

## Commodity: si dilatano i tempi di un accordo sui dazi

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Valutazioni immutate per l'Energia, prevale una cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del petrolio; il mix fra efficacia dei tagli (a cui si somma l'embargo all'Iran e i guai di Venezuela e Libia) e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è l'insieme di fattori fondamentali da monitorare. Il rallentamento della crescita globale è ancora l'ostacolo principale per tutte le commodity, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della disputa commerciale fra Cina e USA. Alla luce di questo scenario, manteniamo una previsione di consolidamento su alti livelli del petrolio nei prossimi mesi. Seppur ribadendo un certo grado di prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 72,4 dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 64,1 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile nel 2020 e a 70 e 66 (da 80 e 75) dollari al barile nel 2021.

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo a causa delle incertezze.** Aumenta il grado di incertezza sulle quotazioni dei Preziosi al punto da modificare il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo. Nei prossimi mesi, prevediamo che l'incertezza rimarrà un fattore permanente sui mercati e questo potrebbe aggiungere volatilità ai prezzi dei Metalli. Tuttavia, dubitiamo che tale contesto incerto possa durare tanto a lungo da alimentare una significativa tendenza rialzista del prezzo dell'oro. È probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed. L'avversione al rischio viene sollecitata dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA ma queste tensioni non riescono al momento a supportare al rialzo il comparto. La domanda di oro da parte degli investitori è di solito legata alla necessità di copertura contro l'inflazione. Purtroppo, in questa fase, non possiamo che ribadire come sia difficile ipotizzare un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire allo scenario di rialzo dei Preziosi.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo ma resta l'attesa per fondamentali migliori.** Aumentano i timori che minano il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visto il rallentamento delle trattative commerciali fra USA e Cina. I fondamentali restano 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 effetti, nonostante i buoni fondamentali del mercato fisico, auspichiamo un rialzo potenziale dei prezzi molto limitato, se le tensioni commerciali persisteranno. Resta valida l'idea che possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. Ai livelli attuali la maggior parte dei metalli è sostenuta da costi marginali di produzione e da scorte estremamente basse a causa dell'assenza di investimenti negli anni passati.

**Agricoli: Outlook Neutrale confermato.** Non muta il nostro giudizio Neutrale sugli Agricoli: l'atteso restringimento dei rischi politici e commerciali tarda ad arrivare e anzi si accentuano le incomprensioni fra USA e Cina, le cui conseguenze si scaricano sugli Agricoli. Permane l'auspicio che gli operatori tornino però a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali di settore. L'intero settore resta vulnerabile ai rischi meteorologici ma per il momento, in Sud America, l'impatto del fenomeno El Niño sul settore agricolo è stato minimo. Il fenomeno El Niño è però nel pieno del suo corso e rischia di amplificare eventi meteorologici estremi già inaspriti dal cambiamento climatico, aumentando le probabilità che il 2019 sia l'anno più caldo mai registrato.

30 maggio 2019

15:55 CET

Data e ora di produzione

30 maggio 2019

16:00 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\*

	Mag.	Apr.
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	29,5	-24,78
Brent	29,1	-19,18
Gas Naturale	-10,4	-3,80
Gasolio	18,6	-14,45
Oro	0,1	-2,36
Argento	-6,8	-9,78
Rame	-1,4	-17,21
Alluminio	-2,8	-18,48
Zinco	6,8	-25,32
Nickel	12,7	-15,29
Mais	11,7	6,16
Frumento	-2,5	16,09
Soia	-1,2	-7,59
Cacao	0,9	24,79
Zucchero	-1,3	-21,53
Caffè	-2,3	-21,77
Cotone	-4,3	-6,84

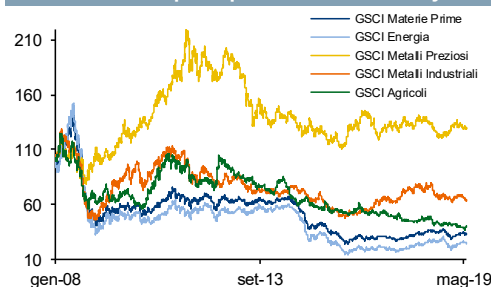
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 29.05.2019

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.05.19	01.01.19	192 anni	5 anni
GSCI	2.518,6	14,3	12,4	-49,6
GSCI Energia	480,5	25,3	26,8	-58,3
GSCI Met. Preziosi	1.508,3	-0,8	-1,9	-3,5
GSCI Met. Industriali	1.181,9	-0,5	0,6	-12,4
GSCI Prod. Agricoli	347,4	-0,5	-14,7	-47,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.05.2019

### 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 29.05.2019.

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

## Energia: salgono i timori sul petrolio in vista del meeting OPEC di giugno

**Peggiora il sentiment sulle commodity dopo il report OCSE.** Le prospettive che emergono dal Rapporto OCSE sull'economia mondiale (OECD Economic Outlook), presentato lo scorso 21 maggio, non sono rosee. La crescita globale subirà un pesante rallentamento e le motivazioni vanno ricercate nelle dispute commerciali che penalizzano le imprese di tutto il mondo. L'OCSE rivede così le stime di crescita del PIL globale, che passa dal 3,9% a un più modesto 3,2% – il ritmo di crescita più lento mai registrato dal 2016 – per l'anno in corso, dopo il 3,5% del 2018, confermando invece l'attesa sul 2020 al 3,4%. Secondo le stime, la crescita dell'economia nell'Eurozona, dopo il +1,8% dello scorso anno, scenderà all'1,2% quest'anno, per poi recuperare all'1,4% il prossimo. Gli Stati Uniti sono invece cresciuti del 2,9% nel 2018, per arrivare al 2,8% quest'anno e scendere al 2,3% nel 2020. Lo sviluppo del commercio mondiale rallenta drasticamente: quest'anno dovrebbe crescere di poco più del 2,6% (contro ad esempio il 4,7% registrato nel 2017), il tasso più basso degli ultimi dieci anni. Secondo l'OCSE, all'origine di questa frenata ci sono le tensioni tra Stati Uniti e Cina, questione che andrebbe risolta con accordi e logiche multilaterali e non invece con una trattativa fra due parti singole come sta avvenendo da molti mesi. Le conseguenze del protrarsi della situazione attuale potrebbero essere un prolungato periodo di tariffe più alte tra Stati Uniti e Cina, nuove barriere commerciali tra USA ed Europa, una maggiore frenata dell'economia in Cina, la conferma di una debole crescita in Europa, e vulnerabilità finanziarie con risvolti anche sul debito pubblico e privato delle principali economie. Nuove tariffe sugli scambi tra Cina e Stati Uniti deprimerebbero ulteriormente il commercio e la crescita, mentre proprio il sistema Cina resta il fattore trainante della crescita economica globale. Un rallentamento più marcato di quello già visto (PIL cinese al 6,6% lo scorso anno, 6,2% previsto a fine 2019, e 6% per il 2020) implicherebbe una serie di risvolti negativi sia per la crescita mondiale che per le prospettive commerciali. Dal punto di vista poi del sentiment dei mercati, le crescenti tariffe e dazi doganali hanno colpito la fiducia delle imprese e interrotto il loro sviluppo. Con tanta incertezza e poca fiducia, gli investimenti ne risentono e la produzione manifatturiera si è indebolita. Un quadro che si rifletterà in modo ancora più negativo di quanto già verificatosi sulle materie prime. Ancora una volta le nostre previsioni sulle commodity dipendono dal futuro andamento dei dati macroeconomici, dall'esito delle trattative commerciali e da una serie di fattori politici, come il post-elezioni europee e l'inizio della campagna per le presidenziali USA.

**Energia: il petrolio consolida sotto i massimi, pesano Iran, Venezuela e Libia.** Il petrolio consolida sotto i massimi livelli, pesano tre aspetti: il blocco dell'import dall'Iran imposto dagli USA anche agli altri Paesi precedentemente esonerati, il caos in Venezuela, l'escalation militare in Libia. Questo quadro ci spinge a sottolineare come il prezzo del greggio si manterrà probabilmente alto anche nei prossimi mesi, con contraccolpi

non secondari soprattutto per le forniture di petrolio verso le economie asiatiche.

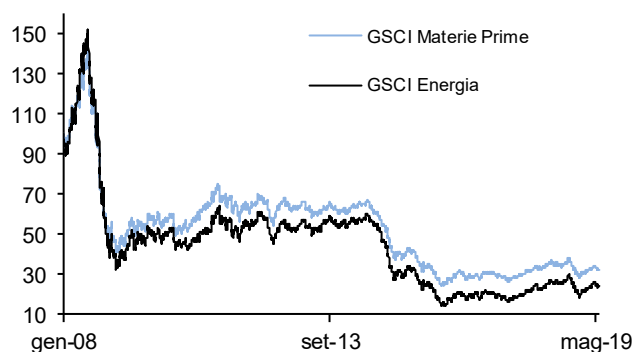
**Iran.** L'embargo è totale a partire dal 2 maggio scorso; le esenzioni per Cina, India, Italia, Grecia, Giappone, Corea del Sud, Taiwan e Turchia sono di fatto state annullate. L'obiettivo di Trump resta quello di far cadere l'attuale regime iraniano. Gli USA hanno coalizzato infatti contro Teheran i nemici storici del Paese: Israele e Arabia Saudita. Da inizio anno, le riduzioni dell'offerta di petrolio proveniente dall'Iran, unite alla ridotta produzione libica, hanno fatto rialzare le quotazioni del petrolio di quasi il 50%. Secondo lo stesso Trump, però, non ci sarebbero rischi di eccessivo rincaro dei prezzi, visto che il gap di offerta verrebbe coperto da Arabia Saudita, Emirati Arabi e dagli stessi Stati Uniti. Resta comunque qualche perplessità sull'effettiva capacità di coprire la produzione mancante, perché l'Iran, che in media negli anni scorsi esportava circa 2,3 milioni di barili al giorno, a marzo riusciva comunque a garantire un export di 1,4 milioni di barili giornalieri. Arabia Saudita ed Emirati potrebbero provare ad introdurre sul mercato al massimo 1 milione di barili/giorno (in aggregato), lasciando aperto un divario, seppur minimo, rispetto all'output effettivo iraniano.

**Venezuela.** Il caos dello scenario politico venezuelano è riassumibile in un solo episodio. Nel tentativo di ribaltare il regime di qualche settimana fa, Guaidó si era detto sicuro del fatto che Maduro avesse perso l'appoggio dell'esercito e nelle ultime settimane aveva messo le Forze Armate al centro dei suoi appelli, facendo leva sulla loro condizione di uomini e donne del popolo. La spallata, tuttavia, non c'è stata. Sono arrivati, invece, gli scontri tra l'esercito fedele a Maduro e i manifestanti pro-Guaidó. In questo scenario intanto prosegue il crollo dell'export di petrolio del Paese, anche se proprio recentemente gli USA hanno ricominciato ad acquistarlo. Le esportazioni di petrolio dal Venezuela agli Stati Uniti nella settimana tra il 13 e il 17 maggio sono state pari a 49.000 barili al giorno, a detta del Dipartimento per l'Energia USA. Un anno fa, nella medesima settimana, questo valore ammontava a 352.000 barili al giorno. Il 28 gennaio, gli Stati Uniti avevano annunciato l'imposizione di sanzioni contro la compagnia petrolifera di stato venezuelana PDVSA, bloccando i beni e gli interessi della società nella sua giurisdizione per 7 miliardi di dollari e vietando le transazioni di terzi con la stessa PDVSA. Sul fronte economico, la Banca centrale del Venezuela ha diffuso i primi dati ufficiali sul PIL del Paese negli ultimi quattro anni. Nel 3° trimestre del 2018, secondo quanto riportato dall'istituto centrale, il PIL venezuelano si è contratto del 22,5% rispetto allo stesso periodo del 2017. Il presidente Maduro aveva interrotto la pubblicazione dei dati economici nel 2015, quando l'OPEC (di cui fa parte anche il Venezuela) era entrata in crisi a causa del crollo del prezzo del petrolio. Le esportazioni di petrolio nel 2017 sono scese da 31,5 a 29,8 milioni di dollari. L'inflazione si attesterebbe al 33,8% ad aprile 2019 rispetto a marzo. Le cifre diffuse dalla Banca centrale (Fonte Reuters) sono comunque inferiori rispetto a quelle fornite dall'Assemblea Nazionale. Il Parlamento, controllato

dalle opposizioni, ha indicato infatti un'inflazione del 44,7% riferita ad aprile 2019.

**Libia.** La produzione di petrolio in Libia si attesta attualmente a circa 1,3 milioni di barili al giorno, ma potrebbe diminuire del 95% a causa delle operazioni militari in corso nel Paese, ha affermato Mustafa Sanalla, capo della Libyan National Oil Corporation (NOC). L'ipotesi peggiore in Libia è che la fine del monopolio della NOC sulle esportazioni si traduca in una prolungata guerra civile con una quantità ampia di soggetti pronti ad armarsi e a combattersi fra di loro finanziandosi coi proventi della vendita del petrolio, rendendo il comparto petrolifero libico ancora più instabile. Solo il cessate il fuoco e il ritorno al sistema a doppia responsabilità (tra Haftar e il Governo di Tripoli, che resta l'unico riconosciuto dalla comunità internazionale) potrebbero riportare stabilità nel sistema petrolifero della Libia.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.05.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.518,6	14,3	12,4	-49,6
GSCI Energia	480,5	25,3	26,8	-58,3
WTI (\$)	58,8	29,5	18,4	-42,7
Brent (\$)	69,5	29,1	34,0	-36,5
Gas Naturale (\$)	2,6	-10,4	-16,3	-42,0

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

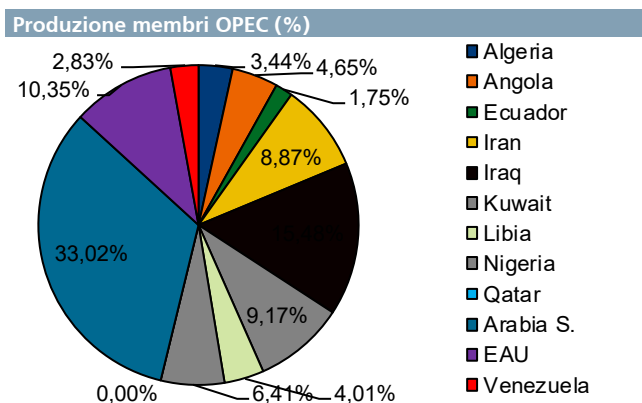
**Verso il vertice OPEC di Vienna del 25-26 giugno.** Il focus si sposta ora sulle scelte dell'OPEC: le valutazioni sullo scenario petrolifero sono rimandate al vertice ordinario dell'OPEC (e a seguito a quello "OPEC+") in agenda il 25-26 giugno a Vienna. Difficilmente arriveranno sorprese positive dai consumi, mentre non escludiamo modeste revisioni al ribasso per la crescita dell'offerta dai Paesi non-OPEC. Lo scenario sul petrolio resta immutato: l'efficacia dei tagli e la riduzione dell'offerta di greggio si contrappongono alla forte produzione di *shale-oil* USA, che ormai si assesta vicino ai 12 milioni di barili giornalieri, ai massimi dal 2017. Nelle ultime settimane le parole del Ministro dell'Energia russo Novak, piuttosto scettico sull'effettiva possibilità di prorogare i tagli alla produzione OPEC+ anche nella seconda parte dell'anno, hanno ancora una volta chiarito come la Russia voglia evitare che gli Stati Uniti continuino ad erodere quote di mercato, visti i cospicui aumenti della produzione americana di greggio. Il rallentamento nel calo della produzione russa, in violazione degli accordi, potrebbe rappresentare un primo indizio della volontà di non estendere i tagli alla produzione, facendo leva sulla costante riduzione della produzione da parte di Iran, Venezuela e Libia. I quantitativi prodotti dai tre paesi sommati assieme (dati di aprile) ammontano a circa 4,6 milioni di barili giornalieri, non tutti esportati, a dire il vero. Dato che l'export pesa circa il 50% del prodotto, un eventuale azzeramento delle quote dei tre paesi citati porterebbe a un calo dell'offerta sul mercato pari a circa 2,3 milioni di barili giornalieri, un ammontare che, sulla carta, può essere agevolmente fornito dall'aumento della produzione di Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti. Basterebbe pertanto che l'OPEC+ decidesse di annullare i tagli, non prorogandoli per la seconda parte dell'anno, e la produzione OPEC+ aumenterebbe di 1,2 milioni di barili al giorno, colmando circa la metà della mancata produzione di 2,3 milioni. In prospettiva, il timore (alimentato dalle dichiarazioni russe) di una mancata proroga dei tagli OPEC+ il 25/26 giugno a Vienna (preceduto da un meeting tecnico in Arabia Saudita il 19 maggio) potrebbe comportare ulteriori pressioni al ribasso sulle quotazioni del petrolio.

**EIA: mercato in deficit nel 2019, vicino all'equilibrio nel 2020.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di maggio, l'EIA (U.S. Energy Administration) stima un mercato in deficit nel 2019 e intorno all'equilibrio, marginalmente in surplus, nel corso del 2020. Nel 2019 l'EIA prevede infatti una domanda superiore all'offerta di 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g), stima rivista al rialzo da 0,1 mb/g di aprile, 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; nelle più recenti stime invece l'EIA prevede un mercato più vicino all'equilibrio, in modesto surplus di 0,1 mb/g. Secondo l'EIA, la crescita dei prezzi del greggio dovrebbe stimolare la produzione statunitense, mentre l'aumento delle estrazioni in Arabia Saudita, Emirati Arabi Uniti, Kuwait e Russia dovrebbe compensare la minore produzione iraniana. Molto probabilmente però la decisione sulla crescita dell'offerta non sarà presa prima di giugno. Sul fronte della domanda, si prevede un aumento degli impieghi a 101,4 mb/g (invariato rispetto al rapporto precedente) nel 2019 da 99,9 mb/g del 2018, per poi toccare quota 102,9

mb/g nel 2020, al rialzo da 102,8 mb/g della precedente stima. Per quanto riguarda invece l'offerta, i paesi non-OPEC dovrebbero aumentare le proprie estrazioni dai 63,4 mb/g del 2018 a 65,7 mb/g nel 2019 (rivisto al rialzo da 65,6 mb/g) e poi a 68,2 mb/g nel 2020, rivisto al rialzo di 0,4 mb/g rispetto alla lettura precedente (aprile 67,8). Revisioni al rialzo anche per la produzione statunitense, che dovrebbe crescere di 1,5 mb/g a/a a 12,5 mb/g nel 2019 (nel rapporto precedente l'EIA stimava estrazioni per 12,4 mb/g) per poi salire a 13,4 mb/g l'anno successivo, rivisto anch'esso verso l'alto da 13,1 mb/g. L'aumento della produzione negli Stati Uniti implica un calo delle importazioni nette di greggio a 0,61 mb/g nel 2019 (riviste al ribasso da 0,85 mb/g) dai 2,34 mb/g del 2018. Nel 2020 gli Stati Uniti dovrebbero invece diventare esportatori netti di petrolio con un surplus medio annuo di 0,57 mb/g (rivisti al rialzo da 0,16 mb/g precedente), che dovrebbe però raggiungere 1,04 mb/g nel 4° trimestre dell'anno prossimo (al rialzo da 0,8 mb/g). I paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero invece ridurre le estrazioni di 1,7 mb/g a/a a 30,3 mb/g nel 2019 e a 29,9 mb/g nel 2020, entrambe le stime sono state limitate dai precedenti 30,5 mb/g e 30,3 mb/g. 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 1,7 mb/g nel 2019 (rivista al ribasso da 1,9 mb/g precedente) e a 1,8 mb/g nel 2020 (al ribasso da 2,1 mb/g dello scorso rapporto). Alla luce dei fondamentali di domanda e offerta descritti l'EIA rivide dunque al rialzo le previsioni di prezzo per il 2019-20: il Brent dovrebbe dunque muoversi intorno a una media di 69,64 dollari al barile (\$/b) nell'anno in corso (le previsioni precedenti puntavano verso quota 65,15 \$/b) e a 67,00 \$/b l'anno successivo (al rialzo da 62,00 \$/b). Lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a 6,9 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b nel 2020.

**IEA: l'OPEC aumenta marginalmente le estrazioni; la produzione non-OPEC continua a crescere a tassi superiori alla domanda.** Nell'Oil Market Report (OMR) di maggio l'IEA (International Energy Agency) ha sostanzialmente confermato un quadro di mercato in cui l'offerta dei paesi non-OPEC cresce a tassi superiori alla domanda nell'anno in corso. Le stime di domanda sono state riviste verso il basso rispetto al rapporto precedente e i consumi sono previsti intorno ai 100,4 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2019 (rivisti al ribasso da 100,6 mb/g di aprile) da 99,1 mb/g del 2018 (al ribasso da 99,2). Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC è prevista in crescita di 1,9 mb/g a/a a 64,6 mb/g nel 2019 (rivista al rialzo da 64,4 mb/g), dopo una media di 62,7 mb/g nel 2018. Si conferma dunque uno scenario in cui l'offerta dei paesi non appartenenti all'Organizzazione cresce a ritmi superiori alla domanda. Per bilanciare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione OPEC di 30,3 mb/g nel 2019 (al ribasso da 30,7 mb/g dell'OMR di aprile) dopo i 30,9 mb/g del 2018 (rivisti al ribasso da 31,0 mb/g). Secondo l'IEA, ad aprile l'offerta nei paesi OPEC è tornata a salire di 0,06 mb/g a 30,2 mb/g, con le maggiori estrazioni in Libia, Nigeria e Iraq che hanno compensato il calo iraniano. Al momento quindi, nonostante l'aumento dell'offerta, se l'OPEC dovesse mantenere le estrazioni ai livelli correnti per il resto del 2019 il mercato dovrebbe risultare in deficit. Sul fronte delle scorte

commerciali, quelle dei paesi OCSE, alla fine di marzo, sono scese di 25,8 mb rispetto al mese precedente, mentre in termini di copertura gli stock sono scesi a 59,8 giorni, ai minimi dal luglio del 2018.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.04.2019

**OPEC: stime invariate rispetto al mese precedente, estrazioni OPEC invariate rispetto a marzo.** Nel più recente rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report), l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha confermato le proprie stime sui fondamentali di domanda e di offerta relativi al 2019. Secondo l'Organizzazione, la domanda globale nel corso del 2019 dovrebbe quindi aggirarsi intorno a 99,9 mb/g dopo i 98,7 mb/g del 2018. Sul fronte dell'offerta, invece, quella dei paesi non-OPEC, dopo essere salita di 2,9 mb/g a/a nel corso del 2018 a 62,4 mb/g, dovrebbe crescere di 2,2 mb/g a/a nell'anno in corso toccando quota 64,5 mb/g. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,6 mb/g nel 2019 (rivisto al rialzo da 30,3 mb/g), dopo i 31,6 mg/g del 2018 (al rialzo da 31,4 mb/g). Si stima che l'OPEC, ad aprile, dovrebbe avere estratto 30,03 mb/g, come a marzo. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE siano salite a marzo di 58,5 mb/g a/a a 2875 mb; rispetto alla loro media a cinque anni le scorte di greggio restano superiori di 20,3 mb, mentre quelle di prodotti raffinati sono in surplus per 2,5 mb. In termini di copertura, le scorte commerciali sono rimaste stabili a 60,6 giorni, in crescita di 1,1 giorni rispetto allo stesso periodo dello scorso anno ma 1,0 giorni al di sotto della media quinquennale.

**Performance di medio termine**

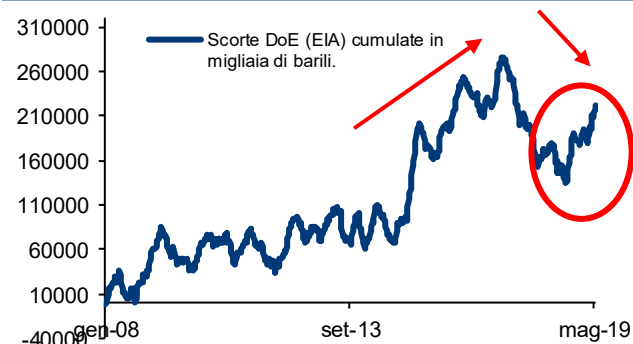
	29.05.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	480,5	2,7	5,4	-9,9	25,3
WTI (\$)	58,8	2,8	15,5	-13,8	29,5
Gas Naturale (\$)	2,6	-6,4	-42,9	-8,7	-10,4
Gasolio (\$)	605,8	-3,1	10,0	-11,5	18,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Gas naturale: prezzi scarsamente sotto pressione.** Le previsioni meteorologiche suggeriscono un rialzo delle temperature al di sopra della media stagionale nell'Europa settentrionale, mentre rimarranno al di sotto della media stagionale nell'Europa continentale, nel Regno Unito e in Scandinavia. In concomitanza con queste previsioni si stima che ci sia una generazione di energia elettrica da eolico più bassa in Germania, controbilanciata però da un'alta generazione di

energia elettrica di derivazione solare. Ciò nonostante nelle ultime settimane i prezzi del gas naturale in Europa sono diminuiti. Nella settimana al 17 maggio, i dati elaborati dal Dipartimento dell'Energia USA hanno evidenziato un incremento degli stock di gas di poco inferiore alle stime. Secondo NatGasWeather dal 27 maggio al 3 giugno, pioggia, neve e temporali colpiranno tutto l'Ovest degli Stati Uniti. La zona tra il Texas e la costa del Medio-Atlantico registrerà un rialzo delle temperature vista la presenza dell'alta pressione. Temperature più calde si registreranno tra Chicago e New York con piogge nel Midwest settentrionale. L'alta pressione nel Sud-Est si indebolirà durante il fine settimana con un abbassamento delle temperature determinato da alcune perturbazioni che attraverseranno gli stati settentrionali degli Stati Uniti. Complessivamente, la domanda di gas per riscaldamento dovrebbe essere moderata a causa delle condizioni di caldo negli Stati Uniti meridionali. Una situazione però che non creerà pressione dal lato della generazione di corrente elettrica (per condizionamento degli ambienti) perché il caldo resterà comunque moderato.

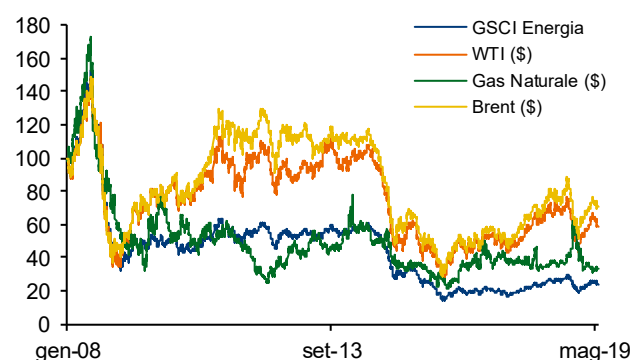
#### WTI: scorte DoE



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

**La dinamica delle scorte USA.** Le scorte settimanali API sono scese di 5,27 milioni di barili, contro il dato precedente di +2,4 milioni; salgono però le benzine che registrano un incremento di oltre 2,7 milioni di barili, a segnalare un consumo non così forte.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Valutazioni immutate per il comparto energetico, dove persiste una cauta fiducia circa il

consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio; il mix fra efficacia dei tagli (a cui si somma l'embargo all'Iran e i guai di Venezuela e Libia) e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è l'insieme di fattori fondamentali da monitorare. Il rallentamento della crescita globale è ancora l'ostacolo principale per tutte le commodity, come segnalato dall'OCSE, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. I timori di un mancato prolungamento dei tagli (vista la contrazione dell'export iraniano, libico e venezuelano) stanno creando molto nervosismo sul comparto petrolifero, con quotazioni forse eccessivamente indebolite. Pensiamo che invece il rispetto delle quote produttive assegnate ai membri OPEC resterà un fattore a supporto del greggio. 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: 72,4 dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 64,1 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 68 dollari al barile nel 2020 e a 70 e 66 (da 80 e 75) 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.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2020	2021
WTI (\$)	58,8	60,5	63,0	62,0	64,0
Brent (\$.)	69,5	69,0	70,0	70,0	68,9
Gas Nat. (\$)	2,6	3,0	3,0	3,1	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2020	2021
WTI (\$)	58,8	63,0	64,5	64,1	68,0
Brent (\$.)	69,5	73,0	73,5	72,4	75,0
Gas Nat. (\$)	2,6	2,70	2,80	3,00	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

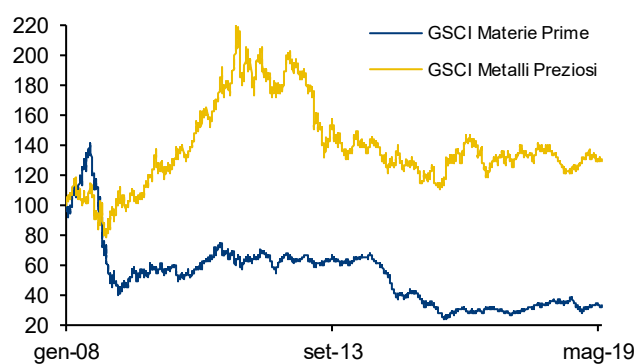
## Metalli Preziosi: consolidano pur perdendo appeal presso gli investitori

Il comparto consolida intorno alla parità da inizio anno. I Preziosi si confermano deboli e scambiano da inizio anno intorno alla parità, nonostante nelle ultime settimane sia aumentata l'avversione al rischio sui mercati in questo 2° trimestre del 2019. L'indice aggregato, che era arrivato fino in area 1.600 a fine febbraio, ha visto concretizzarsi un trend di ritracciamento che lo ha riportato in area 1.500. Tale movimento deriva dal diverso posizionamento degli operatori finanziari che, nonostante necessitino di asset più difensivi, non stanno privilegiando i Preziosi nella loro ricerca di sicurezza ma preferiscono titoli di stato e valute rifugio, come yen e franco svizzero. Dai verbali della Fed relativi al meeting dello scorso 1° maggio è emerso con ancora maggior forza il crescente timore che la guerra commerciale tra Washington e Pechino possa danneggiare l'economia USA. Tale preoccupazione ha portato la Fed a dichiararsi ampiamente a suo agio con l'attuale politica monetaria, che al momento non prevede mosse sui tassi. Dati economici più deludenti del previsto, negli Stati Uniti, hanno spinto infatti la Federal Reserve ad attenuare in modo deciso la sua politica monetaria restrittiva, sorprendendo per il tono accomodante con cui ha sostanzialmente escluso un rialzo del costo del denaro nel breve. Dal lato del dollaro, l'apprezzamento della valuta è in stand-by: questo potrebbe aiutare l'oro, vista la correlazione inversa che esiste fra i Preziosi e il biglietto verde, ma al momento non si sta verificando. Come già detto, vengono meno a sostegno del comparto sia l'avversione al rischio che le tensioni sullo scenario globale. Le tensioni sull'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti rimangono, ma il mercato, pur avendo sensibilmente ridotto il proprio ottimismo circa una possibile soluzione condivisa e positiva delle diatribe commerciali, non si dirige comunque sui Preziosi. A sostenere il comparto potrebbe restare solo il fronte europeo ma le prospettive economiche per l'area euro sono apparse piuttosto deludenti, così come evidenziato sia dai dati macro delle ultime settimane sia dall'analisi della BCE. Anche dalla questione Brexit potrebbe derivare più di una tensione. Le dimissioni della premier May, incapace di traghettare la Gran Bretagna fuori dall'Unione Europea, pesano sulla valuta. E' possibile che le sue dimissioni inaspriscano la crisi politica in corso visto che chi le succederà vorrà probabilmente un divorzio più duro dalla UE, alzando ancora di più il livello dello scontro con l'Unione e aumentando le possibilità di elezioni anticipate nel Paese. 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) le tensioni geopolitiche, che potrebbero tornare ad alimentare l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi; d) l'andamento *flat* dell'inflazione mondiale, acuito dall'attuale storno delle quotazioni petrolifere.

	Performance di lungo termine			
	Valore 29.05.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.518,6	14,3	12,4	-49,6
GSCI Preziosi	1.508,3	-0,8	-1,9	-3,5
Oro (\$)	1.282,5	0,1	1,6	2,9
Argento (\$)	14,4	-6,8	-17,0	-22,8
Platino (\$)	793,8	-0,2	-15,7	-45,2
Palladio (\$)	1.351,4	7,2	67,6	61,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Ancora Fed e dollaro al centro delle dinamiche di oro e argento.** Nonostante i numerosi fattori rialzisti, come rischi geopolitici, aumento delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e nuovo posizionamento delle Banche centrali nei mercati emergenti, la performance di oro e argento resta insoddisfacente. I mercati hanno più che metabolizzato le aspettative di una Fed attendista sui tassi nei prossimi trimestri, il che significa che la politica monetaria USA è destinata a perdere temporaneamente importanza come fattore alla base del movimento dei prezzi di oro e argento. Nonostante il posizionamento accomodante della Fed, il dollaro non si è granché svalutato e questo non sta favorendo il recupero dei due metalli. Nel complesso, ci aspettiamo che nel prossimo futuro l'oro possa probabilmente scambiare all'interno della fascia 1.200-1.350, come accaduto negli ultimi tre anni. L'oro non trarrà ulteriori benefici dalle aspettative di bassi tassi di interesse, poiché questi sono già pienamente incorporati nei prezzi di mercato. Le pressioni inflazionistiche sono basse o assenti nella maggior parte dei paesi, altro fattore che non sosterrà le quotazioni auree. Anche se la crescita globale è destinata a decelerare, le stime di consenso indicano solo un moderato indebolimento e non una vera e propria recessione, altro fattore che non spingerà i prezzi dell'oro. La performance negativa dell'argento del 2018 sembrava potesse essere mitigata dal trend rialzista di questi primi mesi del 2019 ma questo non si è verificato, anzi il risultato dell'argento è tornato in negativo da inizio anno. Temi e cause alla base di questa debolezza sono del tutto assimilabili a quanto detto per l'oro. Dal lato industriale, gli operatori si mostrano inibiti

nell'apprezzare l'argento come materia prima: questo ulteriore fattore appesantisce lo scenario sul metallo, visti i timori relativi alla frenata, certificata anche dall'OCSE, della crescita globale. In maniera ancor più cauta ipotizziamo un prezzo medio di 15 dollari per il 4° trimestre 2019 (da 16,7), di 16 dollari (da 17) per il 2020 e 16,3 dollari (da 17,5) per il 2021.

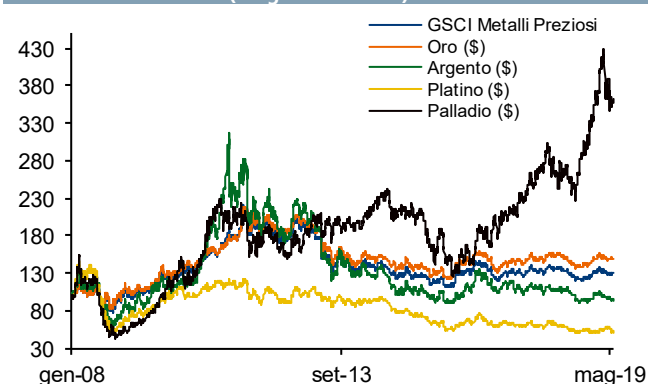
**Quadro immutato su Platino e Palladio, che restano legati alle vicende del settore Auto.** Appaiono immutati i fattori che guidano i due metalli: alla base della divergenza fra i due andamenti, lo stato di salute del settore Auto. Come già detto, mentre oro e argento appaiono influenzati dal mercato delle valute e dalle scelte sui tassi delle Banche centrali, platino e palladio restano subordinati al *sentiment* industriale. Trump ha posticipato i dazi sulle auto europee e giapponesi di 180 giorni, cioè sei mesi, e ha auspicato il proseguire delle trattative con l'UE e il Giappone al fine di trovare un accordo. Il **platino** ha invertito con violenza il suo trend nell'ultimo mese; la forte discesa al ribasso che stiamo osservando è dovuta al fatto che il metallo è utilizzato principalmente nei convertitori catalitici dei veicoli mossi da propulsori diesel. Il calo della domanda per queste motorizzazioni in Europa e in Cina ha ovviamente finito per incidere sulle quotazioni del platino. La diminuzione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina resta al centro dell'analisi che investe i due metalli. Il venir meno, sia commercialmente che dal punto di vista ecologico, dei motori diesel porterà inevitabilmente a una diminuzione della domanda globale di platino rispetto a quella di palladio (utilizzato nei motori a benzina). Conseguentemente, il platino dovrebbe registrare un surplus marginale nel 2019. 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 opposta per il **palladio** che, essendo utilizzato nelle marmitte catalitiche delle auto a benzina, ha tratto e trarrà ancora beneficio dal capovolgimento delle quote di mercato in atto nel comparto Auto. Le stime sul palladio indicano un deficit per l'ottavo anno consecutivo. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.480 dollari (da 1.600) per il 4° trimestre 2019 e di 1.550 dollari (da 1.600) per il 2020, 1.600 dollari per il 2021.

#### Performance di medio termine

	29.05.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.508,3	-3,1	4,3	-3,3	-0,8
Oro (\$)	1.282,5	-2,5	5,1	-1,5	0,1
Argento (\$)	14,4	-7,5	2,0	-12,5	-6,8
Platino (\$)	793,8	-9,0	-0,7	-12,8	-0,2
Palladio (\$)	1.351,4	-12,8	14,6	37,5	7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo a causa delle incertezze.** Aumenta il grado di incertezza sulle quotazioni dei Preziosi al punto da modificare il nostro outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo. Nei prossimi mesi, prevediamo che l'incertezza rimarrà un fattore permanente sui mercati e questo potrebbe aggiungere volatilità ai prezzi dei Preziosi. Tuttavia, dubitiamo che tale contesto incerto possa durare tanto a lungo da alimentare una significativa tendenza rialzista del prezzo dell'oro. È probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed. L'avversione al rischio viene sollecitata dal mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA ma queste tensioni non riescono al momento a supportare il rialzo il comparto. La domanda di oro da parte degli investitori è di solito legata alla volontà di accumulare attività rifugio che forniscono diversificazione e copertura contro l'inflazione. Purtroppo, in questa fase, non possiamo che ribadire come sia difficile ipotizzare un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire allo scenario di rialzo dei Preziosi. Infine, la continua diversificazione delle riserve delle Banche centrali nei mercati emergenti, e in Cina in particolare, è un altro tema che potrebbe dare sostegno all'oro. Va detto però che la maggior parte delle Banche centrali fa acquisti strategici e di lungo termine ma evita di comprare oro se questo è percepito come costoso.

#### Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.282,5	1.302,5	1.331,5	1.352,5	1.370,9	1.325,0
Argento (\$)	14,4	15,5	16,0	16,3	16,8	16,5
Platino (\$)	793,8	856,5	879,5	905,0	930,0	972,8
Palladio (\$)	1.351,4	1.332,5	1.232,5	1.187,5	1.126,3	1.167,5

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

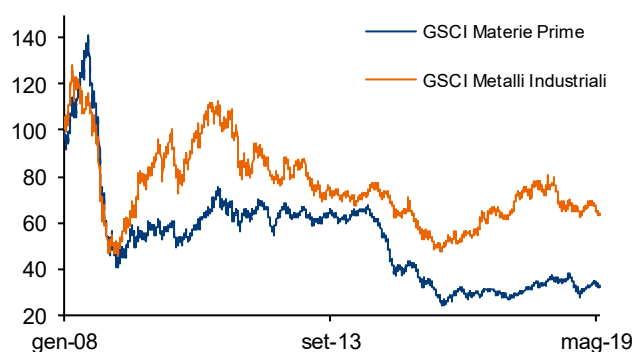
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Oro (\$)	1.282,5	1.285	1.300	1.275	1.300	1.325
Argento (\$)	14,4	14,7	14,5	15,0	16,0	16,3
Platino (\$)	793,8	850	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.351,4	1.350	1.400	1.480	1.550	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: si allunga la trattativa USA-Cina con effetti negativi

Il rallentamento economico e i timori sulla trattativa USA-Cina deprimono gli Industriali. I prezzi degli Industriali tornano ai minimi di inizio gennaio sotto 1.200, dove consolidano. 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 dal 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. La pianificazione del prossimo ciclo di negoziati è sospesa perché non è chiaro su cosa potrebbero negoziare le due parti. Secondo gli americani, Pechino non ha dimostrato la volontà di tener fede alle promesse fatte nei precedenti incontri, come emerso nell'ultimo round dei colloqui a Washington dei primi di maggio. L'amministrazione Trump ha invece deciso di rinviare la decisione sull'entrata in vigore dei dazi sulle automobili provenienti da Unione Europea e Giappone, concedendosi altri 180 giorni per studiare la questione e ridando così fiato al comparto Auto in generale, in attesa dei successivi round di trattative con Europa e Giappone. Su quest'ultimo in particolare, le recenti smentite circa un rapido accordo commerciale fra Washington e Tokyo smorzano il già cauto ottimismo circa il comune intento di risolvere velocemente i dissidi tariffari fra USA e Giappone. Come effetto collaterale delle guerre commerciali in atto, l'accentuata volatilità dei prezzi delle commodity rende difficile formulare corrette aspettative sull'inflazione, rendendo ancora più complesso il quadro degli ultimi mesi anche per la Banche Centrali dei maggiori paesi, che faticano a comprendere le dinamiche dei prezzi con risvolti negativi sulle loro scelte di politica monetaria. Dopo mesi di volatilità, il mercato si aspetta una risoluzione, perlomeno dal lato commerciale, dello scontro fra cinesi e americani. Tutto il comparto ha infatti risentito enormemente dell'incertezza dal lato degli scambi, che ha finito per penalizzare i prezzi dei Metalli Industriali. 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; anche le scorte mondiali sono in contrazione e, a causa dell'incertezza degli ultimi anni, gli investimenti sono stati scarsi.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



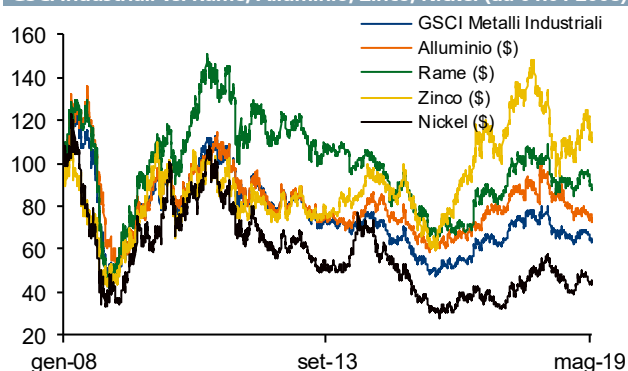
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.05.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.518,6	14,3	12,4	-49,6
GSCI Industriali	1.181,9	-0,5	0,6	-12,4
Rame (\$)	5.883,0	-1,4	4,0	-14,1
Alluminio (\$)	1.795,0	-2,8	-6,8	-2,3
Zinco (\$)	2.690,0	6,8	2,2	30,3
Nickel (\$)	12.050,0	12,7	32,2	-37,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: è ancora presto per parlare di riaccelerazione, occhi puntati sui rapporti con gli Stati Uniti.** Dopo che i dati relativi alla crescita nel 1° trimestre del 2019 hanno evidenziato un modesto rallentamento dell'espansione, le indicazioni più recenti ancora stentano ad offrire segnali di una significativa ri-accelerazione dell'attività. Le **indagini di fiducia** di aprile non hanno infatti evidenziato un sostanziale miglioramento del morale delle imprese cinesi. L'indice PMI composito rilevato dall'istituto Caixin nel mese di maggio ha subito una marginale correzione a 52,7 da 52,9, in scia ad una stabilizzazione della fiducia nei servizi (54,5 da 54,4) e di un minore ottimismo nella manifattura (50,2 da 50,8). Sul fronte dei dati reali, quelli



relativi al **commercio internazionale** hanno evidenziato come, ad aprile, le esportazioni siano tornate a scendere dopo il rimbalzo del mese precedente (-2,7% a/a da +13,8% a/a), frenate dal calo delle vendite verso Giappone e Stati Uniti e dal rallentamento di quelle nei confronti dell'area euro. Sono invece tornate a salire le importazioni dopo la flessione di marzo (+4,0% a/a da -7,9% a/a), la prima variazione tendenziale positiva dopo quattro mesi consecutivi di contrazione; calano però le importazioni dagli Stati Uniti e di materie prime segnalando una domanda interna che ancora fatica ad evidenziare una ri-accelerazione. Le prospettive per la dinamica commerciale cinese sono però ancora incerte; il congelamento dei negoziati tra Pechino e Washington, a cui si aggiunge la nuova tornata di dazi statunitensi con la relativa ritorsione cinese, hanno aumentato le preoccupazioni per un intensificarsi delle tensioni tra i due paesi con potenziali effetti negativi, non solo sui rapporti sino-statunitensi ma anche sulle prospettive per la domanda globale. Rallenta anche la **produzione industriale** che ad aprile cresce di 5,4% a/a da 8,5% a/a precedente; se il dato di marzo era stato trainato da fattori temporanei, quello di aprile rappresenta una frenata anche rispetto ai periodi precedenti, come il 5,7% a/a registrato a dicembre, segnalando una dinamica industriale non particolarmente vivace. A livello settoriale si evidenzia una ri-accelerazione della produzione energetica (9,5% a/a da 7,7% a/a), che torna quindi su tassi di crescita comparabili a quelli visti sul finale del 2018, a fronte di un rallentamento sia per quanto riguarda la produzione manifatturiera (5,3% a/a da 9,0% a/a, in calo anche dal 5,5% a/a di dicembre) che per l'attività mineraria (2,9% a/a da 4,6% a/a, 3,6% a/a a dicembre). Per quanto riguarda invece gli **investimenti**, quelli fissi hanno subito una frenata a 6,1% a/a cumulato da 6,3% a/a cum. precedente, frenati soprattutto dal rallentamento delle spese delle imprese private (5,5% a/a da 6,4% a/a, ai minimi dal 2017), non compensate dall'accelerazione di quelle delle imprese a proprietà statale (7,8% a/a da 6,7% a/a). A livello settoriale si segnalano in particolare gli investimenti nel manifatturiero, che salgono di soli 2,5% a/a da 4,6% a/a, il ritmo di crescita più basso dal 2016; restano invece su una dinamica di crescita nel complesso positiva gli investimenti nel settore dei servizi. Le prospettive per i prossimi mesi sono ancora deboli, con le tensioni commerciali che dovrebbero continuare a fungere da freno al morale delle imprese, soprattutto quelle focalizzate sulle esportazioni. Sul fronte dei consumi invece nel mese di aprile le **vendite al dettaglio** sono salite di 7,2% a/a da 8,7% a/a precedente, frenate soprattutto dai minori acquisti di auto che proseguono nel trend di calo in atto ormai dagli ultimi mesi del 2018. Per quanto riguarda invece il settore immobiliare, i dati di aprile hanno evidenziato una crescita dei **prezzi delle case** di 0,6% m/m come a marzo, portando la variazione tendenziale a 11,4% da 11,3% precedente. Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno evidenziato un'**inflazione** in crescita, nel mese di aprile, di 2,5% a/a da 2,3% registrato a marzo. L'accelerazione è però spiegabile principalmente dal rincaro della componente

alimentare, vegetali e carne di maiale soprattutto, che risente degli effetti della peste suina sugli allevamenti. La dinamica *core*, al netto di energia e alimenti, è scesa a 1,7% a/a da 1,8% a/a. Nei prossimi mesi l'*inflazione headline* dovrebbe continuare a salire, spinta ancora una volta dalla componente alimentare, mentre la dinamica *core* dovrebbe restare al di sotto del 2%, frenata da una domanda interna che ancora stenta ad irrobustirsi in maniera significativa. In crescita anche i **prezzi alla produzione**, +0,9% a/a da 0,4% a/a. Nel complesso, la dinamica dei prezzi continua a supportare l'atteggiamento corrente della Banca centrale cinese, che dovrebbe continuare a mantenere un approccio relativamente espansivo, soprattutto in caso di una escalation delle tensioni commerciali.

**Rame, un solo elemento guida il comparto: la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina.** La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina domina il mercato dei metalli col rame crollato ai livelli più bassi degli ultimi tre mesi nonostante lo Zambia sia ormai prossimo a nazionalizzare alcune sue miniere. Una notizia che in altri contesti avrebbe messo pressione ai prezzi e che invece non ha influito minimamente sul trend negativo in atto. L'azione del Governo africano si contrappone agli interessi di alcune società del calibro di Vedanta Resources e Glencore, un'escalation che potrebbe condurre alla nazionalizzazione di alcune miniere, fra cui proprio quella di Vedanta. 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: stop ai dazi su Messico e Canada.** La notizia relativa alla decisione del Presidente USA di rimuovere i dazi sull'importazione di acciaio e alluminio dal Canada e dal Messico è ovviamente positiva. Aver mancato di rendere noti i termini dell'intesa, né l'entrata in vigore della stessa rimozione, non ha favorito il rialzo delle quotazioni dell'alluminio, che restano schiacciate verso il basso ai minimi in area 1.800. Gli Stati Uniti introdussero i dazi l'anno scorso, stabilendo il 25% per l'acciaio e il 10% per l'alluminio, citando ragioni di sicurezza nazionale. Il Canada, fino ad allora il maggior fornitore di alluminio e acciaio degli Stati Uniti, si era opposto fin da subito. Nei prossimi giorni gli stessi dazi dovrebbero essere rimossi anche per le importazioni di acciaio e alluminio dal Messico. Mossa politica che favorirà la ratifica del nuovo accordo commerciale nordamericano tra Stati Uniti, Messico e Canada (USMCA), che prenderà il posto del sorpassato NAFTA. Prevediamo per l'alluminio un prezzo di 1.800 dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di 1.800 dollari per l'intero 2020.

**Zinco: storno dai massimi e timori su di un possibile recupero.** Dopo i massimi sopra 3.000 è iniziato un trend di discesa che ha riportato lo zinco intorno a 2.700, ai livelli di inizio 2019. Proprio nel 1° trimestre lo zinco aveva infatti registrato la seconda miglior performance fra i Metalli Industriali. Come per gli altri metalli prevalgono i timori, visto il perdurare della disputa commerciale fra USA e Cina. Ci attendiamo un recupero solo minimale dei prezzi nei prossimi mesi, a fronte di

uno scenario macroeconomico che non è negativo ma di certo vede un rallentamento generale. 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: consolida in area 12.000, cauto ottimismo circa il recupero dei prezzi.** Il consolidamento del nickel si era basato sulle aspettative di uno sviluppo positivo delle trattative commerciali USA-Cina, che però stanno avendo un deciso ritardo. Resta l'idea che i fondamentali siano solidi per il 2019. L'anno scorso la produzione mondiale di acciaio inox è salita del 4,8% rispetto al 2017, arrivando a 52,43 milioni di tonnellate. E' probabile che il settore dell'acciaio inox sosterrà ancora la domanda di nickel, grazie soprattutto all'Indonesia che, dopo il +181,2% del 2018, farà registrare una crescita produttiva del 30%. Secondo le previsioni dell'International Nickel Study Group (INSG), nel 2019 il mercato del nickel dovrebbe essere vicino al livello di equilibrio, dopo aver registrato un elevato deficit pari a 0,15 milioni di tonnellate nel 2018. Il nickel ha subito in pieno la generale negatività sui metalli, causata dal rallentamento dell'attività manifatturiera globale e dalle tensioni commerciali. Resta però uno dei componenti chiave dei catodi per le batterie agli ioni di litio. Il mercato delle auto elettriche, che oggi assorbe tra il 3 e il 4% del consumo del nickel aggiungerà, nell'arco dei prossimi 5 anni, un valore vicino al 20%. 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

	29.05.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.181,9	-8,4	-4,6	-17,1	-0,5
Rame (\$)	5.883,0	-9,6	-5,1	-14,0	-1,4
Alluminio (\$)	1.795,0	-6,1	-8,3	-20,9	-2,8
Zinco (\$)	2.690,0	-4,4	4,8	-12,9	6,8
Nickel (\$)	12.050,0	-7,7	7,6	-20,4	12,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo ma resta l'attesa per fondamentali migliori.** Aumentano i timori che minano il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visto il rallentamento delle trattative commerciali fra USA e Cina. Ribadiamo come il comparto potrebbe beneficiare in maniera diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative alla rimozione dei dazi, figlio di un accordo positivo, proficuo per entrambe le parti. I fondamentali restano 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. Prevediamo che questo deterioramento delle prospettive globali avrà l'impatto più negativo sui prezzi dei Metalli Industriali. In effetti, nonostante i buoni fondamentali del mercato fisico, auspichiamo un rialzo potenziale dei prezzi molto limitato se le tensioni commerciali persisteranno. Resta valida l'idea che possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. A nostro avviso, ai livelli attuali la maggior parte dei metalli è sostenuta da costi marginali di produzione e da scorte

estremamente basse a causa dell'assenza di importanti investimenti nell'espansione della capacità produttiva negli anni passati. Per concludere, cambiamo in Neutrale il nostro Outlook da Moderatamente Positivo sul comparto.

#### Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	5.883,0	6.350	6.359	6.403	6.483	6.808
Alluminio (\$)	1.795,0	1.925	1.900	2.000	2.050	2.113
Zinco (\$)	2.690,0	2.748	2.728	2.779	2.633	2.739
Nickel (\$)	12.050,0	12.750	12.808	13.125	13.200	13.600

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

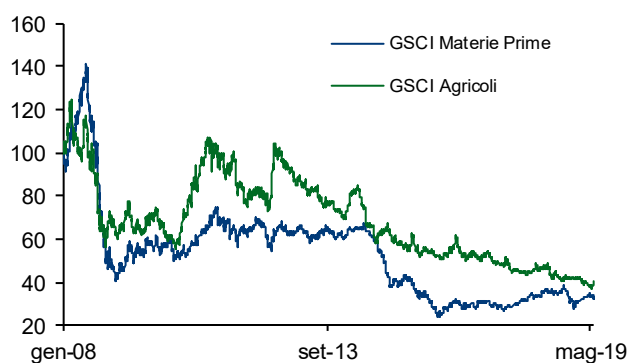
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	5.883,0	6.150	6.000	6.000	6.000	6.300
Alluminio (\$)	1.795,0	1.820	1.800	1.800	1.800	1.920
Zinco (\$)	2.690,0	2.630	2.500	2.500	2.500	2.600
Nickel (\$)	12.050,0	12.450	12.500	12.500	13.000	14.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: consolidano ai minimi dal '70 in attesa di schiarite sui dazi

L'ampliarsi dei tempi dei colloqui USA-Cina costringe gli Agricoli ai minimi dagli anni '70. Il risultato delle materie prime agricole è negativo (ad eccezione di mais e cacao) da inizio anno: il comparto sta nuovamente consolidando ai minimi degli anni '70, nonostante il blando recupero delle ultime sedute. Il dilungarsi delle tempistiche delle trattative USA-Cina sul commercio si sta scaricando oltre che sui Metalli Industriali anche sugli Agricoli, che confermano così un trend discendente che perdura da alcuni mesi. Tale debolezza resta anche legata agli abbondanti raccolti, vista la scarsità di fenomeni meteorologici negativi, in particolare il basso impatto de El Niño in Sud America, con siccità contenuta e produzione non a rischio. 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. Il presidente americano Trump ha annunciato 16 miliardi di dollari di aiuti agli agricoltori americani, in difficoltà per la guerra sui dazi. Le nuove sovvenzioni sono in larga misura mirate ad aiutare i contadini a trovare mercati alternativi a quello cinese. Verosimilmente i soldi arriveranno dai Treasury Note, i bond americani. L'ironia della questione risiede nel fatto che il maggior investitore e acquirente straniero dei titoli di stato americani è proprio il Governo di Pechino. Alla luce di questo quadro continuiamo a pensare che molte commodity agricole potrebbero trarre beneficio dall'allentamento delle tensioni commerciali, che dovrebbe generare un auspicabile ritorno delle importazioni cinesi di soia, mais e cotone dal comparto agricolo statunitense.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



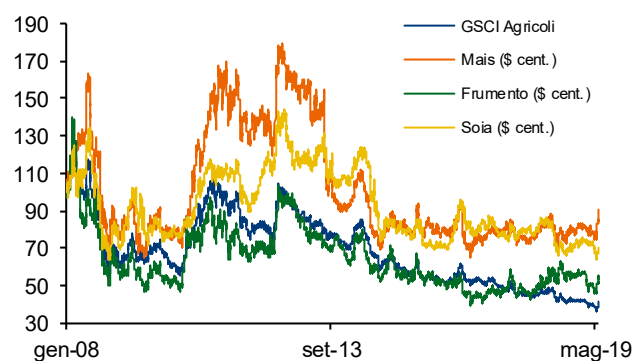
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.05.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.518,6	14,3	12,4	-49,6
GSCI Agricoli	347,4	-0,5	-14,7	-47,6
Mais (\$ cent.)	418,8	11,7	14,1	-10,1
Frumento (\$ cent.)	490,5	-2,5	14,2	-21,8
Soia (\$ cent.)	872,0	-1,2	-4,5	-41,6
Cotone (\$ cent.)	69,1	-4,3	-10,6	-19,9
Cacao	2.438,0	0,9	19,7	-20,6
Zucchero	11,9	-1,3	-21,0	-31,7
Caffè (arabica)	99,5	-2,3	-24,7	-43,9
Caffè (robusta)	1.412,0	-6,2	-29,0	-27,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La Cina aumenta i dazi sui prodotti agricoli USA.** Il 13 maggio 2019, la Commissione tariffaria del Consiglio di Stato (SCTC) del Ministero delle Finanze cinese (MOF) ha annunciato un aumento supplementare delle tariffe di importazione applicate a un insieme di prodotti agricoli USA. Aumenti dei dazi del 25, 20, 10 e 5%, che interesseranno oltre 300 prodotti agricoli statunitensi per un valore di circa 3 miliardi di dollari; alcuni di questi prodotti, peraltro, erano già stati oggetto di precedenti aumenti tariffari. Il numero totale dei prodotti agricoli statunitensi gravati da incrementi tariffari da aprile 2018 sale a oltre 1.000 prodotti, per un valore di circa 22,6 miliardi. Le tariffe maggiorate saranno calcolate in aggregato con le precedenti tariffe addizionali e saranno effettive a partire dal 1° giugno 2019. Gli esportatori statunitensi dovranno quindi verificare con i loro importatori locali l'eventuale modifica del trattamento tariffario. Quel che è certo è che l'aumento dei dazi d'importazione dagli USA avrà ripercussioni negative su molti alimenti zootecnici statunitensi importati dalla Cina e utilizzati per l'alimentazione delle bovine da latte.

**L'USDA annuncia nuovi aiuti per gli agricoltori USA colpiti dai dazi cinesi.** Gli agricoltori statunitensi riceveranno dal Governo 16 miliardi di dollari per limitare i danni derivanti dalla guerra commerciale con la Cina. Il nuovo pacchetto di aiuti varato si somma a quello già varato lo scorso luglio che metteva a disposizione degli agricoltori USA 12 miliardi di dollari. Il Segretario all'Agricoltura americano Perdue ha annunciato che

il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) avvierà diverse iniziative per sostenere gli agricoltori in risposta al deterioramento commerciale derivante dall'imposizione di dazi cinesi e dalle interruzioni degli scambi con il Paese asiatico. Il presidente Trump ha patrocinato l'elaborazione di una strategia di soccorso per sostenere i produttori agricoli, mentre l'Amministrazione continuerà a lavorare per giungere a un accordo commerciale con la Cina che apra ancor di più il mercato agli agricoltori americani. I contadini USA sono infatti sottoposti a tariffe di ritorsione e interruzioni commerciali non tariffarie che hanno ridotto le loro esportazioni verso la Cina. Il contraccolpo provocato da tali ritorsioni ha pesato su una serie di prodotti statunitensi, come soia, mais, grano, cotone, riso e sorgo, ma anche prodotti di derivazione zootecnica come latte e carne di maiale.

**Il WASDE di maggio: pubblicate le prime stime per la stagione 2019-20, si prevede un raccolto record di frumento.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates), 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 2018-19 e ha rilasciato le prime stime per la stagione 2019-20. L'USDA stima scorte globali di **frumento** in calo a 275,0 Mt (milioni di tonnellate) nel 2018-19 (rivisto al ribasso da 275,6 Mt di aprile) da 281,9 Mt della stagione precedente. Nel 2019-20 le scorte dovrebbero invece crescere a 293,0 Mt. Nella stagione in corso i consumi sono invece previsti in calo a 737,9 Mt (rivisti al ribasso da 739,2 Mt) da 743,6 Mt del 2017-18; dovrebbero invece tornare a crescere di 2,9% a/a a 759,5 Mt nel 2019-20. Per quanto riguarda invece la produzione, il calo dell'offerta nella stagione in corso sembrerebbe essere confermato: i raccolti sono previsti fermarsi a 731,6 Mt (rivisto al ribasso da 732,9 Mt di aprile) dopo i 763,2 Mt raggiunti durante il periodo 2017-18. La produzione dovrebbe però tornare a crescere a partire dalla stagione 2019-20 e attestarsi a 777,5 Mt, un nuovo record storico. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi salire a 38,6% nel 2019-20 da 37,3% del 2018-19. Per quanto riguarda invece il **mais**, le stime confermano che le scorte dovrebbero essersi ridotte nel corso del 2018-19 a 325,9 Mt (riviste però al rialzo da 314,0 Mt di aprile) da 340,6 Mt della stagione precedente. Il calo dovrebbe proseguire anche nella stagione 2019-20, che dovrebbe terminare con scorte intorno a 314,7 Mt. Si prevede infatti che la crescita della domanda dovrebbe proseguire anche nel 2019-20 a 1145,0 Mt da 1132,3 Mt della stagione in corso (rivisto al ribasso da 1133,8 Mt di aprile). Il rapporto scorte/consumi dovrebbe infatti scendere a 27,5% nel 2019-20 da 28,8% (quest'ultima stima è stata rivista al rialzo da 27,7% precedente). Anche la produzione di mais è prevista in crescita, anche se a tassi inferiori alla domanda, a 1133,8 Mt nel 2019-20 da 1119,0 Mt della stagione in corso (rivisto al rialzo da 1107,4 Mt). Secondo il rapporto WASDE, nel 2019-20 dovremmo assistere a un primo, seppur marginale, calo delle scorte di **soia** che dovrebbero portarsi a 113,1 Mt da 113,2 precedenti (riviste al rialzo da 107,4 Mt di aprile). I consumi dovrebbero infatti salire, nella stagione 2019-20, a 355,4 Mt da 347,3 Mt di quella appena terminata (rivisti al

ribasso da 349,1 Mt di aprile), mentre l'offerta è attesa flettere a 355,7 Mt nel 2019-20 da 362,1 Mt del 2018-19 (al rialzo da 360,6 Mt). Il rapporto scorte/consumi è quindi previsto portarsi a 31,8% nel 2019-20 da 32,6% nel 2018-19 (al rialzo da 30,8% del rapporto precedente); si era fermato a 29,3% nel 2017-18. Per quanto riguarda invece i prodotti derivati le stime per il 2019-20 evidenziano come le scorte di olio di soia dovrebbero calare di 2,8% a/a nel 2019-20 a 3,5 Mt, mentre quelle di farine dovrebbero rimanere sostanzialmente invariate a 11,80 Mt (dal precedente 11,82 Mt).

#### Performance di medio termine

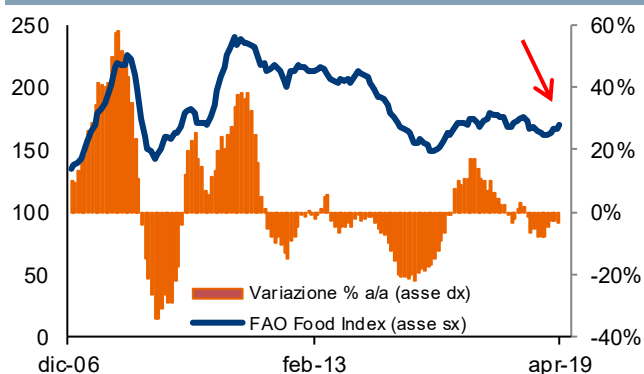
	29.05.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	347,4	2,5	2,5	2,5	-0,5
Mais (\$ cent.)	418,8	15,7	14,3	6,4	11,7
Frumento (\$ cent.)	490,5	8,4	-4,9	-6,0	-2,5
Soia (\$ cent.)	872,0	-2,8	-2,5	-14,8	-1,2
Cotone (\$)	69,1	-3,7	-10,5	-25,3	-4,3
Cacao	2.438,0	8,9	13,7	-3,6	0,9
Zucchero	11,9	-6,8	-7,6	-5,8	-1,3
Caffè (arabica)	99,5	4,5	-3,6	-17,3	-2,3
Caffè (robusta)	1.412,0	-7,1	-10,6	-16,9	-6,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: crescono i prezzi degli alimentari in aprile.** Nel mese di aprile l'indice FAO, che registra su base mensile i cambiamenti dei prezzi internazionali delle derrate alimentari principali, ha registrato un valore di 170 punti, +1,5% rispetto a marzo, ma inferiore del 2,3% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. L'indice raggiunge comunque il livello più alto da quasi un anno, spinto dai prezzi della carne e dei prodotti lattiero-caseari e frenato invece dai cereali, le cui quotazioni calano sulle previsioni che indicano raccolti record per quest'anno. L'indice dei prezzi dei **cereali** è sceso di 2,8% m/m, trascinato al ribasso da grano e mais, per i quali le prospettive di produzione sono positive, mentre le quotazioni del riso sono rimaste sostanzialmente invariate. L'indice dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari** è salito per il 4° mese consecutivo, segnando un aumento del 5,2% m/m. L'incremento è dovuto alla forte domanda internazionale, unita alle preoccupazioni per il clima secco in Oceania che potrebbe influenzarne l'approvvigionamento. L'indice dei prezzi della **carne** è salito del 3,0% m/m, spinto dal brusco aumento delle quotazioni della carne suina. Incremento dovuto al rafforzarsi della domanda in Asia, soprattutto in Cina, dove il rapido propagarsi della peste suina africana ha danneggiato gli allevamenti locali facendo crollare la produzione nazionale. Le quotazioni delle carni bovine, ovine e del pollame sono anch'esse cresciute. L'indice dei prezzi degli **oli vegetali** è salito dello 0,9% m/m. Le quotazioni dell'olio di palma sono rimbalsate a causa dell'aumento della domanda globale e del calo delle scorte nei paesi esportatori, mentre il rialzo del prezzo dell'olio di soia è dovuto alla robusta domanda negli Stati Uniti da parte sia del settore dei biocarburanti che di quello alimentare. Infine, l'indice del prezzo dello **zucchero** è cresciuto dello 0,8% m/m, poiché l'elevato costo del greggio incoraggia l'utilizzo di canna da zucchero per la produzione di etanolo, soprattutto in Brasile.

**FAO: equilibrio stabile fra domanda e offerta di cereali, sale la produzione globale.** La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19, ha annunciato una produzione mondiale di cereali che si appresta a toccare un nuovo record, raggiungendo 2.722 milioni di tonnellate, +2,7% rispetto all'anno precedente. L'utilizzo di cereali è previsto raggiungere nuovi record, rafforzandosi dell'1,5% quest'anno rispetto alla scorsa stagione. Il consumo globale di cereali è previsto salire dell'1,1%, col consumo di riso in crescita a livelli anche superiori alla media dell'indice. Prevista in forte crescita anche la domanda di cereali secondari per mangimi animali e ad uso industriale. Sulla base di queste stime, le scorte mondiali di cereali dovrebbero ridursi leggermente nel corso del 2019 a 847 milioni di tonnellate, generando così un leggero calo del rapporto tra stock finali e consumo (*stock-to-use ratio*), che si assesta al 30,1%. La FAO prevede quindi che i prezzi internazionali degli alimenti rimangano sotto pressione, sullo sfondo caratterizzato però da una domanda e un'offerta di cereali definite "in confortevole equilibrio" per quasi tutti i cereali, con prospettive positive per il commercio, soprattutto per quanto riguarda grano e riso.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus Cotone: i dissidi commerciali fra USA e Cina colpiscono il cotone.** Il cotone è uno dei prodotti statunitensi soggetti ai dazi cinesi, ma l'amministrazione USA ha già annunciato l'implementazione di una seconda serie di aiuti ai coltivatori, finalizzati a mitigare gli effetti delle misure cinesi sui produttori statunitensi. Gli aiuti potrebbero però non essere sufficienti per sostenere l'attività dei coltivatori statunitensi, con la domanda cinese di cotone, oltre che a quella di soia e di altre materie prime agricole, che si sta spostando dagli Stati Uniti ad altri paesi. Sul cotone il principale competitor degli USA è l'India, uno dei maggiori esportatori globali. Sul fronte dei fondamentali, la Cotton Association of India ha rivisto al ribasso da 600 mila balle a 315 mila la produzione per la stagione 2018-19, dopo che nel 2017-18 si era attestata a 365 mila balle, in scia a condizioni climatiche particolarmente secche nelle principali aree di coltivazione.

**Focus Cacao: le proiezioni sulla produzione di cacao, a cura dell'ICCO, non cambiano.** Le rilevazioni recentemente diffuse dalla International Cocoa Organization (ICCO) a proposito della situazione produttiva di Costa d'Avorio e Ghana,

rispettivamente primo e secondo produttore mondiale di cacao, indicano come il calo della produzione in Ghana non abbia indotto alcuna revisione nelle proiezioni sul raccolto globale della stagione 2018-19, che rimangono ferme a un totale di 4,8 milioni di tonnellate. Al Ghana, secondo le precedenti proiezioni, veniva assegnata una stima di raccolto di 900.000 tonnellate, mentre l'attuale stima, in calo, indica 850.000 tonnellate, a causa della mancanza di piogge e visto il diffondersi di malattie tipiche del prodotto. Il Governo ghanese si è detto pronto ad intervenire lanciando un programma di sradicamento degli alberi infetti e di reimpianto nei 400.000 ettari di terreno colpiti dalla malattia. La produzione in Costa d'Avorio, maggior produttore mondiale, è attesa a quota 2,2 milioni di tonnellate nella stagione in corso. La ICCO segnala un incremento globale della lavorazione del prodotto nel 1° trimestre 2019, come risultato della forte richiesta giunta dall'industria del cioccolato. Nel mese di febbraio la ICCO prevedeva un surplus produttivo generale di 39.000 tonnellate nel corso della stagione 2018-19, che potrebbe frenare il rialzo dei prezzi del cacao.

**Focus Zucchero: atteso aumento della produzione in Brasile ma gli operatori sceglieranno l'etanolo.** La produzione di zucchero del Brasile è attesa in forte aumento nel corso della stagione 2019-20; alcune stime indicano che dovrebbe attestarsi a 31 milioni di tonnellate, volume che evidenzia un aumento di quasi due milioni di tonnellate rispetto alla stagione 2018-19, quando vennero prodotti 29,13 milioni di tonnellate di dolcificante. Nel primo mese della stagione di produzione della canna da zucchero, che inizia appunto ad aprile, la quantità di prodotto destinata alla produzione di dolcificante è stata inferiore di un milione di tonnellate rispetto all'anno passato. Segnale che conferma le attese di molti operatori, secondo cui i prezzi dell'etanolo maggiormente attraenti faranno sì che i produttori brasiliani destineranno solamente il 33,5% del raccolto di canna alla produzione di dolcificante, mentre il rimanente sarà destinato al biocarburante. Scenario che anche la stessa FAO ha dato per plausibile viste anche le sue previsioni sull'indice dei prezzi dello zucchero. Ad influire su questa scelta sono anche le condizioni meteo connotate da piogge intense, tutt'altro che ottimali, in quanto l'eccessiva irrigazione può ridurre notevolmente il saccarosio contenuto nella canna da zucchero rendendola meno adatta alla produzione di dolcificante. Le recenti produzioni di zucchero di India e Thailandia, particolarmente corpose, hanno causato un eccesso di offerta che ha contratto le quotazioni del prodotto, mentre le dinamiche di prezzo della divisa brasiliana e l'innalzamento delle quotazioni del petrolio hanno accresciuto l'appeal dell'etanolo, indirizzando la produzione di canna da zucchero verso il biocarburante. In questa situazione, nella stagione 2019-20 potrebbe verificarsi un deficit di zucchero stimabile intorno alle 7 milioni di tonnellate. Infine, è stato raggiunto l'accordo fra Brasile e Cina circa il contenzioso sull'import/export di zucchero. L'applicazione da parte della Cina di sovrattasse sulle importazioni di zucchero, in particolare per l'acquisto di dolcificante oltre i limiti concordati, è stata abolita, consentendo alla produzione brasiliana di

giungere nel Paese asiatico ed avere nuovamente un forte mercato di sbocco.

**Focus caffè: il raccolto in Brasile sarà più contenuto rispetto al 2018, secondo la CONAB.** Il raccolto di caffè in Brasile, per questo 2019, è atteso dal CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento) a quota 50,92 milioni di sacchi, un risultato che comprende sia la produzione di Arabica che quella di Robusta. Qualora le proiezioni del CONAB siano confermate ci troveremo di fronte ad una contrazione del raccolto pari al 17,4% a/a (rispetto al 2018), un calo imputabile all'ingresso delle coltivazioni nel tradizionale ciclo "off". La produzione di caffè segue un naturale ciclo biennale composto da un anno "on" con ingenti raccolti e uno "off" con raccolti più modesti, perché le piante tendono ad aumentare il loro fogliame a scapito di fiori e frutti. Secondo quanto comunicato dal CONAB, infatti, le operazioni di raccolta sono già iniziate, e la produzione sembrerebbe essere classificabile fra le più grandi mai ottenute durante un ciclo "off". Nel dettaglio: la varietà Arabica, maggiormente influenzata dal ciclo "off" e che rappresenta il 72% del prodotto brasiliano, è attesa a 36,98 milioni di sacchi, con un calo del 22,1% rispetto all'anno passato. Inferiore il calo della varietà Robusta, attesa a quota 13,94 milioni di sacchi (-1,7% rispetto al 2018). La superficie complessiva coltivata ad Arabica e Robusta è stimata a 2,16 milioni di ettari, di cui il 14,8% in crescita e la rimanente parte in produzione. Dalle stime CONAB sembra così che la superficie in produzione sia stata ridotta dell'1,1% a fronte di un'area in formazione in aumento dell'8,7%. Il raccolto della stagione 2018-19 è stato piazzato al mercato per l'86% del totale, una percentuale di vendite che indica un rallentamento rispetto allo stesso periodo del raccolto precedente, quando tale percentuale si attestava al 90%. Venendo alle dinamiche di prezzo, il drastico calo delle quotazioni del caffè Arabica si è riflesso con forza sui produttori brasiliani, che si trovano a far fronte a un prezzo commerciale che non copre i costi di produzione, costringendo la maggior parte dei caficoltori a lavorare in perdita. A questo punto il Governo brasiliano si trova nella necessità di prendere dei provvedimenti. Ogni anno il Governo stabilisce i prezzi minimi garantiti per numerose materie prime agricole, fra cui il caffè, prendendo in considerazione i costi di produzione e i margini di profitto per gli agricoltori. Se i prezzi di mercato scendono al di sotto dei minimi garantiti, allora il Governo è autorizzato ad intervenire acquistando quel prodotto ai prezzi minimi garantiti stabiliti in precedenza. I prezzi minimi del caffè ammontano attualmente a 362,53 real per sacco per l'Arabica e a 210,13 real per sacco per la qualità Robusta. In conclusione, secondo le stime ICO, l'organizzazione internazionale che riunisce i produttori di caffè, il 25% circa dei produttori di caffè di tutto il mondo non è in grado di coprire i costi di produzione, e il problema è più grave nei Paesi dell'America Centrale e dell'Americana Latina, dove questi sono più alti.

**Agricoli: Outlook Neutrale confermato.** Non muta il nostro giudizio Neutrale sugli Agricoli: l'atteso restringimento dei rischi politici e commerciali tarda ad arrivare e anzi si accentuano le incomprensioni fra USA e Cina, le cui conseguenze si scaricano sugli Agricoli. Permane l'auspicio che

gli operatori tornino però a focalizzarsi maggiormente sui fondamentali di settore. L'ottimismo sul buon esito della trattativa sul commercio internazionale resta, ma il dilatarsi dei tempi di discussione sta frenando il recupero degli Agricoli. L'intero settore resta vulnerabile ai rischi meteorologici e alle dinamiche delle monete dei Paesi emergenti, in cui molti dei prodotti sono coltivati, soprattutto se tali dinamiche valutarie influiscono sulla competitività dei produttori. Per il momento in Sud America l'impatto del fenomeno El Niño sul settore agricolo è stato minimo, secondo quanto riportato dai climatologi. Il fenomeno El Niño è però nel pieno del suo corso e rischia di amplificare eventi meteorologici estremi già inaspriti dal cambiamento climatico, aumentando le probabilità che il 2019 sia l'anno più caldo mai registrato. Un clima globale più caldo significa un aumento della frequenza e dell'intensità degli eventi meteorologici pericolosi e distruttivi, come ondate di calore, incendi, siccità, alluvioni e tempeste violente, con evidenti ripercussioni sull'agricoltura. Per il **mais** stimiamo un prezzo di 370 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 380 centesimi per l'intero 2020. Per il **frumento** stimiamo un prezzo di 480 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 500 centesimi per l'intero 2020. Per la **soia** stimiamo un prezzo di 850 (da 1.000) centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 900 (da 1.000) centesimi per l'intero 2020.

**Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	418,8	377,5	387,5	392,5	404,3	406,1
Frumento (\$ cent.)	490,5	467,5	480,0	490,0	485,0	502,5
Soia (\$ cent.)	872,0	900,0	925,0	936,6	955,0	956,6
Cotone (\$)	69,1	75,3	73,0	70,2	74,7	78,0
Cacao	2.438,0	2.348	2.380	2.395	2.475	2.530
Zucchero	11,9	12,9	13,6	14,0	14,2	14,1
Caffè (arabica)	99,50	95,0	105,0	115,0	110,0	117,5
Caffè (robusta)	1.412,0	1.425	1.480	1.520	1.588	1.780

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). Fonte: consenso Bloomberg

**Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli**

	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	29.05.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	418,8	375,0	370,0	370,0	380,0	385,0
Frumento (\$ cent.)	490,5	460,0	470,0	480,0	500,0	500,0
Soia (\$ cent.)	872,0	840,0	830,0	850,0	900,0	940,0
Cotone (\$)	69,1	70,0	70,0	70,0	71,0	73,0
Cacao	2.438,0	2.380	2.400	2.400	2.500	2.600
Zucchero	11,9	11,9	12,0	12,0	12,0	12,0
Caffè (arabica)	99,50	90,0	95,0	100,0	110,0	115,0
Caffè (robusta)	1.412,0	1.350	1.400	1.450	1.525	1.600

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Thomson Reuters, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Previous Metal Index
EPA	Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente
Fenabrave	Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores
GSCI	Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo.
GFMS Ltd	Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.
Hedge funds	Fondi comuni speculativi
Investitori istituzionali	Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari
LBMA	Il London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra
Libbra	Unità di peso, circa 453 grammi
LME	London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo
NOPA	National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.
NYMEX	New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future ed opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame
Oncia	Unità di peso, circa 27 grammi
Paesi emergenti	Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele
Prodotto interno lordo (PIL)	Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale
Produzione industriale	Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.
Saldo partite correnti	Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti
Saldo in conto capitale	Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti
USDA	United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
Vulnerabilità esterna (indice di)	(Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera
WASDE	World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti
WTI	Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX
\$/bbl	USD per Barrel (dollari al barile)
\$/MMBtu	dollari per 1 milione di Unità termiche inglesi
\$/MT	USD per Metric Tone – dollari per tonnellata cubica e metrica

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 30.04.2019.

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/scriptsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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.intesaspaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesaspaolo.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, Raffaella Caravaggi