7	-50,8
GSCI Agricoli	363,5	4,1	-8,7	-43,1
Mais (\$ cent.)	443,3	18,2	23,4	0,1
Frumento (\$ cent.)	543,8	8,0	20,0	-7,1
Soia (\$ cent.)	894,3	1,3	-1,9	-37,6
Cotone (\$ cent.)	63,5	-12,1	-13,8	-21,0
Cacao	2.486,0	2,9	37,4	-18,6
Zucchero	12,0	0,0	-4,6	-31,5
Caffè (arabica)	104,9	3,0	-14,0	-41,3
Caffè (robusta)	1.402,0	-6,9	-32,5	-30,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il fronte agricolo nella guerra commerciale planetaria.

Segnaliamo un'importante vittoria cinese nel mondo agricolo: il viceministro cinese dell'Agricoltura e biologo Qu Dongyu è stato eletto Direttore Generale della FAO, l'agenzia ONU per l'alimentazione e l'agricoltura. Pechino s'impone sia sulla UE sia sull'avversario americano già ingaggiato nella guerra commerciale guadagnando un asset strategico sul tema della fame e dell'agricoltura rispetto all'Africa, dove la Cina è già presente con le infrastrutture legate alla "Belt and Road Initiative", la cosiddetta Via della Seta contemporanea. Ma non solo Cina, è guerra aperta anche tra Stati Uniti e India sul fronte del commercio. Dal 16 giugno, infatti, l'India ha deciso di imporre dazi aggiuntivi, fino al 70%, su 28 prodotti importati dagli USA, tra cui mele, pere e mandorle. Le Autorità indiane hanno risposto alla decisione di Washington di escludere il loro paese dalla lista dei beneficiari di un regime preferenziale sul commercio. Il 5 giugno scorso, infatti, il presidente Trump ha rimosso l'India da un particolare programma di sostegno ai paesi in via di sviluppo, il *Generalized System of Preferences*, che le permetteva di esportare liberamente negli Stati Uniti merci per 5,6 miliardi di dollari, senza che venissero applicati dazi doganali. Lo sconto USA-India non si limita al commercio, ma riguarda anche il trattamento dei dati. Washington vorrebbe costringere Nuova Delhi a rivedere le regole sulle compagnie tecnologiche straniere: l'India infatti obbliga queste ultime ad archiviare sul

suo territorio i dati degli utenti, in modo da garantirsi un maggiore controllo, cosa che non viene vista di buon occhio dall'Amministrazione americana. Sul fronte dell'Unione Europea, sono 8 i settori delle esportazioni e investimenti comunitari interessati dalle azioni a tutela promosse dalla Commissione UE: agricoltura e pesca, automobili, prodotti tessili e articoli di pelletteria, vini e bevande alcoliche, cosmetici, prodotti minerali, componenti aeronautici. Gli ostacoli agli scambi e agli investimenti, che sono stati finora eliminati, comprendono tra l'altro: le restrizioni cinesi alle importazioni di prodotti bovini e ovini; i certificati veterinari obbligatori che limitavano le esportazioni di articoli di pelletteria in India; le restrizioni all'uso di additivi nel vino e nelle bevande alcoliche in Giappone; l'etichettatura obbligatoria dei prodotti tessili in Egitto. Sul fronte USA-Giappone, il rappresentante del commercio degli Stati Uniti, Robert Lighthizer, ha dichiarato che USA e Giappone dovrebbero concentrare i negoziati proprio sull'appianare le divergenze circa le tariffe sui prodotti agricoli. Un negoziato a tutto campo che secondo Lighthizer dovrebbe però prevedere la disponibilità di Tokyo ad abbassare i dazi sui prodotti agricoli USA. Le trattative per un nuovo accordo commerciale sono iniziate ad aprile, dopo che Trump ha minacciato il Giappone con l'imposizione di dazi sul settore automobilistico. Trump vuole un riequilibrio della bilancia commerciale e per questo maggiore penetrazione del "made in USA" nel mercato nipponico. In aprile il surplus commerciale giapponese con gli Stati Uniti si è attestato intorno ai 69 miliardi di dollari. Vedremo cosa accadrà al G20 di Osaka, dove il premier nipponico Abe farà gli onori di casa e cercherà di strappare un accordo proficuo all'alleanza americano. Infine, l'accordo tra Stati Uniti e Messico sull'immigrazione ha consentito al presidente Trump di annunciare la sospensione a tempo indeterminato dei dazi sui prodotti in arrivo dal Messico, mentre proprio la nazione centro-americana si impegnerebbe ad acquistare maggiori quantità di prodotti agricoli USA.

**Il WASDE di giugno: si confermano previsioni di raccolto record di frumento, attese in calo le scorte di mais.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di giugno, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta per il 2019-20, confermando in gran parte lo scenario emerso dal WASDE precedente. Nella stagione 2019-20 le stime del WASDE vedono le scorte globali di **frumento** aumentare del 6,4% su base annua, rivedendo la previsione del mese scorso al rialzo di 1 milione di tonnellate (mt) a 294 mt. Ritoccate verso l'alto anche le stime sui dati di consumo e di produzione, con i primi previsti in crescita di +3,7% a/a a 763 mt da 759,5 mt del rapporto precedente. Si confermano invece previsioni di produzione a livelli record, a 781 mt, in crescita di 6,7% rispetto alla scorsa stagione e rivista al rialzo da 778 mt del rapporto precedente. Per quanto riguarda invece il **mais** si prevede un calo di 10,7% a/a delle scorte a 291 mt nel 2019-20 (in calo da 325 mt precedente) e una contrazione della produzione a 1.099 mt. Invariate invece

le previsioni per i consumi, visti stabili a 1134 mt, portando il rapporto scorte/consumi a 25,6%, in diminuzione sia rispetto alla stima del mese precedente per il 2019-20 (27,5%) che della scorsa stagione (28,7%). Quadro sostanzialmente invariato per i fondamentali di **soia**: le scorte dovrebbero confermarsi stabili a 113 mt nel 2019-20, in linea con le previsioni di maggio, così come i consumi che, come nel WASDE precedente, sono attesi in crescita di 2,3% a/a a 355 mt. Invariate anche le stime per la produzione, che dovrebbe attestarsi in calo di 1,8% a/a a 355 mt. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi a 31,7% (rivisto al ribasso di un decimo rispetto a maggio) e in calo da 32,5% del 2018-19. In linea con il report precedente anche le previsioni per i prodotti derivati dalla soia: le scorte globali di farine dovrebbero quindi confermarsi in calo di 3,6% a/a a 12 mt, mentre quelle di olio dovrebbero scendere di 2,8% a/a a 3,5 mt

#### Performance di medio termine

	26.06.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	363,5	6,8	6,8	6,8	4,1
Mais (\$ cent.)	443,3	18,6	18,4	25,7	18,2
Frumento (\$ cent.)	543,8	15,8	6,5	13,4	8,0
Soia (\$ cent.)	894,3	0,8	2,9	3,1	1,3
Cotone (\$)	63,5	-18,5	-13,6	-25,3	-12,1
Cacao	2.486,0	11,1	2,3	2,3	2,9
Zucchero	12,0	-4,4	-2,9	-0,7	0,0
Caffè (arabica)	104,9	10,0	1,0	-8,6	3,0
Caffè (robusta)	1.402,0	-7,2	-5,6	-17,3	-6,9

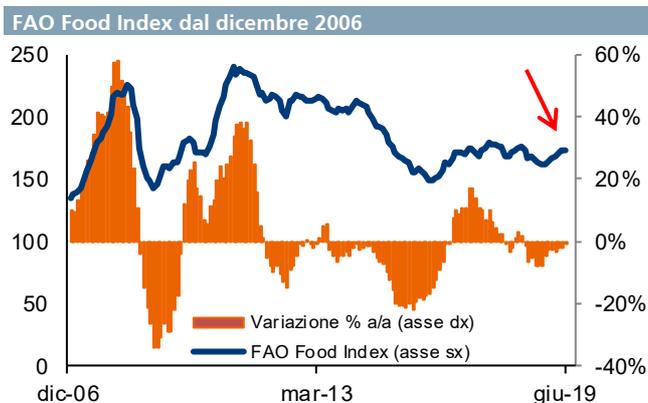
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: quinto mese di crescita consecutiva per i prezzi dei beni alimentari.** Anche a maggio prosegue il rialzo dei prezzi dei beni alimentari, con l'indice FAO che cresce dell'1,2% rispetto al mese precedente, a 172,4 punti (su livelli massimi da giugno 2018) ma ancora al di sotto di quelli toccati a maggio dello scorso anno (-1,9%). A contribuire alla dinamica dell'indice il leggero decremento dei prezzi dello zucchero e degli oli vegetali. Calo più che compensato dal forte incremento nel prezzo dei prodotti lattiero-caseari. L'**indice dei prodotti lattiero-caseari** è salito a 226,1 punti nel mese di maggio, in rialzo dell'1,1% rispetto al mese scorso. Il trend rialzista è imputabile alla forte domanda globale e, causa una stagione particolarmente arida che si somma al declino stagionale nella produzione di latte, all'esaurimento delle scorte destinate alle esportazioni in Oceania. Ulteriore spinta ai prezzi è poi arrivata dalle scarse attese per la produzione di latte in Europa. Dinamiche simili anche nell'**indice dei prezzi dei cereali**, che registra un 162,3 a maggio, in aumento del 2,2% rispetto ad aprile, ma ancora 6 punti percentuali in meno su base annua. Il lieve incremento è stato trainato dall'aumento delle quotazioni di mais, in risposta alle preoccupazioni circa le prospettive di produzione negli Stati Uniti. In direzione opposta rimangono invece le quotazioni del frumento, più basse in vista della buona offerta globale e di un'adeguata riserva di quantità esportabili. Rimangono invece stabili per il 3° mese consecutivo le quotazioni del riso. Leggero rialzo anche per i **prezzi della**

carne, +0,2% m/m, spinti dalla forte domanda internazionale di carne ovina e suina, con quest'ultima che risente anche del declino della produzione imputabile al diffondersi della febbre suina nell'Est asiatico. In calo invece il prezzo dello **zucchero**, -3,2% m/m; il decremento sconsiglierebbe sia le prospettive di un'augmentata offerta proveniente dal mercato indiano sia una maggiore produzione di canna per uso dolcificante al posto della coltivazione per produrre etanolo, visti i prezzi energetici globali in calo. Infine, l'**indice dei prezzi degli oli vegetali** corregge a 127,4, in calo di 1,1% rispetto ad aprile, mantenendosi al di sotto dei livelli dello stesso periodo del 2018. Il calo riflette la minore quotazione dell'olio di palma, causata dalle continue pressioni al ribasso derivanti dalle massicce scorte presenti nei paesi esportatori.

**FAO: revisione al ribasso per la produzione globale di cereali, pesano le previsioni per minori raccolti di mais negli Stati Uniti.**

La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali, prevede una crescita della produzione globale a 2.685 milioni di tonnellate (mt), in aumento di 1,2% rispetto alla scorsa stagione ma in misura inferiore rispetto a quanto previsto nel rapporto precedente (2.722 mt). La revisione verso il basso della stima precedente riflette previsioni per un calo della produzione di mais nel corso del 2019, soprattutto per quanto riguarda i raccolti statunitensi. Negli Stati Uniti, il clima piovoso ha ritardato le coltivazioni con la produzione che dovrebbe fermarsi a 330 mt (rivista al ribasso da 375 mt del rapporto precedente), in calo del 10% rispetto allo scorso anno. L'aumento dell'offerta di cereali dovrebbe essere dunque imputabile alla crescita dei raccolti di frumento (+5,3% a/a) e orzo (+5,8% a/a). Per quanto riguarda invece il riso, la produzione dovrebbe confermarsi intorno ai livelli record dello scorso anno, con l'aumento delle aree coltivate in Asia che dovrebbe compensare i cali in altre regioni. Revisioni al ribasso anche per le previsioni sui consumi: 2.707 mt nel 2019-20, al ribasso da 2.722,5 mt del rapporto di maggio, ma ancora su livelli superiori rispetto ai 2.681 mt toccati nel 2018-19. Le revisioni al ribasso riflettono principalmente alcune correzioni circa i consumi negli Stati Uniti. Nello specifico, negli USA il consumo di mais dovrebbe attestarsi, nel 2019-20, a 1.434 mt (rivisto al ribasso da 1.446 mt precedenti) ma su livelli ancora superiori rispetto ai 1.423 mt toccati nel 2018-19. Rispetto alla scorsa stagione è previsto in crescita anche il consumo di frumento (+1,2% a/a, a 755 mt) e di riso (+1,4% a/a, a 518 mt). Alla luce di queste stime, le scorte mondiali di cereali dovrebbero ridursi nel corso del 2019 a 830 mt, un minimo da quattro anni (rivisto al ribasso da 847 mt, revisione anch'essa imputabile alle nuove stime sul mais).



