

## Commodity: tariffe e rischi sulla crescita i fattori chiave

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano le considerazioni sul cauto ottimismo espresso sul petrolio; il mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è l'insieme di fattori da monitorare con attenzione. Il rallentamento della crescita globale resta invece l'ostacolo principale per tutte le commodity, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. Oltre al prolungamento dei tagli, pensiamo che anche il rispetto delle quote assegnate ai membri OPEC dovrebbe continuare ad essere un fattore positivo per il greggio, prossimo a raggiungere un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. Seppur con 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 80 e 75 dollari al barile nel 2021.

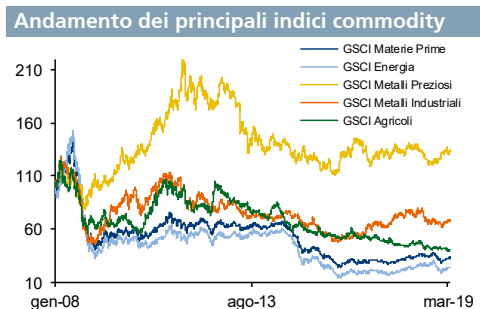
**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo.** Ancora una volta è probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La posizione decisamente più accomodante sui tassi da parte della Fed e il deciso rallentamento della crescita in Europa hanno infatti spinto la BCE a rivedere il suo approccio monetario, frenando le attese (ingiustificate) di inasprimento del costo del denaro, in una fase di difficoltà del ciclo economico. Uno scenario che potrebbe favorire un ritorno di domanda verso oro e argento intesi come investimenti rifugio. Il mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA e il continuo dilungarsi delle trattative rischiano di minare l'ottimismo diffuso sull'esito, col risultato di rafforzare l'avversione al rischio, agevolando così il rincaro dei Preziosi.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, su attese di fondamentali migliori.** Rafforziamo il nostro cauto ottimismo, in vista del superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina. Le forti preoccupazioni relative alle tensioni commerciali hanno eroso, nel 2018, la fiducia degli investitori e i timori sulla debolezza dei dati macroeconomici hanno tratteggiato un quadro di rallentamento nelle principali economie di sbocco dei metalli, deprimendo la domanda e paralizzando le quotazioni. I metalli dovrebbero beneficiare in maniera più diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative alla guerra commerciale. I fondamentali appaiono migliori, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli nel 2019, erodendo le scorte globali e generando tensioni rialziste sui prezzi.

**Agricoli: ancora Outlook Neutrale.** Non cambia il nostro scenario sugli Agricoli: ci aspettiamo una contrazione dei rischi politici e commerciali con l'auspicio che gli operatori tornino a focalizzarsi sui fondamentali. In questa fase sono ancora positive le attese per il buon esito della trattativa sul commercio internazionale, che ad oggi ancora frenano il recupero degli Agricoli. L'intero settore resta ancora vulnerabile ai rischi meteorologici e alle dinamiche delle monete dei paesi in cui molti dei prodotti sono coltivati, soprattutto se tali dinamiche valutarie influiscono sulla competitività dei produttori nei mercati emergenti. Nei prossimi mesi un sentiment più buono e fondamentali di domanda e offerta in miglioramento potrebbero trainare gli Agricoli.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.03.2019	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.536,5	15,1	12,9	-49,1
GSCI Energia	477,0	24,4	26,0	-58,0
GSCI Met. Preziosi	1.550,2	1,9	0,6	-4,8
GSCI Met. Industriali	1.275,6	7,4	3,9	-1,1
GSCI Prod. Agricoli	340,5	-2,5	-19,8	-51,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters–Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.03.2019



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

28 marzo 2019  
12:44 CET  
Data e ora di produzione

28 marzo 2019  
12:50 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\*

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

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

Performance commodity		
(%)	2019	2018
WTI	30,8	-21,9
Brent	26,1	-14,4
Gas Naturale	-7,7	26,2
Gasolio	19,1	-10,2
Oro	2,2	-4,1
Argento	-1,3	-13,5
Rame	6,2	-17,0
Alluminio	3,5	-15,0
Zinco	16,9	-22,0
Nickel	22,2	-14,2
Mais	-0,3	8,8
Frumento	-6,7	22,4
Soia	0,6	-5,4
Cacao	-7,0	22,5
Zucchero	4,6	-17,7
Caffè	-7,9	-20,1
Cotone	6,6	-2,4

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 27.03.2019

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.03.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: cauto ottimismo da tagli OPEC e sanzioni USA a Iran e Venezuela

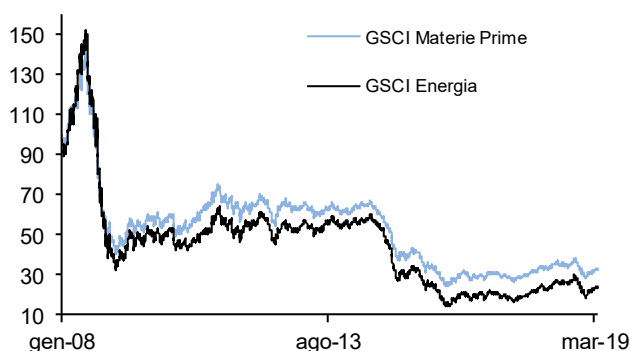
**Commodity: attesa per l'esito della guerra commerciale e timori sul ciclo economico.** Lo scorso anno le tensioni commerciali hanno pesato con forza sul *sentiment* di mercato, sia dal lato dei consumi che dal lato industriale e degli investimenti. Ci attendiamo sviluppi nelle trattative commerciali e uno scenario macroeconomico in rallentamento ma ancora positivo. Un quadro coerente con un moderato aumento dei prezzi delle commodity nei prossimi due trimestri. E' possibile che i rischi sul ciclo economico globale e quindi sulla domanda di materie prime si aggravino nell'ultimo trimestre dell'anno. Sono principalmente cinque i fattori che guidano il possibile rialzo delle commodity: 1) intervento delle Banche centrali a supporto del ciclo con politiche espansive; 2) cauto ottimismo sui progressi nelle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina; 3) fondamentali di comparto più tesi, con molte materie prime in deficit; 4) il dollaro statunitense ponderato per il commercio potrebbe subire un moderato deprezzamento nel corso dei prossimi mesi; 5) le revisioni al ribasso sulla crescita economica hanno probabilmente già scaricato tutto il loro effetto sorpresa (negativo) nei primi tre mesi di quest'anno. Superati i mesi estivi il livello d'incertezza potrebbe crescere, visto che le nostre previsioni dipendono dal futuro andamento dei dati macroeconomici, dalle trattative commerciali e da una serie di fattori politici, come le elezioni europee, l'inizio della campagna per le presidenziali USA e tensioni geopolitiche, i cui esiti sono quanto mai incerti.

### Performance di lungo termine

	Valore 27.03.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.536,5	15,1	12,9	-49,1
GSCI Energia	477,0	24,4	26,0	-58,0
WTI (\$)	59,4	30,8	22,8	-41,6
Brent (\$)	67,8	26,1	32,1	-37,2
Gas Naturale (\$)	2,7	-7,7	-12,4	-39,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'andamento del prezzo del petrolio.** Confermiamo la nostra fiducia nell'operato dell'OPEC e dei suoi alleati: i tagli alla

produzione saranno mantenuti per l'intero 2019 ed è probabile che le esportazioni da Iran e Venezuela diminuiscano ulteriormente. L'Arabia Saudita resterà impegnata a mantenere alti i prezzi del petrolio calmierando l'offerta sul mercato mondiale del greggio e mantenendo così le quotazioni in un intervallo soddisfacente, prossimo al suo livello di *break-even*, indispensabile per raggiungere il pareggio di bilancio. Conseguentemente i sauditi non adegueranno i loro livelli di produzione in caso di inattese ed ulteriori interruzioni delle forniture da altri Paesi. L'OPEC ha comunicato la cancellazione del vertice straordinario del 17-18 aprile (OPEC "plus", cioè OPEC e suoi alleati al di fuori del Cartello) a causa dell'embargo USA all'Iran. L'effetto delle sanzioni potrebbe amplificarsi qualora Washington attenuasse o revocasse le esenzioni agli importatori stranieri esclusi nel primo round di sanzioni. Decisione che non si conoscerà fino al 3 maggio, aspetto che renderebbe difficile, per il Cartello, fare una scelta ad aprile. Le valutazioni sono rimandate al vertice ordinario dell'OPEC (ed a seguito il "plus") 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.

**Il quadro sul gas naturale.** Sul gas naturale, ipotizziamo prezzi sostanzialmente stabili negli USA, a fronte di un'offerta robusta e di un aumento delle esportazioni di LNG, e in ripresa dopo i recenti cali in Europa, visto l'aumento strutturale della dipendenza dalle importazioni che caratterizza tutti i paesi europei.

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

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

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

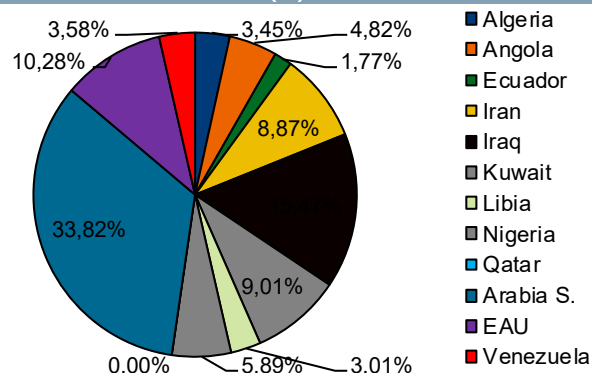
**EIA: si confermano le previsioni di eccesso di offerta nel 2019-2020, ma il surplus potrebbe essere inferiore rispetto a quanto previsto a febbraio.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di marzo, l'EIA (U.S. Energy Administration) ha confermato la valutazione di un mercato in surplus nel 2019 e nel 2020,

anche se l'eccesso di offerta è stato rivisto al ribasso rispetto al rapporto precedente. Nel 2019 l'EIA prevede infatti un'offerta superiore alla domanda di circa 0,2 milioni di barili al giorno (mb/g), al ribasso da 0,4 mb/g di febbraio e al di sotto degli 0,6 mb/g del 2018. Per quanto riguarda invece il 2020, il surplus dovrebbe allargarsi a 0,4 mb/g, anch'esso in calo rispetto agli 0,6 mb/g stimati nello STEO del mese precedente. Sul fronte della domanda, si prevede un aumento degli impieghi a 101,4 mb/g nel 2019 da 99,9 mb/g del 2018, anche se tale stima è stata rivista marginalmente al ribasso da un precedente 101,5 mb/g, per poi toccare quota 102,9 mb/g nel 2020, invariato. Per quanto riguarda invece l'offerta, i paesi non-OPEC dovrebbero aumentare le proprie estrazioni dai 63,2 mb/g del 2018 a 65,6 mb/g nel 2019 e poi a 67,7 mb/g nel 2020. Le stime per il 2019-20 sono state riviste al ribasso di 0,2 mb/g rispetto alla lettura di febbraio. Ritocchi verso il basso anche per le previsioni sulla produzione statunitense, che dovrebbe comunque accelerare di 1,4 mb/g a/a nel 2019 e di 0,7 mb/g a/a nel 2020, raggiungendo rispettivamente 12,3 mb/g (12,4 mb/g a febbraio) e 13,0 mb/g (13,2 mb/g la stima precedente). Nonostante le correzioni la crescita della produzione statunitense dovrebbe comunque tradursi in un calo delle importazioni nette di greggio verso gli USA, che dovrebbero portarsi a 1,0 mb/g (al rialzo da 0,9 mb/g precedente) da 2,3 mb/g del 2018. Nell'ultimo trimestre del 2020, invece, gli USA dovrebbero diventare esportatori netti, confermando la previsione emersa dal rapporto di febbraio, realizzando un surplus medio annuo di 0,1 mb/g, al ribasso da un precedente 0,3 mb/g; per gli ultimi tre mesi del 2020 le esportazioni nette potrebbero aggirarsi intorno ai 0,9 mb/g. I paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero invece ridurre le estrazioni di 1,4 mb/g a/a a 30,6 mb/g nel 2019 e a 30,4 mb/g nel 2020, entrambe le stime sono state limiate dai precedenti 30,7 mb/g e 30,5 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 2,1 mb/g nel 2019 (al rialzo da 2,0 mb/g precedente) e a 2,6 mb/g nel 2020 (al rialzo da 2,5 mb/g dello scorso rapporto). Alla luce dei fondamentali di domanda e offerta descritti l'EIA rivede dunque al rialzo le previsioni di prezzo per il 2019 mentre mantiene invariate quelle per il 2020: il Brent dovrebbe dunque muoversi intorno a una media di 62,78 dollari al barile (\$/b) nell'anno in corso (le previsioni di febbraio puntavano verso quota 61,03 \$/b) e a 62,00 \$/b l'anno successivo. Lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a 6,7 \$/b nel 2019 per poi restringersi a 4,0 \$/b l'anno successivo.

**IEA: stime invariate per il 2019, se l'OPEC dovesse mantenere la produzione ai livelli di febbraio si potrebbe raggiungere un mercato in equilibrio nell'anno in corso.** Nell'Oil Market Report (OMR) di marzo l'IEA (International Energy Agency) ha sostanzialmente lasciato invariate le stime di domanda e di offerta per il 2019, continuando però a tratteggiare un contesto di mercato in cui l'offerta dei paesi non-OPEC cresce a tassi superiori alla domanda nell'anno in corso. La domanda

globale di petrolio dovrebbe salire di 1,4 milioni di barili al giorno (mb/g) a 100,6 mb/g nel 2019, come stimato a febbraio, dopo una crescita di 1,3 mb/g nel 2018. Per quanto riguarda invece l'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC è prevista in crescita di 1,8 mb/g nel 2019, a 64,4 mb/g (stima invariata da febbraio), dopo una media di 62,7 mg/g nel 2018 (rivista marginalmente al rialzo da un precedente 62,6 mb/g). Per bilanciare il mercato, secondo le stime EIA, sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC a 30,7 mb/g nel 2019, come calcolato nel rapporto di febbraio, dopo i 31,0 mb/g del 2018, al ribasso da 31,1 mb/g del mese precedente. Secondo i dati raccolti dall'IEA, le estrazioni dei paesi OPEC nel mese di febbraio sono scese di 0,2 mb/g a 30,68 mb/g, frenate dalla minore attività venezuelana, saudita e irachena; si calcola che se l'OPEC dovesse mantenere la produzione su questi livelli nel corso dell'anno si potrebbe raggiungere un mercato in equilibrio nel 2019. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei paesi OCSE, alla fine di gennaio, si sono attestate a 2.867 mb, in crescita di 8,6 mb rispetto al mese precedente, ai massimi dal novembre del 2017.

Produzione membri OPEC (%)

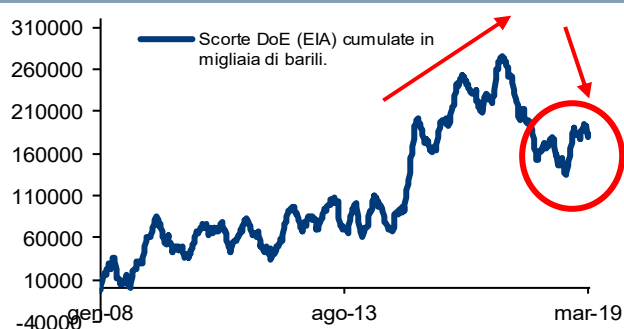


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 28.02.2018

**OPEC: i paesi appartenenti all'Organizzazione proseguono nel taglio delle estrazioni.** Nel consueto rapporto mensile MOMR (Monthly Oil Market Report) l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha confermato le stime di domanda del rapporto precedente, mentre ha rivisto marginalmente al rialzo quelle per l'offerta non-OPEC. Secondo l'Organizzazione, la domanda globale nel corso del 2019 dovrebbe attestarsi a 100,0 milioni di barili al giorno (mb/g), in crescita di 1,2 mb/g a/a, in linea con le previsioni di febbraio; sono state invece riviste marginalmente al ribasso le letture per il 2018: 98,7 mb/g da un precedente 98,8 mb/g. Sul fronte dell'offerta, invece, quella dei paesi non-OPEC, dopo essere salita di 2,7 mb/g a/a nel corso del 2018 dovrebbe crescere di 2,2 mb/g a/a nell'anno in corso toccando quota 64,4 mb/g (al rialzo da 64,3 mb/g di febbraio), confermandosi in aumento a ritmi superiori alla domanda. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,5 mb/g nel 2019, dopo i 31,5 mg/g del 2018. Entrambe le stime hanno subito una revisione al ribasso rispetto al rapporto precedente, come era peraltro avvenuto a

febbraio, di 0,1 mb/g per i due anni in oggetto. Si stima che l'OPEC, a febbraio, dovrebbe aver tagliato la propria produzione a 30,55 mb/g da 30,77 mb/g di gennaio. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE siano salite a gennaio di 4 mb/g a/a a 2.880 mb; rispetto alla loro media a cinque anni le scorte di greggio restano superiori di circa 47 mb mentre quelle di prodotti raffinati sono inferiori per 27 mb. In termini di copertura, le scorte commerciali sono salite di 0,5 giorni rispetto al mese precedente, a 60,1 giorni, in calo di 0,3 giorni rispetto allo stesso periodo dello scorso anno e 0,9 giorni al di sotto della media quinquennale.

#### WTI: scorte DoE



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

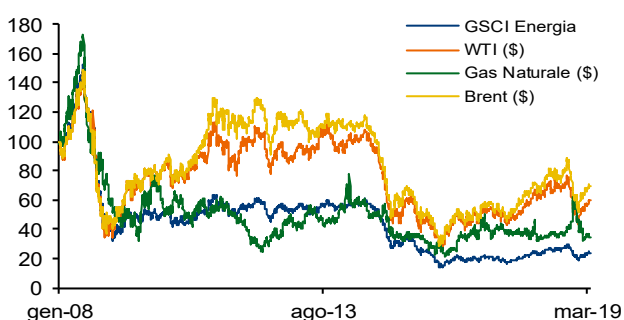
**La dinamica delle scorte USA.** Le scorte settimanali API sono cresciute di 1,93 milioni di barili, contro il precedente calo di 2,13 milioni di barili della scorsa settimana. Le scorte di petrolio EIA di ieri hanno visto un accumulo di 2,8 milioni di barili, mentre le previsioni indicavano cali per 945.000 barili, benzine a -2,88 milioni, in linea con le attese di -2,8 milioni di barili e infine distillati in calo a 2,07 milioni contro attese di -509.000 barili.

#### Performance di medio termine

	27.03.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	477,0	24,4	-11,3	-2,3	24,4
WTI (\$)	59,4	31,1	-18,9	-7,7	30,8
Gas Naturale (\$)	2,7	-17,9	-9,8	0,6	-7,7
Gasolio (\$)	608,3	23,3	-16,0	-1,6	19,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano le considerazioni sul cauto ottimismo espresso sul petrolio; il mix fra efficacia dei tagli e riduzione del surplus petrolifero, offerta statunitense in crescita e domanda robusta di petrolio, è l'insieme di fattori da monitorare con attenzione. Il rallentamento della crescita globale resta invece l'ostacolo principale per tutte le commodity, in un momento chiave in cui si attende con apprensione la risoluzione della diatriba commerciale fra Cina e USA. Riuscire ad andare oltre alla causa principale che aveva determinato il ribasso della performance delle risorse di base nel 2018 farebbe maggior chiarezza sullo scenario 2019. Oltre al prolungamento dei tagli, pensiamo che anche il rispetto delle quote assegnate ai membri OPEC dovrebbe continuare ad essere un fattore positivo per il greggio, prossimo a raggiungere un punto di equilibrio tra domanda e offerta nel 2019. A questo quadro si somma l'embargo "soft" nei confronti della produzione venezuelana, che agevola la contrazione dell'offerta OPEC e amplifica gli effetti dei tagli. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di recupero delle quotazioni del petrolio nei prossimi mesi. Seppur con 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 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. 27.03.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	59,4	59,5	62,0	63,0	64,0
Brent (\$)	67,8	67,4	70,0	70,0	68,9
Gas Nat. (\$)	2,7	3,0	3,0	3,1	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 2° trim. 27.03.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	59,4	60,0	64,5	64,1	68,0
Brent (\$)	67,8	70,0	73,5	72,4	75,0
Gas Nat. (\$)	2,7	2,80	2,80	2,80	3,00

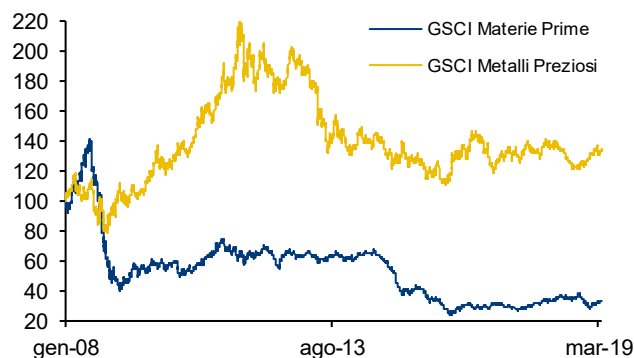
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: permane un cauto ottimismo vincolato però ad alcuni temi

### Il comparto rallenta ma resta positivo in questo inizio di 2019.

Il rialzo dei Preziosi rallenta ma resta sostenuto dall'avversione al rischio presente sui mercati in questo inizio di 2019. L'indice aggregato è arrivato in area 1.600 a fine febbraio, dopo i massimi sopra 1.600 registrati nel 2018 (marzo/aprile) a causa delle tensioni che avevano spinto gli operatori verso asset più difensivi. Il trend di crescita rischia tuttavia di venire bloccato dalla nuova percezione che i mercati avranno del posizionamento della Fed dopo la riunione di marzo. Dati economici più deludenti del previsto, negli Stati Uniti, hanno spinto la Federal Reserve ad attenuare in modo deciso la sua politica monetaria, sorprendendo per il tono accomodante (e anticipato) con cui non intende alzare il costo del denaro nel breve. Dal lato del dollaro, il rally potrebbe fermarsi: ciò potrebbe aiutare l'oro, a causa della correlazione inversa che esiste fra i Preziosi e il biglietto verde. Sempre a sostegno del comparto restano l'avversione al rischio e le tensioni dello scenario globale. I dubbi sull'accordo commerciale tra Cina e Stati Uniti restano persistenti nel mercato, le due parti non sono riuscite a trovare un punto di sintesi rimandando ancora le trattative, questo potrebbe consentire ai Preziosi di trarne beneficio. Anche sul fronte Europa, al netto rallentamento della crescita si somma la questione Brexit. Ad oggi restano ancora aperti diversi scenari: da un'approvazione dell'accordo (se non domani entro il 12 aprile, il che implicherebbe un'ulteriore proroga breve da parte dell'UE) al no deal, passando per una convergenza sulle opzioni alternative più popolari, sulle quali si dovrebbe rivotare a breve. Quest'ultimo scenario implicherebbe una proroga lunga e la partecipazione alle elezioni europee. Di nuovo, i fattori da monitorare sono: a) l'esito delle trattative legate alla guerra commerciale e gli impatti sul quadro macroeconomico; b) la nuova posizione accomodante della Fed e le conseguenti reazioni del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero ancora sostenere la domanda di asset difensivi; d) le dinamiche inflazionistiche globali e il ritardo con cui l'incremento dei prezzi si sta palesando nonostante il rincaro delle quotazioni petrolifere.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	27.03.19	da inizio 2019		
GSCI	2.536,5	15,1	12,9	-49,1
GSCI Preziosi	1.550,2	1,9	0,6	-4,8
Oro (\$)	1.309,9	2,2	4,4	1,3
Argento (\$)	15,3	-1,3	-16,0	-22,7
Platino (\$)	855,0	7,5	-10,7	-39,3
Palladio (\$)	1.450,1	15,0	82,7	87,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

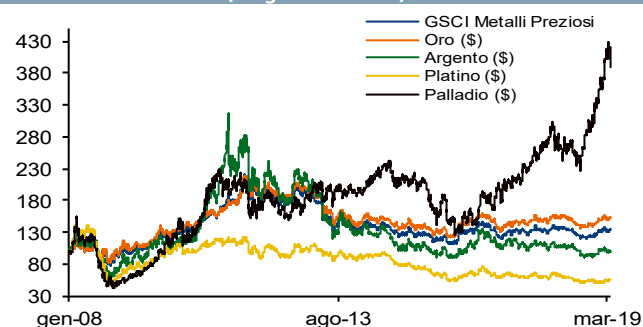
**La Fed sorprende con un messaggio accomodante, il dollaro appare volatile ma consente il recupero di oro e argento.** Il dollaro rischia di continuare a perdere terreno contro il basket delle principali valute, a seguito del messaggio più accomodante espresso dalla Fed nel meeting del 20 marzo. Le indicazioni in tal senso introdotte a gennaio sono state rafforzate, ma se l'ipotesi di tassi invariati per tutto il 2019 era scontata, sono le indicazioni più incerte per il 2020 ad aver sorpreso maggiormente gli operatori. A nostro avviso, la Fed, prendendo atto dei reali rischi di rallentamento e adeguando il suo approccio di politica monetaria, ha anche, in un certo qual modo, assecondato le osservazioni di Trump. Il recente movimento di recupero del dollaro aveva spinto Trump, nuovamente, a tuonare contro una Fed troppo restrittiva, che favorendo l'apprezzamento del dollaro avrebbe rischiato di ostacolare l'export statunitense facendo il male dell'economia. Anche il riferimento della Fed alla lunga trattativa fra USA e Cina sui dazi certifica l'attenzione di Powell per un dossier che in prospettiva, in caso di accordo non soddisfacente o incompleto, potrebbe minare il ciclo economico USA. Il quadro che ne emerge è quindi di maggior allineamento fra le posizioni della Fed e di Trump, volte a non inasprire il costo del denaro, favorendo la crescita statunitense e impedendo un eccessivo apprezzamento del dollaro.

L'oro ha subito reagito positivamente a questo nuovo quadro monetario; una Fed più espansiva di quanto atteso potrebbe generare benefici diretti per l'oro, giacché la diminuzione dei tassi d'interesse ridurrebbe il costo opportunità dell'investimento nel metallo giallo, aumentandone l'appeal presso gli investitori. Per motivi opposti, ma sempre di sostegno all'oro, anche l'amplificarsi dei timori di un rallentamento economico finirebbe per sostenere la domanda di Preziosi come beni rifugio. Infine, l'ultimo fattore di sostegno al metallo giallo è la diversificazione delle riserve delle Banche Centrali, in particolare nei paesi emergenti e in Cina. Gli elementi che invece sono a sfavore di un recupero strutturale dell'oro sono le dinamiche inflazionistiche che esprimono scarsissima pressione, se non addirittura assenti, a cui si somma un sentiment di mercato complessivamente positivo. Alla luce del quadro descritto, stimiamo un prezzo medio dell'oro di 1.275 dollari l'oncia per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 1.300 dollari per l'intero 2020 e 1.325 dollari per l'intero 2021, con l'idea che le quotazioni possano

collocarsi all'interno dell'intervallo fra 1.200-1.350, come accaduto negli ultimi anni. La brutta performance dell'argento registrata nel 2018 è stata mitigata dal trend rialzista, iniziato a dicembre e che sta proseguendo anche in questi primi mesi del 2019. Nonostante il rialzo, l'argento ha registrato la performance peggiore nel comparto dei Preziosi. Tuttavia, si intravedono segnali di maggiore interesse per l'argento ma solo dal lato finanziario/speculativo. Le posizioni non commerciali nette lunghe in argento sono ai massimi da novembre 2017, questo nonostante le quotazioni siano molto più basse nella realtà. Prevediamo un prezzo medio di 16,7 dollari per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 17 dollari per il 2020 e 17,5 dollari per il 2021. L'idea è che il progressivo deprezzamento del dollaro americano e un allentamento delle tensioni commerciali giochino a favore di questo scenario. Dal lato industriale, gli operatori si mostrano timidi nell'apprezzarlo come materia prima in questo ambito. Questa seconda componente appesantisce lo scenario sull'argento, visti i timori relativi al rallentare della crescita globale.

**Il quadro su Platino e Palladio è legato alle vicissitudini del settore Auto.** Sono immutati i fattori che guidano i due metalli: alla base della divergenza fra i due andamenti, lo stato di salute del settore Auto. Mentre oro e argento sono stati fortemente influenzati dal mercato delle valute, platino e palladio restano dipendenti dal *sentiment* industriale. Giacché il **platino** è utilizzato principalmente nei convertitori catalitici per veicoli che montano propulsori diesel, il calo della domanda per queste motorizzazioni in Europa e in Cina ha ovviamente inciso sui prezzi. La diminuzione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina porterà inevitabilmente una diminuzione della domanda globale di platino rispetto a quella di palladio. Di conseguenza, 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 nei convertitori catalitici per auto a benzina, sta traendo e trarrà ancora beneficio della rivoluzione 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 1.600 dollari per il 4° trimestre 2019 e una quotazione media di 1.600 dollari per il 2020 e 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	27.03.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.550,2	1,9	9,1	-2,2	1,9
Oro (\$)	1.309,9	2,4	9,8	-1,4	2,2
Argento (\$)	15,3	-0,1	4,1	-6,2	-1,3
Platino (\$)	855,0	8,2	4,2	-8,6	7,5
Palladio (\$)	1.450,1	15,7	33,8	49,5	15,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.** Rafforziamo il nostro cauto ottimismo sul 2019, dopo l'epilogo negativo registrato nel 2018 per tre dei quattro metalli che compongono il comparto. Ancora una volta è probabile che i Preziosi restino legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La posizione decisamente più accomodante sui tassi da parte della Fed e il deciso rallentamento della crescita in Europa hanno infatti spinto la BCE a rivedere il suo approccio monetario. L'obiettivo è stato quello di frenare le attese (ingiustificate) di inasprimento del costo del denaro nell'Eurozona, in una fase di difficoltà del ciclo economico. Uno scenario che potrebbe favorire un ritorno di domanda verso oro e argento intesi come investimenti rifugio, viste le tensioni in atto. Il mancato accordo sui dissidi commerciali fra Cina e USA e il continuo dilungarsi delle trattative rischiano di minare l'ottimismo diffuso sull'esito, col risultato di rafforzare l'avversione al rischio, agevolando così il rincaro dei Preziosi. Ribadiamo invece come sia difficile scommettere su di un surriscaldamento della dinamica dei prezzi che possa in qualche modo contribuire allo scenario di rialzo dei Preziosi, vista la blanda inflazione presente nelle maggiori aree economiche. Pertanto ribadiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim. 27.03.19	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.309,9	1.275,0	1.300,0	1.309,9	1.356,3
Argento (\$)	15,3	15,8	16,2	16,7	17,3
Platino (\$)	855,0	850,0	880,0	900,0	971,9
Palladio (\$)	1.450,1	1.325,0	1.175,0	1.125,0	1.115,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

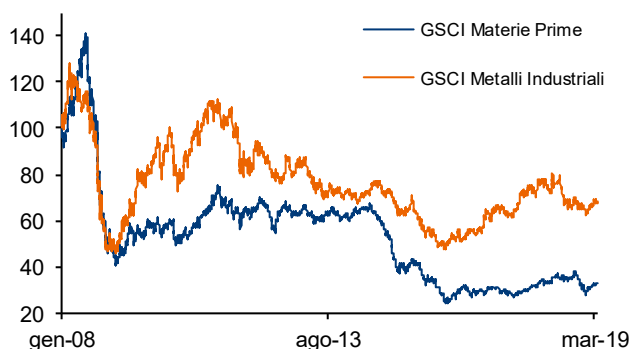
	Valore 27.03.19	2° trim. 2019	3° trim. 2019	4° trim. 2019	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.309,9	1.275	1.300	1.275	1.300	1.325
Argento (\$)	15,3	16,0	16,4	16,7	17,0	17,5
Platino (\$)	855,0	800	800	800	800	800
Palladio (\$)	1.450,1	1.600	1.650	1.600	1.600	1.600

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: beneficiano dell'ottimismo sull'esito dei colloqui USA-Cina

Permangono i timori di rallentamento economico ma i fondamentali appaiono più forti. I prezzi degli Industriali si allontanano dai minimi di inizio gennaio (1.150) ma continuano a farsi respingere da area 1.300. Permane l'attesa per l'esito positivo dei colloqui sui dazi. Il nuovo round di trattative commerciali fra Stati Uniti e Cina si tiene a Pechino a partire dal 28 marzo, come comunicato dalla Casa Bianca, sottolineando che il segretario al Tesoro Steven Mnuchin e il rappresentante per il commercio Robert Lighthizer saranno nella capitale cinese per le trattative. Di contro, una delegazione dalla Cina guidata dal vice premier Liu He (con delega al commercio) sarà a Washington per altri incontri a partire dal 3 aprile. Ancora una volta appare chiaro che il mercato si aspetta, dopo mesi di volatilità e tensione, una risoluzione, per lo meno dal lato commerciale, dello scontro fra cinesi e americani. Tutto il comparto ha infatti risentito enormemente dell'incertezza dal lato degli scambi, finendo per penalizzare oltremodo i prezzi dei Metalli. Sebbene i timori dei mercati finanziari restino focalizzati sul rallentamento cinese, le richieste di metalli industriali si confermano solide. Resta intatta l'idea che i metalli industriali possano beneficiare di fondamentali migliori rispetto ad altri comparti. 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. Ci attendiamo un atteggiamento più positivo che spinga gli operatori a focalizzarsi sui fondamentali di domanda e offerta in miglioramento quest'anno. Lo sblocco di tutta quella parte di investimenti, strutturali, rimasta in sospenso proprio per l'incertezza legata all'eventuale cambio delle tariffazioni, potrebbe dare slancio al comparto.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



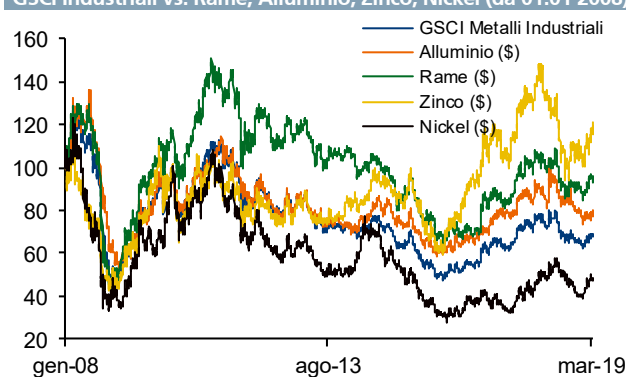
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.03.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.536,5	15,1	12,9	-49,1
GSCI Industriali	1.275,6	7,4	3,9	-1,1
Rame (\$)	6.335,0	6,2	7,9	-5,0
Alluminio (\$)	1.911,0	3,5	-1,7	8,7
Zinco (\$)	2.943,0	16,9	7,3	50,1
Nickel (\$)	13.064,0	22,2	30,7	-16,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: il Governo abbassa l'obiettivo di crescita per il 2019 e annuncia una serie di misure espansive per stimolare l'economia.** Dopo che l'economia cinese ha evidenziato un rallentamento nella parte finale del 2018 la risposta del Governo è stata immediata, segnalando la volontà di intervenire con politiche espansive finalizzate a una riaccelerazione dell'espansione. Il Primo ministro cinese Li Keqian durante l'annuale Assemblea Nazionale del Popolo ha infatti abbassato gli obiettivi di crescita per il 2019 annunciando un target tra il 6 e il 6,5% dopo che, nei due anni precedenti, l'obiettivo era "intorno al 6,5%". Il ritmo di crescita obiettivo per l'anno in corso è il più basso tra quelli fissati dal Governo, segnalando dunque la presenza di rischi al ribasso per l'espansione, complici anche le tensioni commerciali, dopo che nel 2018 il Paese ha fatto registrare una crescita al 6,6%. Il Governo ha inoltre segnalato che la politica fiscale nel 2019 sarà più espansiva con un rapporto deficit/PIL previsto al 2,8% da un precedente 2,6%, che verrà raggiunto attraverso una serie di tagli alle tasse sia alle famiglie che alle imprese e un aumento degli investimenti pubblici. In particolare, l'imposta sul valore aggiunto, che in Cina è applicata in maniera settoriale dopo che a partire dal 2012 ha sostituito una precedente tassa sulle aziende, dovrebbe essere ridotta al 13% da un precedente 16% nel manifatturiero e di 1pp a 9% per i trasporti e le costruzioni. La riduzione dell'imposizione fiscale dovrebbe avere un effetto positivo sui profitti aziendali, supportando crescita, occupazione e investimenti privati. E' inoltre in programma una crescita di

quasi il 60% delle emissioni di titoli pubblici finalizzati a finanziare gli investimenti infrastrutturali. Sul fronte dei dati economici reali, quelli di febbraio, come peraltro successo a gennaio, subiscono l'effetto del Capodanno lunare. Secondo l'Ufficio statistico cinese, la chiusura di una parte delle attività produttive durante la più importante festività del Paese ha comportato il rallentamento della **produzione industriale** a 5,3% da un precedente 6,2%, il ritmo di crescita più basso dal 2009, in scia alla frenata del comparto automobilistico e di quello relativo alla telefonia mobile. La stabilizzazione della dinamica degli **investimenti**, che a febbraio si sono attestati in crescita di 6,1% a/a da un precedente 5,9% a/a, ha beneficiato della spinta delle imprese di proprietà statale (in crescita di 5,5% da 1,9%) e dell'accelerazione della componente infrastrutturale (4,3% da 3,8%) a fronte però di un rallentamento (7,5% da 8,7%) degli investimenti del settore privato. Sul fronte dei consumi, le **vendite al dettaglio** dovrebbero essere accelerate in preparazione alle celebrazioni prima di rallentare al termine del periodo di festa. Nei primi due mesi del 2019, infatti, le vendite al dettaglio sono salite di 8,2% a/a, da un precedente 9,0% a/a, segnalando comunque una domanda interna ancora positiva diffusa alla maggior parte delle componenti di spesa. Anche per quanto riguarda il **commercio internazionale** sia i dati di gennaio che quelli di febbraio risentono del Capodanno lunare: la differenza di 10 giorni tra la festività del 2018 e quella del 2019 ha "sporcato" le variazioni tendenziali di esportazioni e importazioni per l'effetto statistico sull'anno. A febbraio, infatti, le esportazioni hanno subito una contrazione di 20,7% a/a dopo la crescita di 9,3% a/a di gennaio. Più modesta la flessione delle importazioni con un calo di 5,2% a/a dopo la variazione negativa di 1,5% a/a registrata a gennaio. Al netto della volatilità mensile, però, i dati segnalano un indebolimento della dinamica commerciale a fronte sia delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti che del rallentamento della domanda globale. Su questo punto non è ancora stato raggiunto un accordo tra i rappresentanti di Washington e Pechino dopo che la *deadline* del 1° marzo è stata posticipata al fine di permettere una prosecuzione delle trattative. Al momento la Cina ha annunciato riforme per favorire gli investimenti stranieri e migliorare le norme relative alla proprietà intellettuale, un tema chiave per i negozianti statunitensi, che però non si sono ancora mostrati completamente soddisfatti del passo in avanti da parte delle autorità di Pechino. Le rilevazioni per il mese di febbraio hanno mostrato un'**inflazione** a 1,5%, in rallentamento da 1,7% del mese precedente, evidenziando una dinamica dei prezzi in progressiva decelerazione. Il dato risente di un rallentamento della crescita dei prezzi alimentari e dei beni di consumo che contrasta l'accelerazione dei servizi. Proseguono anche i rischi al ribasso sul fronte dei **prezzi alla produzione**, con l'indice PPI alla quarta variazione mensile negativa mentre la variazione annua si conferma a 0,1%, come a gennaio. I prezzi alla produzione continuano a subire la pressione al ribasso da parte delle materie prime e degli input, in particolare petrolio e

acciaio. Proseguono dunque i rischi per una deflazione dei prezzi alla produzione che avrebbe un effetto dannoso non solo sui profitti aziendali, soprattutto nel settore industriale, e sulla capacità di far fronte ai debiti e sugli investimenti, ma anche sui prezzi al consumo. I **prezzi delle case** nuove sono cresciuti in media di 0,5% m/m a febbraio da 0,6% m/m precedente; come a gennaio proseguono le indicazioni di una stabilizzazione del costo delle abitazioni, con un maggior numero di città, tra cui Pechino, che segnalano un calo mensile dei prezzi, sia per gli immobili nuovi che per quelli già esistenti. Resta però sostenuta la variazione tendenziale che accelera ulteriormente a 11,1% a/a da 10,8% a/a, spinta dall'effetto base rispetto al 2018, che dovrebbe però progressivamente venir meno a partire dall'estate. Continuiamo a segnalare i rischi che caratterizzano il mercato immobiliare cinese che, oltre a rappresentare una parte rilevante dell'economia, presenta un numero di debolezze tra cui prezzi ancora elevati rispetto ai salari, il calo delle transazioni e i livelli di debito dei proprietari.

**Rame: stornano i prezzi del rame dai massimi di febbraio 2019.** I fondamentali restano buoni, il mercato del rame raffinato dovrebbe registrare un deficit nel 2019, mentre le scorte mondiali dovrebbero restare contenute. La domanda mondiale dovrebbe crescere a ritmi più sostenuti rispetto all'offerta grazie ai maggiori volumi richiesti dal comparto della produzione di energia elettrica e nell'industria automobilistica. L'International Copper Study Group (ICSG) indica un mercato del rame ancora in deficit nel 2019, anche se in contrazione rispetto al 2018: un deficit di circa 65.000 tonnellate quest'anno a fronte di un deficit di circa 90.000 tonnellate nel 2018. Nel 2019 si prevede un aumento della produzione mineraria mondiale dell'1,2% circa a 21,2 milioni di tonnellate, frenata dal calo dell'offerta indonesiana. La produzione mondiale di rame raffinato aumenterà del 2,7%, attestandosi a 215,6 milioni di tonnellate, con i consumi di rame raffinato che dovrebbero aumentare del 2,6%, globalmente, nel 2019, attestandosi a 24,9 milioni di tonnellate, con la Cina a dominare la domanda di rame. Il prossimo aggiornamento delle previsioni ufficiali sarà pubblicato a fine aprile. Ci attendiamo da parte dell'ICSG una revisione positiva delle stime che segnali un ulteriore ampliamento dei deficit attesi sia per il 2018 che per il 2019. Stimiamo un prezzo di 6.800 dollari alla tonnellata per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 7.000 dollari per l'intero 2020.

**Alluminio: mercato bilanciato, vicino al punto di equilibrio, quotazioni deboli.** Le quotazioni dell'alluminio sono state penalizzate dai timori legati alle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina per tutto il 2018. Risolto il problema con Rusal, il maggiore produttore di alluminio russo (nonché il più grande produttore al mondo esclusa la Cina), le quotazioni hanno trovato maggiori spunti di rialzo. Dal lato dei fondamentali, dopo i deficit del 2017 e del 2018, quando l'eccesso di offerta domestica in Cina è stata frenata dal varo delle riforme circa il controllo dell'inquinamento dell'aria, il mercato mondiale



dovrebbe essere in equilibrio per l'intero 2019, con l'offerta mondiale in crescita visto l'aumento degli investimenti in impianti produttivi in Cina e Medio Oriente e il ritorno della produzione del settore dell'alluminio statunitense, per anni rimasto sostanzialmente inattivo. Il segnale che negli ultimi mesi il mercato mondiale sia stato mediamente vicino al punto di equilibrio fra domanda e offerta arriva dalle scorte mondiali in calo, con il rapporto tra scorte e consumi vicino ai minimi degli ultimi dieci anni. Prevediamo un prezzo medio di 2.100 dollari alla tonnellata per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 2.150 dollari per il 2020.

**Zinco: cauto ottimismo per il 2019 viste le ipotesi di deficit.** In questo inizio di 2019 lo zinco ha registrato la seconda miglior performance fra i metalli industriali, dopo che nel 2018 i prezzi dello zinco avevano subito una brusca contrazione. La performance negativa era dovuta ai timori di un aumento dell'offerta per l'apertura di nuove miniere in Australia, Iran e Sud Africa e al ritorno dell'offerta da altri paesi che hanno aumentato la propria produzione. I dati pubblicati dall'International Lead Zinc Study Group (ILZSG), nell'outlook semestrale di ottobre, segnalano come i prezzi alti registrati fino al 2017 avrebbero determinato una riduzione del deficit sia nel 2018 che nel 2019. L'ILZSG aveva indicato un deficit di offerta di 322.000 tonnellate nel 2018 e di 72.000 tonnellate nel 2019. Riviste anche al rialzo le stime sull'offerta per l'intero 2018, che sarà inferiore alla domanda di 383.000 tonnellate, rispetto a una scarsità di 442 mila tonnellate registrata nello stesso periodo del 2017. Anche dai magazzini delle Borse di Londra e Shanghai arrivano segnali di ulteriore diminuzione delle scorte. Come per gli altri metalli, ci attendiamo un aumento dei prezzi nei prossimi mesi, a fronte di uno scenario macroeconomico più favorevole. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 3.000 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 3.100 dollari per l'intero 2020.

**Nickel: permane un cauto ottimismo per il 2019 visto il calo delle scorte in atto.** Il nickel è il metallo con la performance migliore da inizio anno, basata sulle aspettative di uno sviluppo positivo delle trattative commerciali e grazie ai fondamentali solidi che sono previsti per il 2019. 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. La produzione mondiale di nickel salirà da 2,070 milioni di tonnellate nel 2017 a 2,204 milioni di tonnellate nel 2018 fino a 2,389 milioni di tonnellate nel 2019. L'utilizzo di nickel a livello mondiale crescerà da 2,184 milioni di tonnellate nel 2017 a 2,350 milioni di tonnellate nel 2018 fino a 2,422 milioni di tonnellate quest'anno. Prosegue la contrazione delle scorte in atto; le riserve presso l'LME sono diminuite ancora, prossime ai minimi da oltre cinque anni, e il rapporto tra scorte e consumi si attesta ai minimi dal 2013. Nonostante i recenti investimenti effettuati, il nickel resta vulnerabile a nuovi interventi da parte dei governi nelle Filippine e in Indonesia, che con le loro scelte politiche possono

rendere meno efficiente la catena produttiva mondiale. Prezzi di mercato compresi tra 9.000 e 10.000 dollari metterebbero in difficoltà i produttori portando a molti fermi di impianti in Indonesia aumentando le tensioni rialziste sui prezzi del nickel. Prevediamo per il nickel un prezzo di 14.000 dollari nel 4° trimestre 2019 e di circa 14.500 dollari per l'intero 2020.

Performance di medio termine					
	27.03.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.275,6	7,1	-0,2	-5,3	7,4
Rame (\$)	6.335,0	5,6	1,2	-5,0	6,2
Alluminio (\$)	1.911,0	3,6	-7,3	-5,7	3,5
Zinco (\$)	2.943,0	15,1	16,5	-10,5	16,9
Nickel (\$)	13.064,0	21,8	3,7	-0,5	22,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, su attese di fondamentali migliori.** Rafforziamo il nostro cauto ottimismo sui Metalli Industriali, visti i passi avanti nel superamento delle tensioni commerciali fra USA e Cina. Le forti preoccupazioni relative alle tensioni commerciali hanno eroso, nel 2018, la fiducia degli investitori e i timori sulla debolezza dei dati macroeconomici hanno tratteggiato un quadro di rallentamento nelle principali economie di sbocco dei metalli, deprimendo la domanda e paralizzando le quotazioni. I metalli industriali dovrebbero beneficiare in maniera più diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative alla guerra commerciale. I fondamentali appaiono migliori, in virtù del fatto che i deficit di produzione e offerta dovrebbero caratterizzare gran parte dei metalli industriali, nel 2019, con una discreta erosione delle scorte globali. Va aggiunto che se il dollaro dovesse mantenersi vicino all'attuale intervallo di cambio, visto il nuovo approccio della Fed (più cauto e attendista nell'inasprire il costo del denaro), pensiamo possa emergere un sentiment di mercato più positivo nel corso di quest'anno. Per concludere, ribadiamo con prudenza un Outlook Moderatamente Positivo, incentrato sulla speranza che la forza dei fondamentali contrasti le tensioni esogene del comparto.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.03.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	6.335,0	6.400	6.429	6.452	6.859	7.025
Alluminio (\$)	1.911,0	1.950	2.000	2.050	2.119	2.250
Zinco (\$)	2.943,0	3.172	2.750	2.650	2.925	2.925
Nickel (\$)	13.064,0	13.427	13.650	13.083	13.552	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

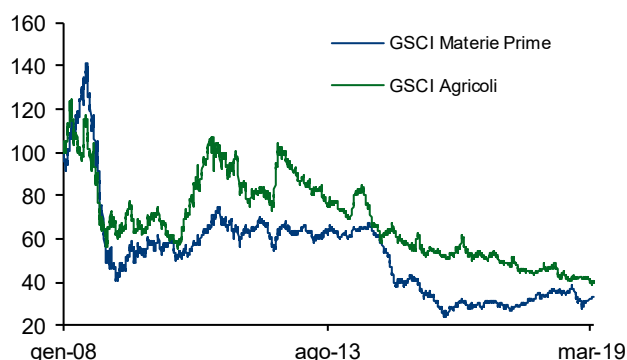
Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore 2° trim.		3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	27.03.19	2019	2019	2019	2020	2021
Rame (\$)	6.335,0	6.400	6.600	6.800	7.000	7.250
Alluminio (\$)	1.911,0	1.950	2.025	2.100	2.150	2.250
Zinco (\$)	2.943,0	2.900	3.000	3.000	3.100	3.150
Nickel (\$)	13.064,0	13.500	14.000	14.000	14.500	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: rimbalzano dai minimi dagli anni '70 registrati a febbraio

In attesa dell'esito dei colloqui USA-Cina gli Agricoli restano deboli ma lontani dai minimi di febbraio. La performance della maggior parte delle materie prime agricole è stata negativa da inizio anno, il comparto ha infatti segnato un nuovo minimo dagli anni '70 nel mese di febbraio. Mais, frumento, cacao e caffè hanno registrato consistenti perdite, mentre le quotazioni di semi di soia, farina di soia e zucchero hanno visto variazioni più contenute. Il comparto resta debole rispetto agli altri comparti delle materie prime, confermando così un trend discendente che perdura da alcuni mesi. Movimento sostanzialmente dovuto agli abbondanti raccolti, vista l'assenza di rischi meteorologici che ne minino i livelli di resa. La maggior parte degli agricoli ha tratto vantaggio da condizioni meteorologiche favorevoli incrementando le produzioni, come sottolineato da WASDE e FAO. La minaccia più seria è stata la siccità in Sud America, anche se l'impatto sulle rese dei prodotti agricoli di quell'area è stato piuttosto modesto. Alla luce di questo quadro, nonostante alcune stime indichino un calo delle scorte finali, il loro ammontare globale resta abbondante per la maggior parte degli agricoli, smussando le tensioni rialziste sulle quotazioni. Sullo sfondo resta poi il tema dei colloqui USA-Cina sui dazi. Alcune commodity agricole dovrebbero trarre beneficio dall'allentamento delle tensioni commerciali che potrebbe provocare uno sperato aumento delle importazioni cinesi di soia, mais e cotone.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**El Niño: resta alta l'allerta per il possibile impatto sulle commodity agricole.** El Niño è un fenomeno che consiste in un temporaneo riscaldamento delle acque dell'Oceano Pacifico. Avviene in maniera ciclica, ogni 4-5 anni, ed è poi seguito dalla Niña, cioè un raffreddamento delle acque. Il fenomeno interessa soprattutto l'Oceano Pacifico: l'Europa ha conseguenze solo quando gli episodi di El Niño o La Niña sono particolarmente forti. Il fenomeno climatico El Niño può avere un impatto ampio sulle coltivazioni modificando l'abituale schema meteorologico in alcune aree. Gli effetti di El Niño includono la variazione dei venti nell'Oceano Pacifico, forti piogge in Sud America, siccità in Australia e alcune zone dell'Asia, tra cui India e Indonesia. L'impatto specifico sul

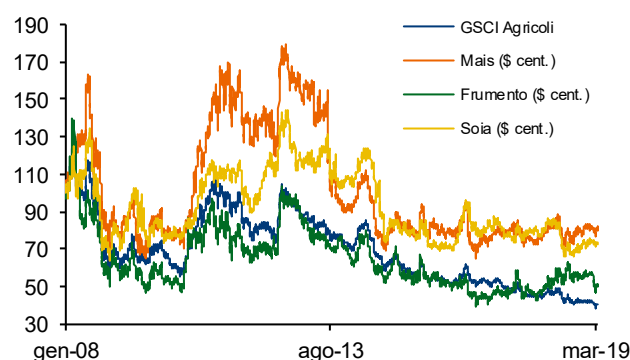
prezzo di ogni singolo prodotto è difficile da prevedere ma dipenderà dall'intensità e dal perdurare del fenomeno. Quello che sembrerebbe effettivamente arrivare nel 2019 non sarà un evento marcato, quindi le sue influenze sul tempo in Europa saranno probabilmente ridotte. Se El Niño dovesse verificarsi, le commodity agricole maggiormente esposte ai danni ai raccolti e, di conseguenza a rincari dei prezzi, saranno: zucchero, cacao e grano. La coltivazione della canna da zucchero è concentrata in India e in alcune regioni del Brasile. Se El Niño dovesse accentuarsi in quelle aree, è probabile che entrambi i paesi registrino precipitazioni al di sotto della media con condizioni di siccità più ampie e impatti negativi sulla produzione con conseguente rincaro dei prezzi. In misura minore, anche l'Indonesia, che produce solo il 10% del cacao, potrebbe essere colpita da un clima caldo e secco al di sopra della media, quadro che comprometterebbe la produttività favorendo un possibile rincaro dei prezzi del cacao. L'Australia è responsabile del 4% dell'offerta mondiale di grano ed è a rischio siccità qualora il fenomeno di El Niño si presentasse con forza. Di contro, a rimanere incolumi da conseguenze potrebbero essere: soia, mais e caffè Arabica. Il Brasile e l'Argentina, che insieme sono responsabili del 50% dell'offerta mondiale di soia, probabilmente registreranno condizioni di crescita favorevoli in caso di un blando fenomeno de El Niño, con conseguente mancanza di tensioni sui prezzi.

Performance di lungo termine

	Valore 27.03.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.536,5	15,1	12,9	-49,1
GSCI Agricoli	340,5	-2,5	-19,8	-51,2
Mais (\$ cent)	373,8	-0,3	4,5	-24,0
Frumento (\$ cent.)	469,5	-6,7	10,6	-32,5
Soia (\$ cent)	887,5	0,6	-8,7	-38,2
Cotone (\$ cent)	77,0	6,6	0,1	-17,9
Cacao	2.248,0	-7,0	4,6	-23,9
Zucchero	12,6	4,6	-28,4	-30,0
Caffè (arabica)	93,9	-7,9	-32,6	-46,8
Caffè (robusta)	1.504,0	-0,1	-30,4	-29,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di marzo: si confermano le previsioni per una crescita delle scorte di soia.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA; United States Department of Agriculture) sono state pubblicate le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta. L'USDA stima scorte globali di **frumento** in calo a 270,5 Mt (riviste al rialzo da 267,5 Mt) nella stagione corrente da 279,6 Mt di quella precedente, un calo annuo pari al 3,2%. I consumi sono previsti in calo a 742,1 Mt (rivisti al ribasso da 747,2 Mt) da 744,4 Mt del 2017-18, cioè in flessione di 0,3% a/a. Dovrebbe attestarsi in calo di 3,9% a/a anche la produzione: 733,0 Mt (rivista al ribasso da 734,8 Mt) da 763,2 Mt del 2017-18. Previsto in calo anche il rapporto scorte/consumi: 27,2% da 31,4%, con la previsione per il 2018-19 rivista al ribasso da 27,4% del rapporto di febbraio. Previste in calo anche le scorte di **mais**, che nel 2018-19 dovrebbero flettere di 9,6% a/a a 308,5 Mt (al ribasso da 309,8 Mt) da 341,2 Mt della stagione precedente a fronte di aspettative per consumi superiori alla produzione. La domanda di mais è infatti prevista in crescita di 4,4% a/a a 1.133,8 Mt (1.130,6 Mt a febbraio) da 1.085,7 Mt del 2017-18, e la produzione, in crescita di 2,3% a/a, dovrebbe attestarsi a 1.101,2 Mt (al rialzo da 1.099,6 Mt) da 1.076,2 Mt precedente, rimanendo quindi su livelli inferiori alla domanda. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi a 27,2% (27,4% a febbraio) da 31,4% della scorsa stagione. Le stime per i **semi di soia** evidenziano una revisione al ribasso delle previsioni di consumo che, unite a un raccolto superiore alla domanda, dovrebbe contribuire a un aumento delle scorte. L'USDA stima infatti un aumento delle scorte finali di 8,6% a/a a 107,2 Mt, riviste peraltro al rialzo da 106,7 Mt, nel 2018-19 da un precedente 98,6 Mt. I consumi sono previsti in crescita (348,5 Mt da 338,1 Mt, +3,1% a/a) ma a tassi inferiori all'offerta, che dovrebbe comunque rimanere superiore alla domanda a 360,1 Mt da 340,5 Mt precedente, con una crescita di 5,8% a/a. Il rapporto scorte/consumi è quindi previsto in rialzo a 30,8% (30,5% nel rapporto precedente) da 29,2% del 2017-18. Previste in crescita di 2,5% a/a nel 2018-19 anche le scorte di olio di soia a fronte di una produzione in crescita a tassi superiori ai consumi, mentre dovrebbero invece calare le scorte per le farine: -3,7% a/a secondo l'USDA.

#### Performance di medio termine

	27.03.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	340,5	-3,1	-3,1	-3,1	-2,5
Mais (\$ cent.)	373,8	-0,5	4,9	0,1	-0,3
Frumento (\$ cent.)	469,5	-8,2	-7,8	5,4	-6,7
Soia (\$ cent.)	887,5	0,5	5,0	-12,8	0,6
Cotone (\$)	77,0	6,6	0,2	-4,7	6,6
Cacao	2.248,0	-5,3	6,3	-12,0	-7,0
Zucchero	12,6	1,5	20,7	3,0	4,6
Caffè (arabica)	93,9	-7,8	-5,5	-21,1	-7,9
Caffè (robusta)	1.504,0	1,1	-0,8	-15,6	-0,1

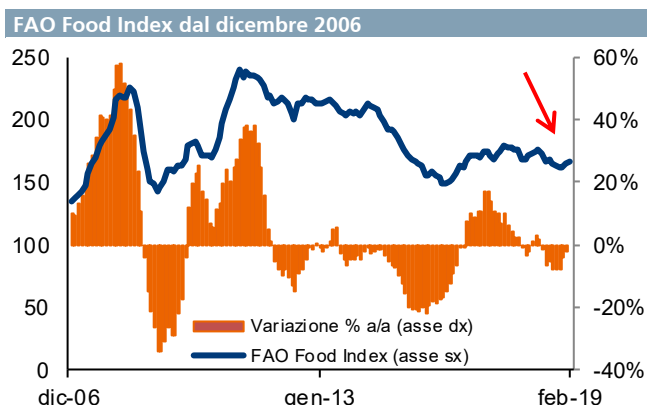
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: a febbraio prosegue la crescita dei prezzi delle materie prime alimentari.** A febbraio l'indice FAO sui prezzi delle

materie prime alimentari è salito di 1,7% m/m, l'indice raggiunge quindi il livello più alto da agosto 2018 ma la variazione annua resta negativa a -2,3%. L'aumento dei prezzi di febbraio è diffuso a tutte le componenti dell'indice ma risente in particolar modo della marcata accelerazione dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari (come nel mese precedente). L'indice dei prezzi dei cereali ha fatto registrare un incremento solo marginale rispetto a gennaio ma rimane ben al di sopra dei livelli visti a febbraio 2018 (+4,7%). La crescita superiore è stata messa a segno dal mais, spinto da maggiori prezzi all'esportazione negli Stati Uniti, mentre il frumento, dopo un mese iniziato in rialzo in scia a preoccupazioni relative all'offerta, ha subito un rallentamento degli acquisti. Poco variare le quotazioni del riso, con il calo della varietà Indica che ha contrastato la crescita della Japonica. Prosegue anche il recupero degli oli vegetali che, dopo il 4,3% m/m di gennaio, mettono a segno una crescita di 1,8% m/m e raggiungono i massimi da ottobre, spinti dagli oli di palma, soia e girasole. I prezzi dell'olio di palma sono saliti per il terzo mese grazie a una minore produzione, principalmente per ragioni stagionali, e a una maggiore domanda, mentre gli oli di soia e di girasole hanno beneficiato della minore offerta globale. Crescita modesta, +0,7% m/m, anche per i prezzi delle carni, che rispetto a febbraio 2018 restano su livelli inferiori di circa il 4%. La variazione contenuta nasconde in realtà il calo dei prezzi di ovini e pollame; i primi in particolare proseguono nel calo registrato a gennaio a causa delle abbondanti esportazioni neozelandesi, che compensano prezzi più elevati per le carni suine e bovine, entrambi spinte da minori esportazioni rispettivamente dall'Unione Europea e dalla Nuova Zelanda. Prosegue a febbraio l'accelerazione dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari che, dopo la marcata flessione di dicembre, hanno fatto registrare due mesi di significativi rimbalzi (+7,2% m/m a gennaio e +5,6% m/m a febbraio) raggiungendo i livelli del 2018, spinti dalla maggiore domanda e da fattori stagionali che frenano la produzione. Ancora in rialzo anche le quotazioni dello zucchero, +1,2% m/m da +2,4% m/m di gennaio, in scia alle preoccupazioni circa le produzioni indiane e brasiliane. In particolare, si prevede una flessione della produzione indiana di circa il 5% a/a nella stagione 2018-19, mentre nel Brasile centro-meridionale, dove si concentra una buona parte della produzione locale, si stima che tra ottobre 2018 e gennaio 2019 l'output sia calato di circa il 26% rispetto alla scorsa stagione. I prezzi dello zucchero sono stati inoltre supportati dall'aumento dei prezzi dei carburanti in Brasile, che favorisce la produzione di etanolo dalla canna da zucchero a danno di quella come dolcificante.

**FAO: al netto delle revisioni mensili il mercato dovrebbe restare ben fornito anche nel 2018-19.** La FAO, nell'ultimo rapporto sulla dinamica di domanda e offerta per i cereali, ha rivisto al ribasso le stime di produzione per la stagione 2018-19 a 2.609 milioni di tonnellate (Mt) dalle 2.611 Mt di febbraio a causa di un minor raccolto statunitense di mais, supportando le previsioni per un'offerta di cereali in calo nel 2018-19 di 1,9%

a/a rispetto al record della stagione precedente. Per quanto riguarda invece la domanda, anch'essa è stata rivista al ribasso a 2.652 Mt da un precedente 2.657 Mt. La revisione riflette il minor utilizzo di granaglie nell'allevamento, soprattutto negli Stati Uniti. La domanda dovrebbe comunque confermarsi in crescita rispetto alla stagione precedente: +0,5% per il frumento, +0,9% per il riso e +2,0% per gli altri prodotti. Nonostante attese di domanda superiore alla produzione, il mercato cerealicolo rimane in surplus a causa degli elevati livelli di scorte iniziali che portano l'offerta a 3.418 Mt (rivista al ribasso da 3.429 Mt), quindi su livelli ancora ampiamente superiori alla domanda. A livello di singoli prodotti, la FAO prevede una crescita del 4% a/a della produzione di frumento nel 2019 a 757,4 Mt rispetto al 2018 ma ancora su livelli inferiori rispetto al record del 2017. La produzione di riso potrebbe invece raggiungere il massimo storico di 515 Mt, in crescita di 1,6% rispetto al 2017-18. Nel complesso, le scorte finali dovrebbero quindi attestarsi a 766,5 Mt, riviste al ribasso da 772,2 Mt precedenti e in calo dalle scorte record toccate la stagione precedente (809,7 Mt). La revisione al ribasso delle scorte risente di stime inferiori per quanto riguarda frumento e mais, mentre hanno subito una revisione al rialzo quelle di riso e orzo. Nello specifico, le scorte di frumento dovrebbero chiudere la stagione in calo del 4% rispetto al livello iniziale, quelle di mais di quasi l'11%, mentre quelle di riso dovrebbero registrare una crescita del 3%. Nel complesso, il rapporto riserve/utilizzo per i cereali dovrebbe correggere a 28,3% nel 2018-19 (rivisto leggermente al ribasso da 28,5% precedente) da 30,5% del 2017-18, rimanendo comunque su livelli storicamente elevati. Le stime per il commercio cerealicolo globale sono state riviste al ribasso di 2 Mt rispetto al rapporto precedente a 413 Mt. Quello del frumento dovrebbe calare di 3,3% a/a rispetto al 2017-18 e quello di riso di 2,1% a/a a fronte di una crescita di quello del mais per maggiori importazioni in Cina e Unione Europea.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus cacao: il clima di caldo anomalo in Costa d'Avorio minaccia il raccolto "Mid Crop".** Caldo anomalo e siccità imprevista stanno interessando, in questi giorni, la maggior parte delle aree della Costa d'Avorio preposte alla produzione di cacao. Una situazione che potrebbe incidere sulla resa del

prodotto del "Mid Crop", ovvero il secondo raccolto di cacao che viene a maturazione fra i mesi di aprile e settembre. A complicare la situazione anche la presenza, in alcune regioni, di un vento particolarmente secco che sta insistendo da alcune settimane e che arriva proprio a ridosso dell'inizio della stagione delle piogge in Costa d'Avorio. I coltivatori si attendono una stabilizzazione della situazione meteo, ovvero la comparsa di piogge regolari ed abbondanti a fine marzo nelle regioni costiere e meridionali. I medesimi fenomeni sono invece attesi nel mese di aprile nelle aree più interne, nel centro e nel nord del Paese. Nell'area nevralgica della Cocoa Belt (la fascia di coltivazione del cacao ivoriano), ovvero la regione del Soubre, oltre al caldo anomalo persiste appunto un forte vento secco che potrebbe contribuire a far letteralmente seccare il prodotto prima ancora che esso arrivi a maturazione. Nella regione di Daloa, responsabile da sola di circa il 25% del raccolto totale della Costa d'Avorio, i coltivatori locali sperano nell'arrivo di piogge intense al fine di garantire una buona resa del raccolto. E' evidente che il deterioramento della resa produttiva del principale produttore mondiale potrebbe creare forti tensioni rialziste sulle quotazioni del cacao.

**Focus zucchero: occhi puntati sulle dinamiche di zucchero ed etanolo, possibile deficit nel 2018-19.** La canna da zucchero può essere utilizzata per svariate applicazioni, in particolare per la produzione di dolcificante e di etanolo, un biocarburante. In particolare, la produzione di dolcificante è di norma inversamente correlata al prezzo del greggio: nel caso di un aumento delle quotazioni del petrolio, e quindi di un successivo rincaro dei carburanti, il biocarburante risulterebbe più conveniente rispetto al normale carburante aumentandone quindi la domanda da parte dei consumatori e, di conseguenza, favorendo lo spostamento della produzione degli zuccherifici dal dolcificante all'etanolo. Anche in caso di quotazioni di mercato dello zucchero particolarmente basse sarebbe più vantaggioso, per i produttori, dedicarsi alla produzione di etanolo, che ha una redditività maggiore rispetto allo zucchero. La gestione del "mix produttivo", cioè la determinazione del volume di canna da zucchero da destinare alla produzione di etanolo o dolcificante, è quindi un elemento molto importante per gli zuccherifici brasiliani, i principali esportatori globali. Storicamente però il passaggio da dolcificante ad etanolo e viceversa non è mai stato immediato e comunque non completo (per questioni tecniche gli zuccherifici erano costretti a produrre una quantità minima di dolcificante). Più recentemente, però, lo sviluppo tecnologico ha permesso una maggiore flessibilità per quanto riguarda le dinamiche di offerta: gli zuccherifici in Brasile adesso possono passare alla produzione di biocarburanti molto più rapidamente rispetto al passato e riescono a ridurre la componente di canna da zucchero destinata alla produzione di dolcificante. La maggiore flessibilità produttiva permetterebbe dunque agli zuccherifici brasiliani di dedicarsi maggiormente ai prodotti in grado di fornire un maggior rendimento. Chiaramente esistono altri fattori che influiscono sulle decisioni

allocative dei produttori, in primo luogo le dinamiche valutarie del real brasiliano che influiscono sulla convenienza degli acquisti da parte di acquirenti con valuta diversa da quella brasiliana. Secondo le stime di marzo di Sucden (leader di mercato nel trading delle soft commodity), ai livelli correnti di arbitraggio tra il prezzo del dolcificante e quello dell'etanolo non si esclude un calo della produzione mondiale di zucchero di più di 10 milioni di tonnellate nei prossimi due anni. Durante la scorsa stagione il calo della produzione brasiliana di zucchero è stato compensato dalla maggiore offerta indiana. In quella in corso invece e probabilmente in quella successiva, condizioni climatiche avverse in Asia e monsoni in India, uniti a una minore offerta di zucchero brasiliano dovuta a una maggiore produzione di etanolo, potrebbero pesare sull'offerta globale di zucchero. Alle condizioni correnti non si esclude perciò un mercato per lo più equilibrato, o marginalmente in deficit, nella stagione 2018-19 e caratterizzato da un ulteriore calo dell'offerta nella stagione 2019-20. Tale contesto di mercato potrebbe fornire spunti di rialzo per i prezzi dello zucchero, anche se un aumento delle quotazioni, unito ad attese di deficit persistente, potrebbe mettere in secondo piano l'etanolo e portare a una riaccelerazione della produzione di dolcificante. Nei prossimi mesi sarà quindi necessario monitorare con attenzione, oltre alle condizioni climatiche, anche le dinamiche di prezzo dell'etanolo (e quindi del petrolio) con eventuali variazioni del "mix produttivo" brasiliano destinate ad avere un impatto significativo sui fondamentali dello zucchero.

**Focus caffè: prezzi ancora ridotti ed eccesso di offerta nel 2018-19, tra i possibili spunti rialzisti l'esito della riunione ICO e le previsioni di un deficit per il 2019-20.** Nell'ultimo biennio i prezzi del caffè sembrerebbero essersi incanalati in un trend ribassista con quotazioni su livelli contenuti; in particolare, il 20 marzo i future sulla qualità Arabica sono arrivati a scambiare ai minimi dal luglio del 2006, mentre lo spread tra la qualità Arabica e la Robusta si è ridotto ai minimi da 20 mesi. Alcuni coltivatori (che ricevono peraltro una componente ridotta dei prezzi finali) sono quindi costretti ad operare con prezzi al di sotto dei costi di produzione e l'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO, International Coffee Organization) si è dichiarata preoccupata per la stabilità dell'industria e ha espresso la volontà di implementare misure finalizzate a contrastare tale contesto di mercato. In questi giorni è in corso la sessione semestrale del Consiglio dell'ICO, che si potrebbe concludere con delle manovre correttive. Nello specifico sembrerebbe che l'ICO stia lavorando a un accordo che permetta ai coltivatori di ottenere una maggiore componente del prezzo finale. Al momento, però, gli occhi degli analisti sono puntati sulle prospettive per le coltivazioni brasiliane, il primo paese produttore. Nel 2018 i produttori brasiliani hanno inondato il mercato con un raccolto record grazie a condizioni meteorologiche e valutarie favorevoli. L'eccesso di offerta è previsto proseguire per tutta la stagione 2018-19 (intorno a 2,3 milioni di sacchi secondo l'ICO) ma, a partire dalla stagione

seguente, potremmo assistere a un mercato in deficit grazie alla flessione dei raccolti. Secondo le stime di gennaio della CONAB (Companhia Nacional do Abastecimento), nel 2019-20 in Brasile il raccolto dovrebbe risentire della siccità della stagione in corso limitando ulteriormente le previsioni già frenate dalla stagione "off" (ovvero la sequenza di raccolti ampi o minori in base alla stagionalità) per le colture previste nel 2019-20, di norma associata a un calo di circa il 10% del raccolto. Le prime stime puntavano a una produzione di caffè intorno ai 58 milioni di sacchi (Ms) nel 2019-20, suddivise tra circa 38 Ms per la varietà Arabica e 20 Ms per la Robusta. Il prossimo bollettino CONAB verrà pubblicato il 16 maggio e non si esclude una possibile correzione verso il basso, seppur contenuta, delle previsioni dato il clima particolarmente secco che ha colpito il Brasile a inizio 2019.

**Confermiamo l'Outlook Neutrale.** Non cambia il nostro scenario sugli Agricoli: ci aspettiamo una contrazione dei rischi politici e commerciali con l'auspicio che gli operatori tornino a focalizzarsi sui fondamentali. In questa fase sono ancora positive le attese per il buon esito della trattativa sul commercio internazionale, che ad oggi ancora frena il recupero degli Agricoli. L'intero settore resta ancora vulnerabile ai rischi meteorologici e alle dinamiche delle monete dei paesi in cui molti dei prodotti sono coltivati, soprattutto se tali dinamiche valutarie influiscono sulla competitività dei produttori nei mercati emergenti. Nei prossimi mesi un sentiment di mercato più buono e fondamentali di domanda e offerta in miglioramento potrebbero trainare i prezzi delle materie prime agricole. Questa ipotesi di scenario futuro ci consente, per ora, solo di ribadire il nostro Outlook Neutrale. 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. Nel breve periodo, i temi principali sul mercato del mais sono l'incertezza sulle condizioni meteorologiche in Brasile e il potenziale aumento dei terreni destinati alla coltivazione di mais negli Stati Uniti. 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 1.000 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 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
	27.03.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	373,8	380,0	390,0	395,0	405,5	410,1
Frumento (\$ cent.)	469,5	490,0	500,0	500,0	497,5	504,7
Soia (\$ cent.)	887,5	933,2	950,7	975,0	970,0	985,0
Cotone (\$)	77,0	76,0	76,4	76,1	77,7	80,1
Cacao	2.248,0	2.300	2.350	2.390	2.425	2.402
Zucchero	12,6	12,9	13,2	13,5	14,2	13,0
Caffè (arabica)	93,85	120,0	106,0	115,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.504,0	1.535	1.535	1.535	1.675	1.700

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
	27.03.19	2019	2019	2019	2020	2021
Mais (\$ cent.)	373,8	380,0	390,0	395,0	405,5	410,1
Frumento (\$ cent.)	469,5	490,0	500,0	500,0	497,5	504,7
Soia (\$ cent.)	887,5	933,2	950,7	975,0	970,0	985,0
Cotone (\$)	77,0	76,0	76,4	76,1	77,7	80,1
Cacao	2.248,0	2.300	2.350	2.390	2.425	2.402
Zucchero	12,6	12,9	13,2	13,5	14,2	13,0
Caffè (arabica)	93,85	120,0	106,0	115,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.504,0	1.535	1.535	1.535	1.675	1.700

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

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 28.02.2019.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

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

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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



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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/script/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

## Certificazione dell'analista

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

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

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

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

**Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice**

**Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

**Analista Azionario**

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

**Analista Obbligazionario**

Serena Marchesi

Fulvia Riso

Andrea Volpi

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi