

Commodity: resta l'attesa per l'esito dei negoziati sui dazi

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Ribadiamo le valutazioni per il comparto, prosegue cioè la 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 USA) in un contesto di tensioni geopolitiche. A rendere meno roseo il quadro resta il rallentamento della crescita globale, certificato anche dall'FMI, che resta ancora l'ostacolo principale per le commodity. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio rappresentano però ancora dei rischi al ribasso. Seppur rimarcando un certo grado di prudenza, confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 70 dollari al barile per il 4° trimestre 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 al barile nel 2021.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo in scia al recupero delle quotazioni. Il trend di rialzo delle quotazioni dei Preziosi supporta il nostro outlook Moderatamente Positivo. Nei prossimi mesi, prevediamo che la volatilità rimanga un fattore costante sui mercati e questo alimenterà l'avversione al rischio degli investitori favorendo ulteriormente il rialzo dei Preziosi. Tale avversione al rischio è alimentata dalle incertezze generate dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA e dalle nuove tensioni fra USA e Iran. Inoltre, la domanda di oro da parte degli investitori è agevolata, in questa fase, dalla nuova svolta accomodante di tutte le Banche centrali. Tale scenario rende meno oneroso mantenere in portafoglio un asset che non genera rendimento, in una fase in cui i tassi di interesse saranno molto bassi per lungo tempo. Ancora una volta, l'unico tassello che manca, nel puzzle di fattori a supporto dei Preziosi, è quello dell'inflazione.

Metalli Industriali: Outlook Neutrale a causa delle tensioni sui mercati che sovrastano l'effetto positivo di fondamentali, a tendere, migliori. Confermiamo la nostra idea secondo cui 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 e anche nella prima parte del 2020. Situazione che dovrebbe portare all'erosione delle scorte globali in un quadro che vede scarsi investimenti nel comparto derivanti dal clima di forte incertezza degli ultimi trimestri. Viste la complessità dello scenario e le molte variabili ancora incerte che insistono sul quadro, preferiamo ribadire il nostro Outlook Neutrale.

Agricoli: Outlook Neutrale. Analisi e giudizio sul comparto non cambiano. L'outlook resta Neutrale sugli Agricoli: la volatilità continuerà ad essere uno dei principali driver del comparto. Ribadiamo, come già detto, che saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ad eventuali eventi meteorologici negativi. Al pari, dovrebbero anche essere i primi a beneficiare della risoluzione delle diatribe commerciali, quando accadrà. Ancora una volta rimarchiamo come, in questo contesto, proprio le *soft commodity* potrebbero essere una valida alternativa di investimento con lo scopo di diversificare gli asset in portafoglio e spuntare un possibile extra-rendimento in una fase in cui i mercati si aspettano ampia liquidità a basso costo, vista la svolta espansiva di tutte le grandi Banche centrali.

26 luglio 2019

14:42 CET

Data e ora di produzione

26 luglio 2019

14:47 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*

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

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

Performance commodity

(%)	2019	2018
WTI	23,4	-24,78
Brent	17,8	-19,18
Gas Naturale	-23,7	-3,80
Gasolio	15,2	-14,45
Oro	10,2	-2,36
Argento	5,6	-9,78
Rame	0,7	-17,21
Alluminio	-1,1	-18,48
Zinco	-3,2	-25,32
Nickel	31,7	-15,29
Mais	11,6	6,16
Fruento	-0,7	16,09
Soia	0,0	-7,59
Cacao	0,7	24,79
Zucchero	-0,2	-21,53
Caffè	-1,2	-21,77
Cotone	-11,6	-6,84

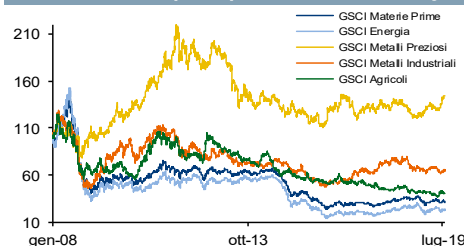
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 25.07.2019

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	25.07.19	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.461,8	11,7	10,4	-50,1
GSCI Energia	458,3	19,5	23,6	-60,0
GSCI Met. Preziosi	1.669,4	9,8	10,5	1,4
GSCI Met. Industriali	1.220,9	2,8	-2,8	-14,7
GSCI Prod. Agricoli	343,5	-1,6	-17,2	-39,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.07.2019

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.07.2019 (salvo diversa indicazione).

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

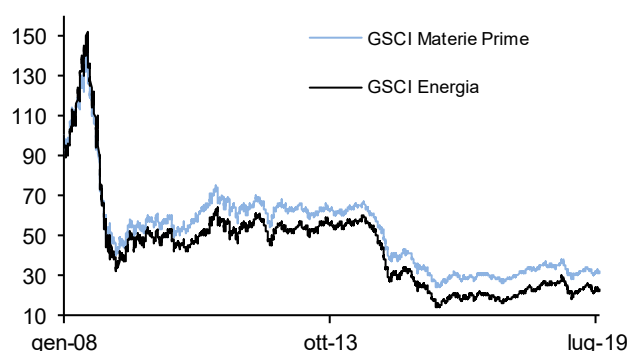
Energia: dubbi sulla crescita e tensioni commerciali pesano sulle quotazioni

Commodity tra guerre commerciali e crescita globale a rischio. Ad incidere sulle commodity ancora le lungaggini nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina dopo l'accordo "di facciata" (ma privo di contenuti reali) raggiunto al G20 di Osaka. La minaccia di introdurre nuovi dazi è divenuta realtà, accrescendo le tensioni e ampliando l'avversione al rischio sui mercati. A questo quadro si somma anche il timore di un forte rallentamento del ciclo economico, a cui le Banche centrali provano a porre rimedio mutando il loro approccio che diviene ancora più espansivo. Il Fondo Monetario Internazionale, nell'aggiornamento di luglio del World Economic Outlook, ha tagliato di un decimo le stime di crescita per l'economia globale nel 2019 a 3,2% dal 3,3% stimato ad aprile, confermando i rischi al ribasso per il contesto economico internazionale. L'economia globale dovrebbe poi tornare a crescere a 3,5% nel 2020, un decimo al di sotto delle previsioni di aprile. Le previsioni per il 2020 sono comunque condizionali ad una stabilizzazione dello scenario globale e a progressi sul fronte del commercio internazionale. Robert Lighthizer, il rappresentante americano per il commercio, volerà in Cina lunedì 29 luglio per il primo incontro di persona dallo scorso maggio; questo dà l'idea dello stallo nelle trattative commerciali fra gli Stati Uniti e Pechino. Lighthizer resterà a Shanghai fino a mercoledì 31 luglio. Solo qualche giorno fa, il presidente Trump ha riacceso i toni affermando come mancasse ancora molto per siglare un'intesa con la Cina. Dichiarazioni che avevano spento gli entusiasmi ed allontanato le speranze di un rapido raggiungimento di un accordo tra i due Paesi.

Energia: il petrolio recupera sulle tensioni USA-Iran. Prosegue il recupero del petrolio sulle tensioni nel Golfo Persico fra USA e Iran. Gli Stati Uniti avevano già abbattuto un drone iraniano, che si era avvicinato a una nave americana mentre navigava nello stretto di Ormuz, nelle acque internazionali che dividono la Penisola Arabica dalle coste dell'Iran. Tensioni culminate poi col sequestro di venerdì della petroliera britannica da parte dell'Iran. A tal proposito, la Gran Bretagna chiede una missione navale a guida europea per garantire la sicurezza della navigazione nello Stretto di Ormuz. Al nervosismo di natura esogena si sommano anche i timori dal lato dell'offerta, viste le notizie in arrivo dalla Libia che evidenziano una serie di problemi sul piano della fornitura dal porto Zawiya e che potrebbero portare a un temporaneo calo dell'export prodotto dal Paese. L'accumulo di benzine e distillati segnalato dall'EIA, nei giorni scorsi, aveva invece fortemente depresso il petrolio. Il mancato decumulo delle benzine ha fatto temere uno scarso utilizzo di carburanti, in un momento in cui la stagionalità vacanziera dovrebbe invece suggerirne un maggior consumo. Sul fronte OPEC, il meeting di Vienna dello scorso 1-2 luglio ha visto i membri dell'Organizzazione dei Paesi esportatori di petrolio accordarsi, coi loro alleati all'esterno del Cartello (Russia in primis), sul mantenimento delle quote dei tagli per 1,2 milioni di barili al giorno per altri 9 mesi. L'Arabia Saudita si è impegnata a tagli maggiori di quanto richieda la quota a lei assegnata come gesto di buona volontà e leadership

all'interno dell'Organizzazione. Il rinnovo della riduzione dell'output di petrolio, per il quarto anno consecutivo, mostra che i produttori di greggio sono sempre più coesi nel voler strappare il controllo del mercato all'industria statunitense dello *shale-oil*, riducendo al minimo le tensioni interne e facendo fronte compatto contro il principale concorrente globale.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.07.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.461,8	11,7	10,4	-50,1
GSCI Energia	458,3	19,5	23,6	-60,0
WTI (\$)	56,0	23,4	14,9	-45,1
Brent (\$)	63,4	17,8	24,4	-41,5
Gas Naturale (\$)	2,2	-23,7	-23,3	-40,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

	Media				Stime	Stime
	2000-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Algeria	102,6	102,5	91,4	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	-	-	-

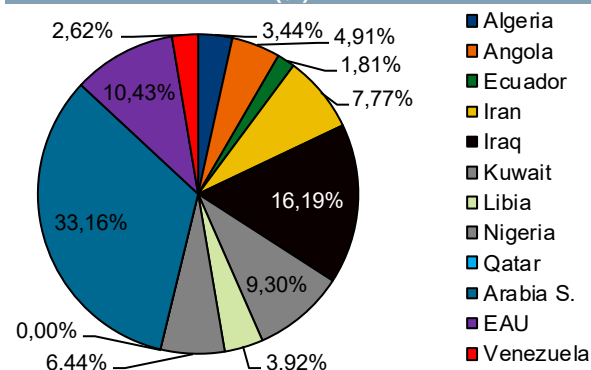
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, aprile 2019, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: riviste le previsioni, surplus modesto per il 2019 e 2020. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di luglio, l'EIA (U.S. Energy Administration) prevede un leggero surplus per l'anno in corso e per il 2020 pari a 0,1 milioni di barili al giorno (mb/g), modificando le aspettative di deficit per il 2019 e di surplus per il 2020 pari a 0,3 mb/g. I consumi di greggio sono previsti in crescita di 1,1 mb/g a/a nel 2019 a 101,0 mb/g

(rivisti al ribasso da 101,1 mb/g), mentre nel 2020 è previsto un rialzo a 102,4 mb/g, dato rivisto anch'esso al ribasso da 102,6 mb/g dello scorso rapporto. Per quanto riguarda l'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe espandersi di 2,3 mb/g a 65,6 mb/g nel 2019 (stima rivista leggermente al rialzo da 65,5 mb/g), ed è poi prevista in crescita di 2,1 mb/g per il 2020 a 67,8 mb/g, al ribasso da 68,1 mb/g. Le revisioni sono al rialzo anche per la produzione statunitense, che dovrebbe crescere di 1,4 mb/g a/a a 12,4 mb/g nel 2019 (le estrazioni stimate in precedenza erano di 12,3 mb/g), per poi salire a 13,3 mb/g l'anno successivo. Coerentemente con l'aumento della produzione, gli Stati Uniti dovrebbero diminuire le proprie importazioni da 2,3 mb/g del 2018 a 0,6 mb/g nell'anno in corso. Durante il prossimo anno gli USA dovrebbero diventare esportatori netti di petrolio con una media di 0,5 mb/g. 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, stime coerenti con quanto previsto nello scorso rapporto. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 1,5 mb/g del 2018 a 1,7 mb/g nel 2019 fino a 1,8 mb/g nel 2020. Alla luce delle dinamiche di domanda e offerta descritte, l'EIA prevede che il prezzo del Brent sarà attorno a 66,5 dollari al barile nel 2019 e attorno a 67,0 dollari al barile nel 2020. Lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe attestarsi intorno a 6,9 dollari nel 2019 e 4,0 dollari nel 2020.

IEA: per i paesi non-OPEC si conferma una crescita dell'offerta a tassi superiori alla domanda; nel 1° trimestre 2020 la produzione OPEC è prevista ai minimi. Nell'Oil Market Report (OMR) di luglio, l'IEA (International Energy Agency) ha sostanzialmente confermato le previsioni del mese precedente per quanto riguarda la domanda, che nel 2019 dovrebbe raggiungere i 100,3 mb/g (con un aumento di 1,2 mb/g a/a) e nell'anno successivo 101,7 mb/g (con un aumento di 1,4 mb/g a/a). Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC è prevista in crescita di 2,0 mb/g a/a a 64,9 mb/g nel 2019 (rivista al rialzo da 64,6 mb/g), per poi raggiungere i 67,0 mb/g nel 2020, anch'essi rivisti al rialzo di 2,1 mb/g rispetto al mese precedente. L'IEA conferma dunque, per il 2019 e il 2020, un quadro in cui l'offerta dei paesi non-OPEC cresce più velocemente della domanda. Per bilanciare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC di 29,9 mb/g nel 2019 (al ribasso da 30,2 mb/g dell'OMR di giugno) e una produzione di 29,1 mb/g nel 2020 (al ribasso da 29,5 mb/g). L'IEA, inoltre, prevede che la produzione OPEC raggiunga un minimo di 28 mb/g nel 1° trimestre del 2020; una produzione così bassa è stata raggiunta l'ultima volta nel 3° trimestre del 2003. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei paesi OCSE, alla fine di maggio, sono aumentate di 22,8 mb/g m/m a 2.906 mb, 6,7 mb al di sopra della media a cinque anni.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.06.2019

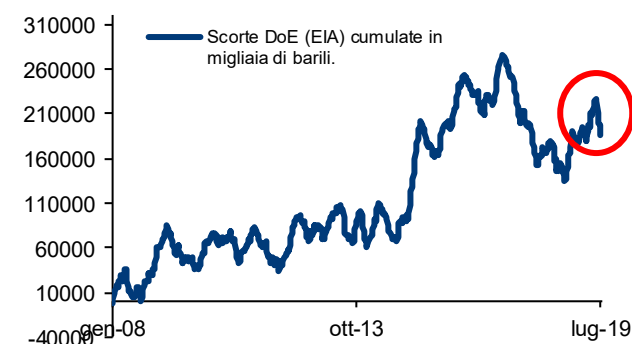
OPEC: domanda mondiale e offerta non-OPEC in crescita nel 2019 e 2020, estrazioni OPEC in calo rispetto a maggio. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di luglio, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rilasciato le prime stime per i fondamentali di domanda e offerta dell'anno 2020. La domanda mondiale per il 2019 dovrebbe crescere di 1,1 mb/g a/a a 99,9 mb/g, per poi salire a 101,0 mb/g nel 2020. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire di 2,0 mb/g a/a a 64,4 mb/g nel 2019, e raggiungere i 66,9 mb/g nel 2020 con una crescita di 2,4 mb/g a/a. Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,6 mb/g nel 2019, con una diminuzione di 1,0 mb/g a/a, ed è prevista in calo anche la quota necessaria nel 2020 di 1,3 mb/g a/a a 29,3 mb/g. Si stima che l'OPEC a giugno dovrebbe aver estratto 29,83 mb/g, in calo dai 29,90 mb/g di maggio. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE siano salite a maggio di 96,8 mb/g a/a a 2.925 mb, 25 mb al di sopra della loro media a cinque anni. Rispetto alla loro media a cinque anni le scorte di greggio restano superiori di 35 mb, mentre quelle di prodotti raffinati registrano un deficit di 10 mb. In termini di copertura, le scorte commerciali si sono attestate a 60,5 giorni, in crescita di 2,0 giorni rispetto allo stesso periodo dell'anno scorso, ma 0,9 giorni al di sotto della media quinquennale. Il tasso di conformità dell'OPEC ai tagli di produzione è salito a 155% a marzo dal 104% di febbraio, questo grazie al sorprendente tasso di conformità del 261% dell'Arabia Saudita.

Performance di medio termine

	25.07.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	458,3	-9,3	2,1	-10,0	19,5
WTI (\$)	56,0	-11,5	4,3	-19,5	23,4
Gas Naturale (\$)	2,2	-12,5	-29,4	-19,3	-23,7
Gasolio (\$)	588,3	-5,6	3,6	-11,4	15,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

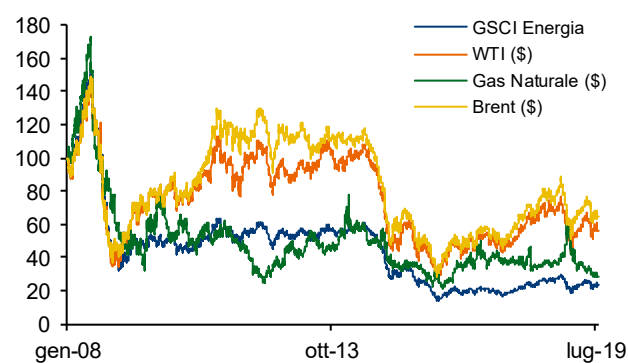
WTI: scorte DoE



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

La dinamica delle scorte USA. Forte calo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. segnala infatti -10,96 milioni di barili, nella terza settimana di luglio, rispetto al calo di soli -1,401 milioni di barili della precedente rilevazione. Secondo l'EIA, la divisione del Dipartimento dell'Energia americano, gli stock di petrolio negli ultimi sette giorni sono calate di 10,8 milioni di barili contro attese di -4,44 milioni. Gli stock di distillati hanno registrato una salita di 0,6 milioni mentre le scorte di benzine sono scese di 226.000 barili contro attese però di -1,39 milioni di barili.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Ribadiamo le valutazioni per il comparto, prosegue cioè la 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. A rendere meno roseo il quadro resta il rallentamento della crescita globale, certificato anche dall'FMI, che 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 rappresentano però ancora dei rischi al ribasso per i prezzi. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni del petrolio. Seppur rimarcando un certo grado di

attenzione e prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 70 dollari al barile per il 4° trimestre 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 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 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	56,0	62,0	60,5	61,0	60,5
Brent (\$.)	63,4	70,0	66,0	68,0	67,8
Gas Nat. (\$)	2,2	3,0	3,1	2,7	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	56,0	62,0	62,0	64,0	66,0
Brent (\$.)	63,4	70,0	70,0	70,0	70,0
Gas Nat. (\$)	2,2	2,80	2,80	2,80	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: cresce l'appeal sul comparto, complici le tensioni sui mercati

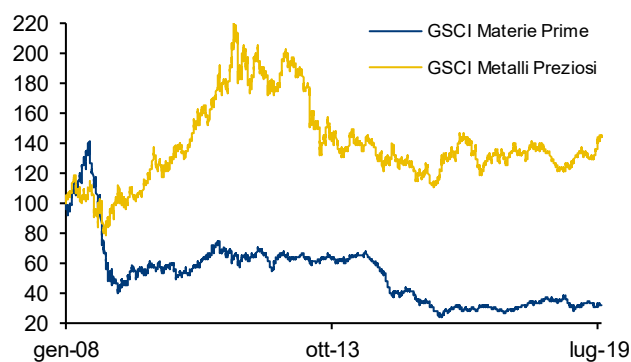
Il comparto consolida il recupero da inizio anno: intorno al 10%. Il quadro è sostanzialmente immutato rispetto al mese scorso: i Preziosi si confermano in recupero con una performance da inizio anno pari a circa il 10%, in virtù dell'aumentata avversione al rischio sui mercati. L'indice aggregato, che era arrivato fino in area 1.500, ha visto poi un deciso recupero col ritorno sopra 1.650, oltre i massimi registrati già a febbraio. La necessità di asset più difensivi ha spinto gli operatori a tornare 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 un impatto di forte volatilità sul dollaro, altro elemento che sta accrescendo l'appeal dei Preziosi (e dell'oro), visto che i derivati finanziari sui metalli preziosi sono espressi nella valuta americana. 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 liquidità bloccata nel metallo aureo. In altre parole, il fatto che l'oro non maturi interessi, ovvero non generi profitti diretti, è meno vincolante nei momenti in cui i tassi sono estremamente bassi. Negli ultimi due mesi abbiamo assistito a un'escalation dei rischi politici e geopolitici (Iran vs. Stati Uniti su tutti) e tuttora le tensioni sull'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti restano altissime. Il mercato ha infatti sensibilmente ridotto il proprio ottimismo circa una possibile soluzione condivisa, specie dopo l'accordo solo di facciata a cui si è assistito in occasione dello scorso G20 di Osaka. Gli operatori hanno così preferito tutelarsi acquistando asset rifugio, e per la prima volta non solo le valute ma anche appunto oro e Preziosi. Inoltre, a sostenere il comparto resta anche la questione Brexit, che potrebbe alimentare più di una tensione vista l'ascesa politica di Boris Johnson, sia nel partito che come Premier in sostituzione di Theresa May. Johnson aveva promesso di eliminare il cosiddetto "backstop" che regola il confine fra le due Isole, aumentando le probabilità che l'accordo con la UE non venga ratificato, innescando così una *hard* Brexit e rendendo così ardua la possibilità di accordo condiviso e concordato con l'Unione Europea (*soft* Brexit).

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	25.07.19	da inizio 2019		
GSCI	2.461,8	11,7	10,4	-50,1
GSCI Preziosi	1.669,4	9,8	10,5	1,4
Oro (\$)	1.412,2	10,2	13,1	8,7
Argento (\$)	16,4	5,6	-0,7	-20,4
Platino (\$)	870,5	9,5	-5,3	-40,9
Palladio (\$)	1.532,9	21,6	77,4	74,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



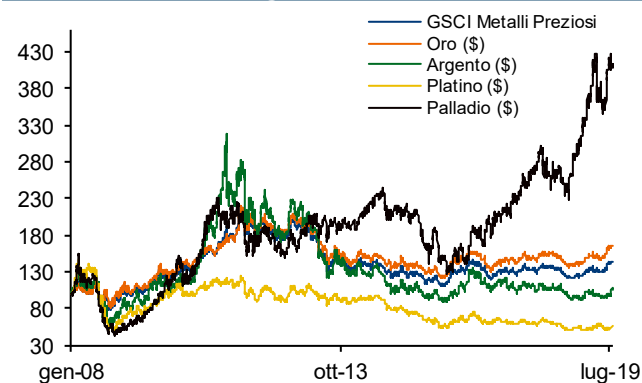
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Temi immutati: avversione al rischio e tassi bassi dovuti a Banche centrali espansive guidano il rialzo dell'oro. Le tensioni geopolitiche, con l'escalation in Medio Oriente fra USA e Iran, e le incertezze sulla ripresa globale – certificate anche dal Fondo Monetario Internazionale che imputa la crisi alla mancata risoluzione delle diatribe commerciali – sono l'insieme dei fattori rialzisti che stanno sostenendo il comparto dei Preziosi. Il posizionamento accomodante della Fed, pur non deprezzando il dollaro, sta comunque supportando 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 1.400; a contribuire al rialzo dell'oro è il posizionamento espansivo in termini di politica monetaria mostrato dalla Federal Reserve e dalla BCE. Prevediamo un prezzo medio dell'oro di 1.415 dollari per il 4° trimestre (da 1.325) e di 1.406 dollari per l'intero 2020. La performance negativa dell'argento viene azzerata nell'ultimo mese (circa +5%), col metallo che finalmente allinea il suo movimento al trend dell'intero comparto dei Preziosi suscitando le attenzioni degli operatori. 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 ancora più forte anche per l'argento. In maniera più cauta ipotizziamo tuttavia un prezzo medio di 15,9 dollari per il 4° trimestre 2019 e di 16 dollari per il 2020.

Anche su Platino e Palladio quadro immutato: permane il forte legame coi fondamentali del settore Auto e invece scarso con

le tensioni di mercato. Sostanzialmente 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 la divergenza fra i due metalli, legata alla composizione e alla qualità dei loro fondamentali. La nostra preferenza per il palladio rispetto al platino deriva 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 tema della dinamica del settore Auto resta centrale e anzi ha visto accentuarsi le tensioni a causa della profonda crisi che sta attraversando il comparto. Il **platino** è utilizzato nei convertitori catalitici dei veicoli mossi da motori diesel. La diminuzione della quota di mercato dei veicoli diesel, considerati quindi i modelli "commercialmente perdenti" nel prossimo futuro rispetto a quelli a benzina, resta il perno intorno al quale ruotano le scelte di investimento sui due metalli. La progressiva scomparsa dei propulsori a gasolio porterà 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 anche per l'intero 2020 e 2021. Situazione inversa per il palladio, che continuerà a trarre beneficio dal riassetto del settore Auto a favore della benzina. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.500 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

	25.07.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.669,4	9,8	8,3	13,9	9,8
Oro (\$)	1.412,2	9,6	8,8	15,1	10,2
Argento (\$)	16,4	8,5	4,3	5,6	5,6
Platino (\$)	870,5	-3,1	6,6	4,3	9,5
Palladio (\$)	1.532,9	5,4	12,8	63,4	21,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo in scia al recupero delle quotazioni. Il trend di rialzo delle quotazioni dei Preziosi

supporta il nostro outlook Moderatamente Positivo. Nei prossimi mesi, prevediamo che la volatilità rimarrà un fattore costante sui mercati e questo alimenterà l'avversione al rischio degli investitori favorendo ulteriormente il rialzo dei Preziosi. Tale avversione al rischio è alimentata dalle incertezze generate dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA e dalle nuove tensioni fra USA e Iran. Inoltre, la domanda di oro da parte degli investitori è agevolata, in questa fase, dalla nuova svolta accomodante di tutte le Banche centrali. Tale scenario rende meno oneroso mantenere in portafoglio un asset che non genera rendimento, in una fase in cui il sistema finanziario globale rischia di essere caratterizzato, a lungo, da tassi di interesse molto bassi. Ancora una volta, l'unico tassello che manca nel puzzle di fattori a supporto dei Preziosi è quello dell'inflazione. Il mancato surriscaldamento della dinamica dei prezzi è un tema ormai al centro del dibattito di tutte le Banche centrali. Un aspetto che in nessun modo potrà contribuire a un ulteriore recupero dei Preziosi. Ribadiamo quindi che 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 in Medio Oriente (meno in Nord Corea), che potrebbero ampliare ulteriormente l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi; d) l'andamento "piatto" dell'inflazione mondiale.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	25.07.19	2019	2020	2020	2021	
Oro (\$)	1.412,2	1.377,5	1.401,0	1.410,0	1.385,3	1.375,0
Argento (\$)	16,4	15,8	16,0	16,3	16,3	16,0
Platino (\$)	870,5	890,0	877,5	900,0	930,0	905,0
Palladio (\$)	1.532,9	1.312,5	1.275,0	1.287,5	1.250,0	1.387,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

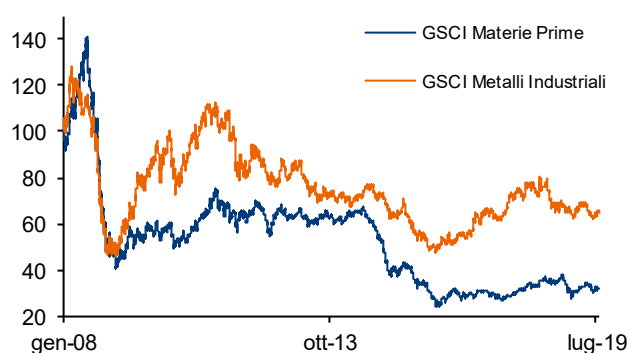
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	25.07.19	2019	2020	2020	2021	
Oro (\$)	1.412,2	1.415	1.410	1.405	1.406	1.400
Argento (\$)	16,4	15,9	15,90	16,0	16,0	16,25
Platino (\$)	870,5	800	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.532,9	1.500	1.500	1.550	1.550	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: permane l'attesa per l'esito delle trattative USA-Cina

Persistono i soliti temi sugli Industriali, penalizzati dal rallentamento economico e dalle tensioni commerciali USA-Cina. I prezzi degli Industriali sono tornati ai minimi di inizio gennaio in area 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. La delegazione USA volerà in Cina lunedì 29 luglio per dar vita all'ennesimo round di trattative; si tratta del primo incontro da maggio, dopo due mesi di sostanziale stallo delle trattative. La crescita cinese inferiore alle attese nel 2° trimestre produce un impatto 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 sulle caratteristiche del mercato superando le tensioni esterne al 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 settore.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: rallenta l'espansione nel 2° trimestre, ancora elevati i rischi per lo scenario. La stima del PIL cinese relativa al 2° trimestre del 2019 ha evidenziato un rallentamento della crescita a 6,2% a/a da 6,4% a/a precedente, nonostante una modesta accelerazione su base trimestrale a 1,6% t/t da 1,4% t/t precedente. Una domanda globale ancora debole e l'elevata incertezza sul piano commerciale continuano a frenare l'espansione, mentre sul piano domestico anche una domanda interna meno vivace ha pesato sul trimestre primaverile. Le prospettive per i prossimi mesi sono ancora deboli, con le indagini di fiducia ancora coerenti con un'attività fiacca e rischi per lo scenario rivolti verso il basso sia sul fronte internazionale che domestico. Nell'aggiornamento di luglio del World Economic Outlook, il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso di un decimo le stime di crescita cinese per l'anno in corso e per il successivo: il FMI prevede un'espansione di 6,2% nel 2019 e 6,0% nel 2020. Gli **indici PMI** di giugno hanno

infatti evidenziato un deterioramento del morale delle imprese cinesi. L'indice composito rilevato dall'Istituto Caixin è calato per il terzo mese di fila attestandosi a 50,6 da 51,5 precedente, ai minimi dall'ottobre dello scorso anno. La flessione riflette un calo dell'indice relativo ai servizi a 52,0 da 52,7 e, soprattutto, di quello manifatturiero che si porta a 49,4 da 50,2, tornando al di sotto della soglia critica (che separa l'espansione dalla contrazione) per la prima volta da febbraio. Anche sul fronte dei dati reali, quelli relativi al **commercio internazionale** di giugno hanno evidenziato una flessione delle esportazioni (-1,3% a/a da +1,1% a/a) in scia a una contrazione delle vendite verso Stati Uniti (-7,8% a/a da -4,1% a/a) e Unione Europea (-3,0% a/a da +6,1% a/a) dovuta a una domanda globale ancora debole e ai dazi statunitensi. In calo anche le importazioni (-7,3% a/a da -8,5% a/a), in territorio negativo per il secondo mese consecutivo, segnalando non solo una domanda interna ancora fiacca ma anche l'effetto delle tensioni commerciali sulle catene produttive globali. L'incontro tra Donald Trump e Xi Jinping durante il G20 di Osaka ha determinato la riapertura dei negoziati commerciali sino-statunitensi. Il meeting ha avuto l'effetto di scongiurare, per il momento, una nuova escalation delle tensioni commerciali, ma i negoziati potrebbero durare ancora a lungo ed è difficile che si giunga a una soluzione nel breve termine; si conferma quindi un contesto di elevata incertezza sul piano commerciale destinato a continuare a frenare l'attività globale, in attesa della visita in Cina di Robert Lighthizer, il rappresentante americano per il commercio, in programma a fine luglio. In crescita invece più delle attese la **produzione industriale**, che a giugno è salita di 6,3% a/a da 5,0% a/a grazie a un'accelerazione dell'attività mineraria (+7,3% a/a da 3,9% a/a) e manifatturiera (+6,2% a/a da +5,0% a/a) e della produzione di energia (+6,6% a/a da 5,9% a/a). In crescita anche gli investimenti fissi: +5,8% a/a cumulato da +5,6% a/a cum. di maggio, grazie a una riaccelerazione di quelli delle imprese private (+5,7% a/a da 5,3% a/a), che compensa il rallentamento nelle spese di quelle a proprietà statale (+6,9% a/a da +7,2% a/a). A livello settoriale si conferma la ripresa nel manifatturiero con i primi segnali di recupero per il comparto automobilistico. Nel complesso, però, un contesto economico internazionale ricco di incertezze e l'effetto dei dazi doganali dovrebbero continuare a limitare i margini di guadagno e a frenare gli investimenti. Sul fronte dei consumi, invece, le **vendite al dettaglio** a giugno sono salite di 9,8% a/a da 8,6% a/a precedente grazie al recupero delle auto. Per quanto riguarda invece il settore immobiliare, i dati di giugno hanno evidenziato una crescita dei **prezzi delle case** nuove di 0,7% m/m come a maggio (+10,8% a/a da +11,3% a/a), anche se il settore continua a presentare alcuni elementi di rischio in scia a condizioni di finanziamento e di regolamentazione più stringenti. Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno evidenziato un'**inflazione** stabile a 2,7% a/a a giugno, in linea

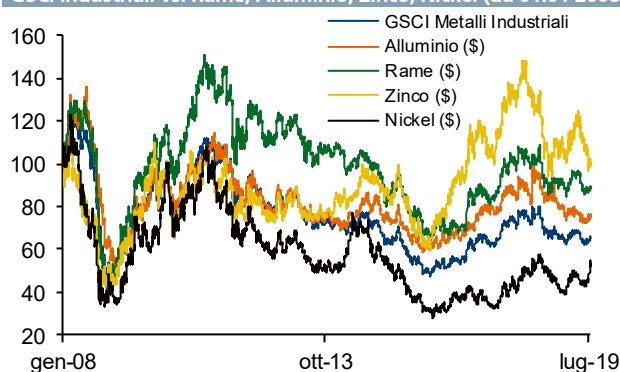
con le attese. A giugno i prezzi al consumo sono calati di 0,1% m/m dopo la stagnazione di maggio, frenati dai trasporti, mentre quelli alimentari sono cresciuti di 8,3% m/m da 7,7% m/m, il tasso più elevato dal 2012. Al netto della componente alimentare l'inflazione è infatti rallentata a 1,4% a/a da 1,6% a/a. Nei prossimi mesi l'inflazione dovrebbe rimanere al di sopra del 2,5% a/a, trainata dalla componente alimentare, al netto della quale le pressioni sui prezzi dovrebbero rimanere modeste lasciando spazio di manovra alla Banca centrale, che dovrebbe continuare a mantenere un approccio relativamente espansivo. Stagnante invece l'inflazione dei prezzi alla produzione (0,0% a/a da +0,6% a/a) con una flessione mensile dei prezzi di 0,3% m/m (dopo che a maggio erano saliti di 0,6% m/m), trascinati verso il basso dalle materie prime. Una deflazione dei prezzi alla produzione potrebbe avere un effetto dannoso sui profitti industriali e sulla capacità delle aziende cinesi di far fronte agli elevati livelli di debito e limitare ulteriormente gli investimenti.

Performance di lungo termine

	Valore 25.07.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.461,8	11,7	10,4	-50,1
GSCI Industriali	1.220,9	2,8	-2,8	-14,7
Rame (\$)	6.007,0	0,7	-5,1	-15,7
Alluminio (\$)	1.826,0	-1,1	-6,0	-8,6
Zinco (\$)	2.437,0	-3,2	-14,0	1,9
Nickel (\$)	14.075,0	31,7	40,2	-26,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro sui metalli. Rame. Le tensioni commerciali sono più forti dei fondamentali. Nonostante i fondamentali specifici siano più "tesi" le tensioni commerciali stanno avendo il sopravvento deteriorando il sentiment sul rame. 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, un quadro che però non sembra avere effetto sulle quotazioni, depresse dal contesto negativo riguardante le trattative commerciali. Per questo motivo esprimiamo una forte cautela. Prevediamo per il rame un prezzo di 6.000

dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di 6.000 dollari in media per l'intero 2020. **Alluminio. Le tensioni commerciali guidano le scelte degli operatori.** L'alluminio ha seguito l'andamento del comparto dei metalli industriali. Anche per l'alluminio infatti, come per il rame, il superamento delle tensioni commerciali e il conseguente miglioramento del sentiment di mercato potrebbero tornare a sostenere le quotazioni. In attesa di ciò, 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. Fondamentali tesi che però non sembrano aver effetto positivo sulle quotazioni.** 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. 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. Cauti 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. Prevediamo per il nickel un prezzo di 14.250 dollari nel 4° trimestre 2019 e di circa 14.000 dollari per l'intero 2020.

Performance di medio termine

	25.07.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.220,9	-2,5	-1,4	-5,3	2,8
Rame (\$)	6.007,0	-6,1	-0,8	-4,5	0,7
Alluminio (\$)	1.826,0	-0,6	-4,9	-11,7	-1,1
Zinco (\$)	2.437,0	-14,9	-9,2	-7,4	-3,2
Nickel (\$)	14.075,0	13,3	17,6	2,2	31,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale a causa delle tensioni sui mercati che sovrastano l'effetto positivo di fondamentali, a tendere, migliori. Confermiamo la nostra idea secondo cui 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 e anche nella prima parte del 2020. Situazione che dovrebbe portare all'erosione delle scorte globali in un quadro che vede scarsi investimenti nel comparto dovuti al clima di forte incertezza. Riassumendo, i principali rischi che pesano sul settore derivano da fattori macroeconomici e politici, che in questa fase prevalgono nettamente sui fondamentali positivi. Le lungaggini nella diatriba commerciale tra Stati Uniti e Cina rischiano di ostacolare il possibile recupero delle quotazioni dei metalli industriali nel breve e nel medio periodo. In un orizzonte più ampio invece cresce la nostra fiducia che gli operatori possano tornare a guardare ai fondamentali (in miglioramento) superando le incertezze degli ultimi trimestri. Viste la

complessità dello scenario e le molte variabili ancora incerte che insistono sul quadro, preferiamo ribadire il nostro Outlook Neutrale.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Rame (\$)	6.007,0	6.050	6.125	6.200	6.650
Alluminio (\$)	1.826,0	1.800	1.880	1.863	2.023
Zinco (\$)	2.437,0	2.500	2.500	2.500	2.513
Nickel (\$)	14.075,0	12.800	13.000	12.725	13.375

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

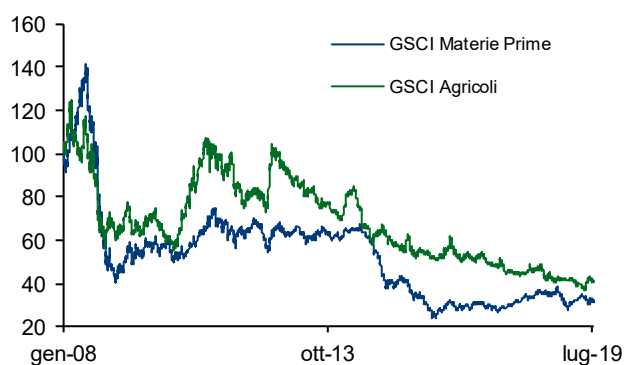
	Valore 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Rame (\$)	6.007,0	6.000	6.000	6.000	6.300
Alluminio (\$)	1.826,0	1.800	1.800	1.800	1.920
Zinco (\$)	2.437,0	2.500	2.500	2.500	2.600
Nickel (\$)	14.075,0	14.250	14.000	14.000	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: frena e consolida il recupero del comparto da inizio anno

Agricoli in consolidamento in attesa di schiarite sulla guerra commerciale. Consolida la performance delle materie prime agricole, che confermano il ritorno in terreno positivo da inizio anno grazie alla decisa inversione di tendenza iniziata a metà maggio. I prezzi di mais e frumento hanno registrato un buon rialzo nel 2° trimestre del 2019, viste le condizioni meteorologiche sfavorevoli nella maggior parte delle aree di coltivazione. La soia ha evidenziato modeste variazioni e resta invece legata ai timori sulla 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. Permane la buona performance delle *soft commodity*, con l'idea che lo scenario che ci apprestiamo a vivere nella seconda parte dell'anno, con Banche centrali espansive e liquidità in eccesso, potrebbe veder convergere questi flussi di investimenti proprio sulle *soft*. Ribadiamo come le commodity agricole abbiano dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione all'interno dei portafogli, col vantaggio innegabile che il fatto che le quotazioni avessero raggiunto livelli molto bassi (consolidando ai minimi degli anni '70) ha reso più probabile un fisiologico recupero dei prezzi. Sul fronte meteo, inoltre, i raccolti di cereali sono stati afflitti da siccità in Sud America e da abbondanti precipitazioni in Nord America durante la primavera boreale. La cosiddetta *corn belt* USA è stata colpita da forti alluvioni che hanno ritardato la semina, con disagi e ritardi nei raccolti; tutti aspetti che hanno favorito il recupero dei prezzi.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

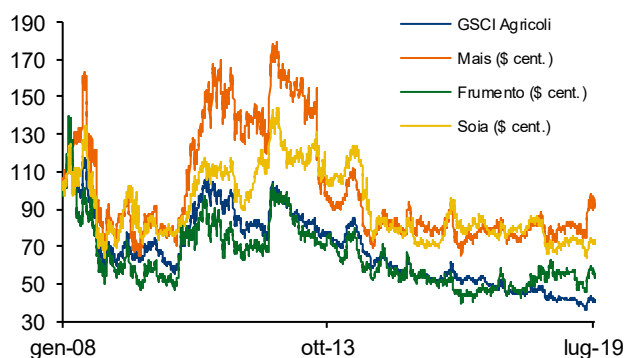
	Valore 25.07.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.461,8	11,7	10,4	-50,1
GSCI Agricoli	343,5	-1,6	-17,2	-39,5
Mais (\$ cent)	418,5	11,6	12,3	15,3
Frumento (\$ cent.)	499,5	-0,7	4,6	-7,2
Soia (\$ cent)	882,5	0,0	-10,7	-27,2
Cotone (\$ cent)	63,8	-11,6	-7,5	-2,1
Cacao	2.434,0	0,7	27,3	-23,8
Zucchero	12,0	-0,2	-15,7	-30,0
Caffè (arabica)	100,7	-1,2	-25,3	-43,8
Caffè (robusta)	1.326,0	-12,0	-38,6	-34,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di luglio: previsioni di scorte in calo per mais e soia nel 2019-20. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di luglio, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2019-20. Nella stagione 2019-20 le stime del WASDE prevedono scorte globali di **frumento** in crescita del 4,1% su base annua, rivedendo la previsione del mese scorso al ribasso di 8 milione di tonnellate (mt) a 286 mt. Il dato riflette una limatura delle stime di produzione a 771 mt da 780 mt del rapporto di giugno in scia a minori raccolti in Unione Europea e Russia; revisioni verso il basso anche per le previsioni sui consumi di 3 mt a 760 mt nella stagione 2019-20, confermandosi comunque in crescita di 3,1% rispetto al 2018-19. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe salire modestamente a 37,7% (rivisto al ribasso da 38,6% di giugno) da 37,3% della scorsa stagione. Per quanto riguarda invece il **mais**, l'USDA prevede un calo a/a di 9,1% delle scorte a 299 mt (riviste al rialzo da 291 mt di giugno). Si stima inoltre un calo della produzione a 1.105 mt (riviste però al rialzo da 1.099 mt di giugno) da 1.123 mt della stagione precedente mentre per quanto riguarda i consumi le stime per il 2019-20 restano sostanzialmente invariate a 1.135 mt, in modesto aumento da 1.133 mt della stagione precedente. Il rapporto scorte/consumi è quindi previsto a 26,3%, in rialzo da 25,6% di giugno ma ancora in calo dal 28,7% del 2018-19. Più marcate invece le revisioni per la **soia**: l'USDA prevede un calo delle scorte di 7,5% rispetto alla scorsa stagione dopo che nel 2018-19 erano cresciute del 14,0% e che a giugno si stimavano sostanzialmente stabili rispetto all'annata precedente. La previsione di luglio riflette le revisioni al ribasso per la produzione a 347 mt da 355 mt del rapporto precedente (e comunque in calo da 363 mt del 2018-19), a fronte di stime di domanda invariate a 355 mt, come a giugno, e in rialzo da 160 mt dell'annata precedente. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi a 29,4% (al ribasso da 31,7% del WASDE di giugno) da 32,5% del 2018-19. Per quanto riguarda invece i prodotti derivati, le scorte globali di farine sono previste in marginale aumento (+0,1%, in rialzo da

-3,6% precedente), in scia a un calo dei consumi, mentre quelle di olio di soia dovrebbero flettere di 1,7% da -2,8% previsto nel rapporto di giugno.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

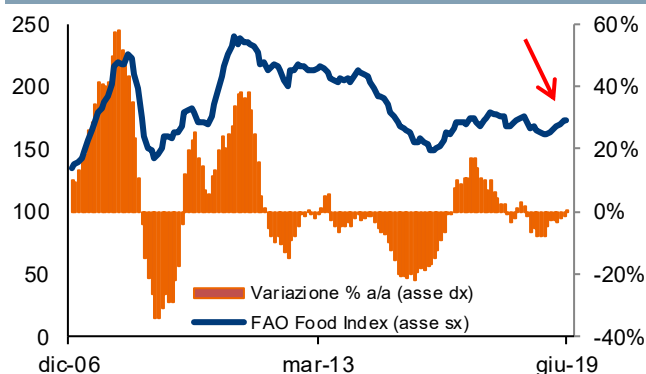
	25.07.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	343,5	5,2	5,2	5,2	-1,6
Mais (\$ cent.)	418,5	19,1	10,1	15,8	11,6
Frumento (\$ cent.)	499,5	14,8	-3,9	-6,9	-0,7
Soia (\$ cent.)	882,5	3,4	-4,6	2,5	0,0
Cotone (\$)	63,8	-16,9	-13,9	-28,3	-11,6
Cacao	2.434,0	3,8	9,4	5,1	0,7
Zucchero	12,0	-2,1	-3,5	8,8	-0,2
Caffè (arabica)	100,7	8,6	-5,8	-8,1	-1,2
Caffè (robusta)	1.326,0	-4,5	-13,2	-19,7	-12,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: in calo dopo cinque mesi consecutivi di rialzo i prezzi delle materie prime alimentari. Nel mese di giugno l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha registrato un modesto calo di 0,3% rispetto al mese precedente, su livelli vicini a quelli toccati nel giugno dello scorso anno. La lettura di giugno risente della flessione dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari e degli oli vegetali, che più che compensano i rialzi registrati nelle quotazioni di cereali, zucchero e carni. L'indice dei prezzi dei **cereali** è salito di 6,7% m/m (+3,8% a/a), spinto da un marcato aumento dei prezzi del mais (in crescita per il terzo mese consecutivo), che risentono della minore offerta statunitense. In crescita dopo due mesi di ribassi anche le quotazioni del frumento, mentre restano sostanzialmente stabili i prezzi del riso. In calo di 1,6% m/m, invece, gli **oli vegetali**, con l'indice relativo che scende ai minimi da dicembre dello scorso anno, trainati al ribasso da olio di palma e di soia a fronte di una crescita solo marginale per i prezzi degli oli di semi di girasole e di colza. Particolarmente marcata la contrazione dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, che segnano un calo di 11,9% m/m, dopo cinque mesi di rialzo, mantenendosi comunque al di sopra del livello di inizio anno di circa il 9%. La flessione delle quotazioni è particolarmente forte per burro e formaggio, in scia a una domanda più fragile e a un'offerta ancora robusta. In crescita invece i prezzi delle

carni (+1,5% m/m), che proseguono nel trend di rialzo in atto ormai da inizio anno, spinti dalla maggiore domanda cinese di pollame, bovini e suini, con questi ultimi che risentono anche della minore offerta cinese, su cui continua a pesare la peste suina. In aumento anche le quotazioni internazionali dello **zucchero**, +4,2% m/m, principalmente per effetto delle dinamiche valutarie del real brasiliano, divisa del principale paese produttore, e di minori esportazioni verso l'area euro.

FAO Food Index dal dicembre 2006

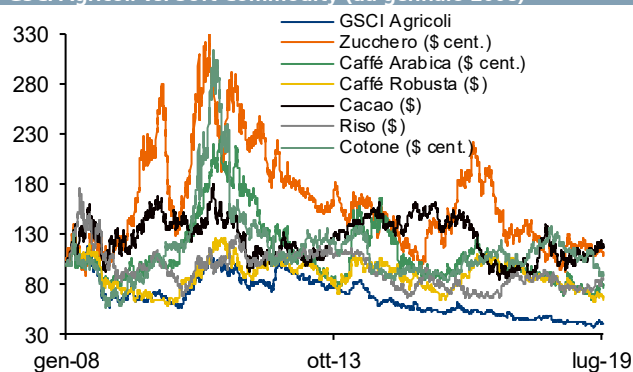


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: domanda di cereali attesa superiore all'offerta nel 2019-20, pesano le previsioni di calo per i raccolti di mais negli Stati Uniti. La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali, prevede una produzione mondiale di 2.685 milioni di tonnellate (mt) nel 2019, invariata rispetto alle stime di giugno. Si confermano dunque le previsioni per un aumento della produzione di 1,2% rispetto alla scorsa stagione, trainata dall'incremento dell'offerta di frumento (+5,6% a/a a 771 mt da 770 mt del rapporto precedente). Prevista invece in modesto calo di 0,5% rispetto alla scorsa stagione la produzione degli altri cereali a 1.398 mt (sostanzialmente invariata rispetto alla stima di giugno), con i minori raccolti di mais che dovrebbero più che compensare l'aumento di quelli di orzo. La primavera particolarmente umida ha infatti ritardato le coltivazioni di mais negli Stati Uniti. Si prevede dunque un minore rendimento delle coltivazioni statunitensi che compenserà i maggiori raccolti argentini. Sostanzialmente invariata rispetto alla stagione precedente, invece, la produzione di riso, che dovrebbe attestarsi a 516 mt nel 2019-20 (rivisti marginalmente al ribasso da 517 mt precedente) da 517,0 mt del 2018-19, con i maggiori raccolti in India e Thailandia che non dovrebbero bastare a compensare i cali previsti in Cina, Brasile e Stati Uniti. Previsti in crescita anche i consumi, che dovrebbero raggiungere le 2.708 mt (riviste al rialzo da 2.707 mt di giugno), in crescita di 1,0% rispetto alla scorsa stagione. Si prevede in particolare una crescita di 1,5% dei consumi di frumento a 758 mt (riviste al rialzo da 755 mt), principalmente per un aumento dell'utilizzo a scopo alimentare. Le scorte di cereali dovrebbero quindi chiudere la stagione in corso a 828 mt (rivisto da 829 mt precedente) da 855 mt del 2018-19; il calo dovrebbe essere imputabile principalmente alla

contrazione di quelle cinesi e statunitensi di mais (-12,4% rispetto alla scorsa stagione) a 311 mt. Sono invece previsti in espansione i magazzini di frumento di 4,5% rispetto al 2018-19, concludendo la stagione in corso a 279 mt. Il commercio internazionale di cereali è previsto in crescita del 2% rispetto alla scorsa stagione a 415 mt (rivisto al rialzo da 414 mt del rapporto di giugno), in scia a un incremento del 3,9% degli scambi di frumento a fronte di una sostanziale stabilità per il commercio di cereali secondari.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cacao: il timore di un'eccessiva domanda è scongiurato ma c'è malcontento tra gli agricoltori dell'Africa Occidentale. Quest'anno, dopo la crescita dell'anno scorso, i prezzi del cacao si sono stabilizzati rispetto a quanto era stato previsto. Questo riflette la situazione complessivamente positiva dell'Africa Occidentale, con Costa d'Avorio e Ghana che insieme contribuiscono a circa il 60% della produzione mondiale. Il raccolto ivoriano si aggira intorno a 1,9 milioni di tonnellate, quello della Costa d'Avorio sulle 900.000. Le esportazioni ivoriane da inizio anno sono cresciute del 14% smussando i timori di un eccesso di domanda. La situazione appare comunque da monitorare viste le sottolineature fatte da COCOBOD (Ghana Cocoa Board), l'ente pubblico ghanese che si occupa di gestire la produzione e di mediare tra gli agricoltori e gli acquirenti. Resta infatti l'annoso tema della bassa remunerazione dei contadini/produttori rispetto al volume di guadagni dell'industria del cacao. La filiera mondiale del cacao viene stimata, complessivamente, intorno ai 100 miliardi di dollari. Ghana e Costa d'Avorio percepiscono in tutto appena 6 miliardi di dollari, ovvero il 6% del giro d'affari complessivo, pur essendo titolari di non meno del 60% della produzione globale di cacao. Le basse remunerazioni degli agricoltori rischiano di mettere in dubbio la sopravvivenza di questa industria nell'Africa Occidentale. Sempre più soggetti infatti sono tentati di cedere le terre ai minatori illegali di oro. Un altro problema è legato alla delicatezza e alla bassa produttività delle piante di cacao; non a caso il Governo di Accra (Ghana) ha spesso varato programmi di sussidio agli agricoltori per l'acquisto di fertilizzanti ed antiparassitari.

Zucchero: conferma del surplus per il 2019, il Messico potrebbe mettere sotto pressione le quotazioni e contribuire al deficit previsto nel 2020. Secondo INTL FCStone ed S&P Global Platts, la stagione 2019-20 sarà caratterizzata da un consumo globale di zucchero superiore alla produzione. Quanto riportato risulta essere positivo per quanto riguarda i prezzi dei *future*, che ad oggi sono poco brillanti. Tuttavia, non considera la quantità ingente di scorte presenti in paesi come l'India, dove la produzione è piuttosto alta, e il Messico, dove peraltro i prezzi sul fronte internazionale sono poco attraenti. In particolare, a causa proprio della presenza di queste scorte, il Messico potrebbe influenzare negativamente le quotazioni dello zucchero. Il Messico, pur non essendo un player di rilievo nel mercato internazionale dello zucchero, potrebbe dover aumentare le esportazioni al fine di erodere l'ingente ammontare di riserve, ed esportare circa 1 milione di tonnellate di dolcificante in altri paesi oltre agli Stati Uniti, dove la quota di esportazione si è ora molto ridotta a causa dei dissidi commerciali fra i due paesi. Questa situazione, molto probabilmente, finirà per tradursi in un maggior flusso di zucchero in un mercato che è già gravato da un eccesso di offerta. Per quanto riguarda il quadro generale del mercato dello zucchero, questo registrerà un deficit di 1,62 milioni di tonnellate nel corso della stagione 2019-20, secondo la società di consulenza australiana Green Pool. Riviste a rialzo le stime sul surplus nella stagione 2018-19, attualmente previsto a 4,1 milioni di tonnellate contro i precedenti 3,35 milioni (19,43 milioni di tonnellate il surplus nella stagione 2017-18). Green Pool afferma che il mercato deve fare i conti infatti con scorte di zucchero particolarmente elevate, per di più in lieve aumento rispetto alla stagione passata.

Caffè: la produzione in Brasile deprime i prezzi del caffè e amplifica le criticità in Colombia. La grandissima offerta di caffè ha portato all'eccessivo indebolimento dei prezzi, che si mantengono ai minimi da diversi anni. Questa situazione è stata accentuata dalle scarse precipitazioni nell'ultimo periodo, che hanno consentito agli operatori di massimizzare la produzione (con operazioni di raccolta completate al 66% contro il 46% dell'anno precedente in questo periodo). Il Brasile, il maggior esportatore di caffè al mondo, ha registrato una forte ondata di freddo proprio nel momento di maturazione e raccolta dell'Arabica. Tuttavia, tale condizione climatica non si è rivelata in grado di creare danni sufficienti a ridurre la resa del raccolto. Il freddo che ha interessato il 25% della *coffee belt* brasiliana avrebbe infatti provocato danni in misura minima. Particolarmente critica è invece la situazione in Colombia, terzo paese produttore dopo Brasile e Vietnam. Qui il Governo ha creato un fondo di stabilizzazione gestito dalla National Federation of Coffee Growers con l'obiettivo di sostenere i coltivatori nel momento in cui le quotazioni del prodotto dovessero scendere al di sotto del costo di produzione. Nonostante i prezzi contenuti, la Colombia prevede un raccolto di caffè in aumento rispetto all'anno precedente, a quota 14 milioni di *bags*.

Cotone: la scarsa domanda mette in difficoltà le esportazioni di cotone. Le esportazioni di cotone sono diminuite in Cina, Bangladesh, Pakistan ed Europa a causa della minore domanda mondiale. La domanda globale di filati di cotone è infatti sotto pressione in Cina (il principale consumatore al mondo) e si è contratta di pari passo col rallentamento economico interno. Una tendenza recessiva che ha coinvolto tutti i principali mercati del cotone, tra cui il Bangladesh. A risentire maggiormente di questo quadro è l'India, il più grande esportatore globale di filati di cotone, che è costretta a ricorrere ad una serie di chiusure selettive degli impianti a causa del calo della domanda cinese e dell'accumulo di scorte di filati di cotone in Bangladesh. Il calo del 22% delle esportazioni indiane, nel 1° trimestre 2019, è stato aggravato dal rialzo dei prezzi del cotone grezzo sul mercato interno, che ha inciso sui costi di filatura, zavorrando le esportazioni di filato finito. Le esportazioni di filati di cotone hanno cioè subito una forte erosione dei margini di guadagno proprio a causa dei prezzi domestici più elevati della materia grezza. I produttori indiani di filati di cotone stanno inoltre perdendo la battaglia commerciale a causa del mercato esente da dazio ("filati di cotone duty-free") presente in Cina, Pakistan e Vietnam. Situazione che rappresenta un oggettivo vantaggio commerciale per quei paesi. Stesso discorso vale per i capi in cotone già confezionati in arrivo dal Bangladesh; anche questi prodotti infatti godono di un'esenzione parziale da dazi e risultano più competitivi di quelli indiani sul mercato orientale. Le esportazioni di capi di abbigliamento dal Bangladesh sono così aumentate dell'82% nel 2018-19 per un ammontare di 365 milioni di dollari, in gran parte realizzati con tessuto "duty-free" proveniente proprio dalla Cina.

Agricoli: Outlook Neutrale confermato. Analisi e giudizio sul comparto non cambiano. L'outlook resta Neutrale sugli Agricoli: la volatilità continuerà ad essere uno dei principali driver del comparto. Ribadiamo, come già detto, che saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ad eventuali eventi meteorologici negativi. Al pari, dovrebbero anche essere i primi a beneficiare della risoluzione delle diatribe commerciali, quando accadrà. Le condizioni meteorologiche sfavorevoli negli Stati Uniti, danneggiando la produzione e le rese delle coltivazioni, hanno sostenuto i prezzi di mais, frumento e soia negli ultimi due mesi. Il tutto in un contesto in cui la minaccia di un rallentamento economico peggiore del previsto resta al centro dello scenario. Ancora una volta ribadiamo come, in questo contesto, proprio le *soft commodity* potrebbero essere una valida alternativa di investimento con lo scopo di diversificare gli asset in portafoglio e spuntare un possibile extra-rendimento in una fase in cui i mercati si aspettano ampia liquidità a basso costo, vista la svolta espansiva di tutte le grandi Banche centrali. Un'ipotesi che conferma 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 890 (da 900) 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 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021	
Mais (\$ cent.)	418,5	415,0	402,5	402,5	405,0	408,6
Frumento (\$ cent.)	499,5	500,0	497,5	484,0	475,0	498,0
Soia (\$ cent.)	882,5	920,0	930,0	922,5	935,0	957,5
Cotone (\$)	63,8	70,0	70,0	72,5	72,0	69,9
Cacao	2.434,0	2.390	2.350	2.420	2.450	2.528
Zucchero	12,0	13,0	12,7	12,5	13,4	13,4
Caffè (arabica)	100,7	115,0	115,0	115,0	110,0	113,5
Caffè (robusta)	1.326,0	1.450	1.543	1.525	1.549	1.600

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 25.07.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021	
Mais (\$ cent.)	418,5	460	470	480	480	490
Frumento (\$ cent.)	499,5	500	500	500	500	500
Soia (\$ cent.)	882,5	890	900	900	900	900
Cotone (\$)	63,8	68,0	60	60	60	62
Cacao	2.434,0	2.450	2.500	2.500	2.500	2.600
Zucchero	12,0	12,5	12,5	12,5	12,5	12,5
Caffè (arabica)	100,7	105	115	115	115	120
Caffè (robusta)	1.326,0	1.450	1.525	1.525	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 27.06.2019.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Intesa Sanpaolo nella sezione ad accesso riservato del sito internet di Intesa Sanpaolo (www.intesaspaolo.com) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

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

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Andrea Volpi

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Cristina Baiardi