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus cacao: raggiunto l'accordo sul prezzo minimo ma occhi puntati sui fondamentali.**

Il 12 giugno i rappresentanti dei due principali paesi produttori al mondo di cacao, Costa d'Avorio e Ghana, e gli acquirenti dei loro raccolti hanno concordato un nuovo prezzo minimo per la materia prima: 2600 dollari per tonnellata. L'accordo è stato raggiunto dopo che i due paesi hanno minacciato una sospensione delle esportazioni programmate per il 2020-21, ma un nuovo incontro è previsto per il 3 luglio, quando dovrebbero essere finalizzati i dettagli tecnici. L'accordo ha l'obiettivo di fronteggiare la divergenza di potere contrattuale tra le multinazionali del cacao e i produttori dei due paesi, che subiscono la volatilità dei mercati internazionali e, in generale, prezzi di vendita relativamente bassi a causa di un'offerta superiore alla domanda. Se l'accordo di giugno è un primo passo per raggiungere una maggiore organizzazione tra i produttori, saranno cruciali i dettagli operativi: sarà infatti importante monitorare che siano i coltivatori a beneficiare di prezzi più elevati e non gli intermediari, così come sarà chiave evitare che prezzi elevati possano incentivare ulteriormente la conversione delle produzioni verso il cacao in modo da impedire nuovi eccessi di offerta che potrebbero minare i prezzi di mercato con effetti dannosi sugli stessi coltivatori. Per quanto riguarda la produzione nella stagione in corso (ottobre 2018-settembre 2019), potrebbe emergere una differenza tra i due principali paesi produttori: la Costa d'Avorio (il primo coltivatore) ha aumentato le esportazioni del 15% rispetto alla scorsa stagione, con il raccolto intermedio che potrebbe raggiungere la quota record di 600mila tonnellate, grazie anche a condizioni climatiche favorevoli; diverse invece le prospettive per il Ghana, con la produzione che potrebbe calare del 6% nella stagione 2018-19, raggiungendo un minimo da tre anni. Le coltivazioni ghanesi dovrebbero aver risentito del virus CSSV che colpisce le piante di cacao, e il raccolto principale dovrebbe calare a 800mila tonnellate, 100mila tonnellate in meno rispetto alle stime di inizio stagione. Nel complesso, però, i fondamentali non dovrebbero subire particolari ribaltamenti, con il mercato che nella stagione in corso dovrebbe confermarsi in surplus.

**Focus zucchero: Green Pool riduce le stime sul deficit.** Il mercato globale dello zucchero potrebbe registrare un deficit di 1,62 milioni di tonnellate nel corso della stagione 2019-20 secondo le stime degli analisti della società di consulenza australiana Green Pool, esperti nelle statistiche relative a questa *soft commodity*. La terza proiezione diffusa da Green Pool relativa alla stagione 2019-20 tratteggia quindi un mercato sostanzialmente più bilanciato, soprattutto in relazione al fatto che la precedente proiezione mostrava un deficit ancor più marcato di 1,96 milioni di tonnellate. Riviste al rialzo, sempre da Green Pool, le stime sul surplus nella stagione 2018-19, che attualmente è stimato in 4,1 milioni di tonnellate contro i precedenti 3,35 milioni (19,43 milioni di tonnellate il surplus nella stagione 2017-18). Green Pool sottolinea inoltre come il mercato debba fare anche i conti con scorte di zucchero particolarmente elevate e in lieve aumento rispetto alla stagione passata. Il deficit atteso per la stagione 2019-20 viene imputato sostanzialmente ai prezzi bassi del prodotto che stanno colpendo alcuni tra i maggiori paesi esportatori. Alla luce di questo quadro, le stime per le quotazioni dello zucchero vengono da noi indicate in consolidamento nei prossimi trimestri.

**Focus caffè: la CONAB rivede al rialzo le stime sulle scorte.** Secondo le più recenti stime dell'agenzia pubblica brasiliana CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), il dato sulle scorte di caffè a fine marzo nel principale paese produttore dovrebbe essere pari a 12,8 milioni di *bags* (sacchi), in crescita di 31% rispetto alle stime precedenti che puntavano verso quota 9,8 milioni di *bags*, un aumento diffuso a tutte le principali aree di coltivazione. Dei 12,8 milioni di sacchi circa il 92% dovrebbe essere costituito dalla varietà Arabica (11,8 milioni di *bags*) contro gli 1,8 milioni della qualità Robusta. Il dato sulle scorte si aggiunge a un contesto di mercato caratterizzato da previsioni per un raccolto ingente nella stagione 2019-20. Il 2019-20 dovrebbe risultare la stagione a rendimento ridotto (*off*) nel ciclo biennale delle coltivazioni di caffè, ma le previsioni continuano a puntare verso volumi elevati di produzione. In particolare, il raccolto brasiliano di Arabica dovrebbe ammontare a 37,0 milioni di *bags*, secondo le stime della CONAB, al di sotto delle stime preliminari di inizio stagione ma ancora su livelli vicini ai record del 2013-14 per una stagione "off". Per quanto riguarda invece la Robusta, la produzione brasiliana dovrebbe attestarsi intorno a 14,2 milioni di *bags*, in modesto calo rispetto al record del 2018-19.

**Agricoli: Outlook Neutrale confermato.** Non muta il nostro giudizio Neutrale sugli Agricoli: la volatilità resterà uno dei principali driver del comparto. Non è da escludersi, come già accaduto, che siano proprio i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ai fattori meteorologici negativi e alla risoluzione delle diatribe commerciali. Come già detto, le condizioni meteorologiche sfavorevoli negli Stati Uniti, danneggiando la produzione e le rese delle coltivazioni, hanno sostenuto i prezzi di mais, frumento e soia. Anche la diffusione dell'epidemia di peste suina africana, in corso in

Cina, potrebbe impattare negativamente sulle stime dei consumi di mangimi zootecnici, minacciando dal lato della scarsa domanda il nostro outlook di rincaro dei prezzi cerealicoli. Anche le tensioni politiche e la minaccia di un rallentamento economico peggiore del previsto restano al centro dello scenario. In questo senso, le *soft commodity* potrebbero essere una valida alternativa di investimento volto a diversificare gli asset in portafoglio alla ricerca di possibili extra-rendimenti. Un'ipotesi che amplifica la nostra previsione di probabile rialzo per queste materie prime. Per il **mais** stimiamo un prezzo di 460 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 480 centesimi per l'intero 2020. Per il **frumento** stimiamo un prezzo di 500 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e il medesimo prezzo medio di 500 centesimi per l'intero 2020. Per la **soia** stimiamo un prezzo di 900 (da 850) centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 900 (confermato) centesimi per l'intero 2020.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	443,3	377,5	390,0	395,0	404,7	410,1
Frumento (\$ cent.)	543,8	482,5	490,0	500,0	498,0	500,0
Soia (\$ cent.)	894,3	900,0	917,5	928,3	945,0	973,2
Cotone (\$)	63,5	75,0	71,5	70,5	72,0	74,0
Cacao	2.486,0	2.348	2.360	2.390	2.450	2.528
Zucchero	12,0	12,9	13,3	13,8	13,8	13,8
Caffè (arabica)	104,90	95,0	102,5	107,5	110,0	115,0
Caffè (robusta)	1.402,0	1.425	1.477	1.450	1.549	1.600

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.06.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	443,3	400	450	460	480	490
Frumento (\$ cent.)	543,8	485	500	500	500	500
Soia (\$ cent.)	894,3	865	900	900	900	940
Cotone (\$)	63,5	70,0	67,0	68,0	71	73
Cacao	2.486,0	2.410	2.400	2.450	2.500	2.600
Zucchero	12,0	12,3	12,5	12,5	12,5	12,5
Caffè (arabica)	104,90	95	100	105	110	115
Caffè (robusta)	1.402,0	1.385	1.400	1.450	1.525	1.600

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 30.05.2019.

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](http://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](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](http://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](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](http://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 Risso

Andrea Volpi

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi