

Materie prime: si intensificano le guerre commerciali

A maggio, l'ottimismo è svanito rapidamente: le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono interrotte bruscamente e la minaccia di introdurre nuovi dazi è divenuta realtà. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. Si delinea ora per i prezzi delle materie prime uno scenario di base più complicato: escludiamo possibili miglioramenti a breve termine della disputa tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le tensioni commerciali siano destinate a rimanere una caratteristica strutturale del mercato.

Petrolio: frequenti oscillazioni del sentiment di mercato

Nei prossimi mesi, probabilmente i mercati continueranno a spostare la loro attenzione fra le preoccupazioni di un'intensificazione delle tensioni commerciali e i timori di interruzioni inattese delle forniture. A nostro parere, i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici e macroeconomici globali. Nel nostro scenario di base, non ipotizziamo profonde spaccature all'interno dell'OPEC e prevediamo che gli attuali tagli alla produzione implementati dall'OPEC+ saranno mantenuti.

Metalli preziosi: l'oro beneficia di una maggiore incertezza

Lo scenario mondiale è diventato positivo per l'oro: le politiche monetarie stanno diventando più accomodanti e i bassi tassi d'interesse nelle principali economie stanno riducendo il costo opportunità di detenere metalli preziosi e migliorando il profilo di rischio/rendimento degli investimenti in oro. Inoltre, le tensioni politiche e geopolitiche resteranno probabilmente forti. Questo contesto favorirà l'oro attraverso la domanda di beni rifugio degli investitori e la ricerca di diversificazione da parte delle Banche centrali.

Metalli industriali: prevalgono i rischi politici

I principali rischi che pesano sul settore sono legati a fattori macroeconomici e politici, che potrebbero prevalere sui fondamentali positivi. In particolare, i timori di rallentamento della crescita globale e l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbero limitare il potenziale di rialzo delle quotazioni dei metalli industriali nel breve e nel medio periodo. Più a lungo termine, siamo molto positivi sul comparto, poiché i prezzi dovrebbero aumentare sensibilmente nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario.

Agricoli: un efficace strumento di diversificazione

Quest'anno, le merci agricole hanno dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione nei portafogli finanziari. Nella maggior parte dei casi, le performance dei cereali e delle soft commodity riflettono i fondamentali di domanda e offerta sottostanti e le aspettative sulle condizioni meteorologiche. In particolare, i prezzi delle soft commodity non sono particolarmente influenzati dai timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e risultano pertanto meno esposti alle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato tra *risk-on* e *risk-off*.

Giugno 2019

Scenario trimestrale

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

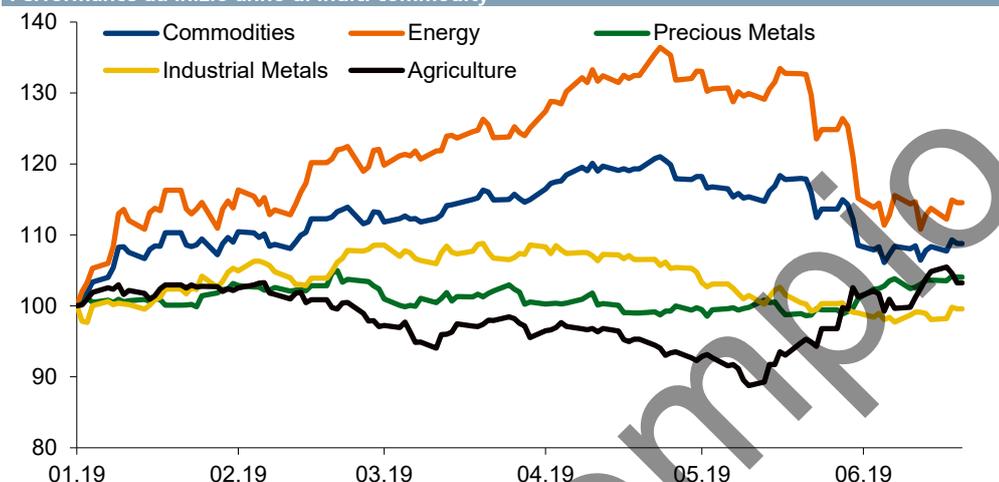
Macroeconomic and
Fixed Income Research

Daniela Corsini, CFA
Economista – Materie prime

Materie prime: si intensificano le guerre commerciali

A maggio, l'ottimismo è svanito rapidamente: le trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina si sono interrotte bruscamente e la minaccia di introdurre nuovi dazi è divenuta realtà. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. Si delinea ora per i prezzi delle materie prime uno scenario di base più complicato: escludiamo possibili miglioramenti a breve termine della disputa tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le tensioni commerciali siano destinate a rimanere una caratteristica strutturale del mercato.

Performance da inizio anno di indici commodity



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Le materie prime hanno beneficiato di un primo trimestre molto positivo: i timori sulla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina si erano allentati e tutte le parti coinvolte avevano espresso ottimismo sui progressi compiuti durante i colloqui ad alto livello; le banche centrali hanno rassicurato i mercati globali garantendo una liquidità abbondante; la maggior parte delle materie prime ha tratto beneficio da mercati fisici più tesi, grazie a una combinazione di fattori strutturali ed esogeni. Ad esempio, i prezzi dei metalli industriali sono stati sostenuti dal bassissimo livello degli investimenti in capacità produttiva effettuati nel corso degli ultimi anni, una caratteristica strutturale del mercato. Il prezzo del greggio è stato sostenuto soprattutto da eventi esogeni: tagli alla produzione nei paesi OPEC+ e in Canada; sanzioni comminate dagli Stati Uniti a Venezuela e Iran; scontri in Libia.

L'andamento positivo dei prezzi ha subito una battuta d'arresto **nel 2° trimestre**, quando **l'ottimismo è svanito rapidamente, a causa della brusca interruzione delle trattative commerciali tra Stati Uniti e Cina e della minaccia di introdurre nuovi dazi, poi divenuta realtà**. Inoltre, abbiamo assistito a un inasprimento delle tensioni anche tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali importanti, come Messico e Unione Europea. In Europa, i rischi politici restano significativi, a fronte di maggiori probabilità di un no-deal per la Brexit già nel 4° trimestre del 2019.

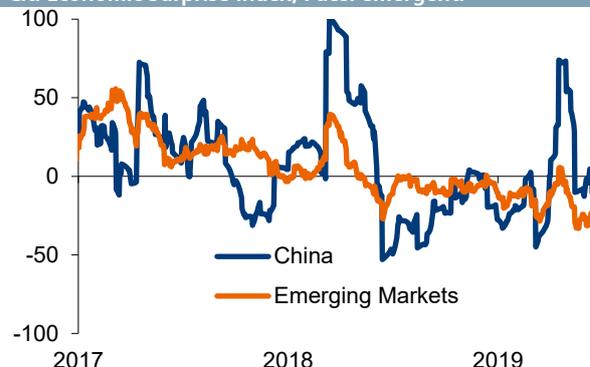
Inoltre, nei mesi scorsi i **dati macroeconomici hanno deluso le attese nella maggior parte delle aree e i timori di un rallentamento della crescita globale si sono intensificati**. Abbiamo dovuto rivedere al ribasso previsioni di crescita regionale e globale, e ulteriori revisioni al ribasso di previsioni macroeconomiche potrebbero essere annunciate nei prossimi mesi se le tensioni politiche non si allentano.

Citi Economic Surprise Index, paesi sviluppati



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

Citi Economic Surprise Index, Paesi emergenti



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Citi, Bloomberg

Abbiamo anche rivisto le nostre previsioni sulle politiche monetarie negli Stati Uniti e in Europa. Attualmente, ci attendiamo un taglio dei tassi d'interesse di riferimento da parte della Fed di 25 pb nel 2019 e di ulteriori 25 pb nel 2020. La BCE dovrebbe lasciare i tassi invariati fino alla fine del 2020, anche se probabilmente attuerà misure più espansive per immettere nel sistema la liquidità necessaria.

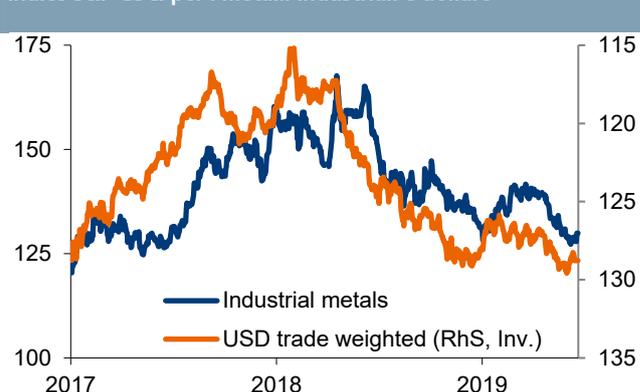
Di conseguenza, il dollaro statunitense ponderato per il commercio potrebbe registrare un moderato deprezzamento nel corso dei prossimi mesi. Normalmente, un dollaro stabile o più debole favorisce il comparto delle materie prime, data la correlazione storicamente negativa tra tali asset. Tuttavia, in questa fase di mercato, l'effetto dollaro potrebbe essere facilmente compensato da un sentiment di mercato negativo, che eserciterebbe pressioni ribassiste sui principali asset ciclici, inclusi energia e materie prime industriali. Infatti, riteniamo che, **ancora una volta, il sentiment di mercato rappresenterà il principale driver dei prezzi delle materie prime poiché, a nostro avviso, l'attenzione dei mercati finanziari si concentrerà principalmente su rischi politici e geopolitici.**

Il fixing dell'oro di Londra e dollaro americano ponderato per il commercio



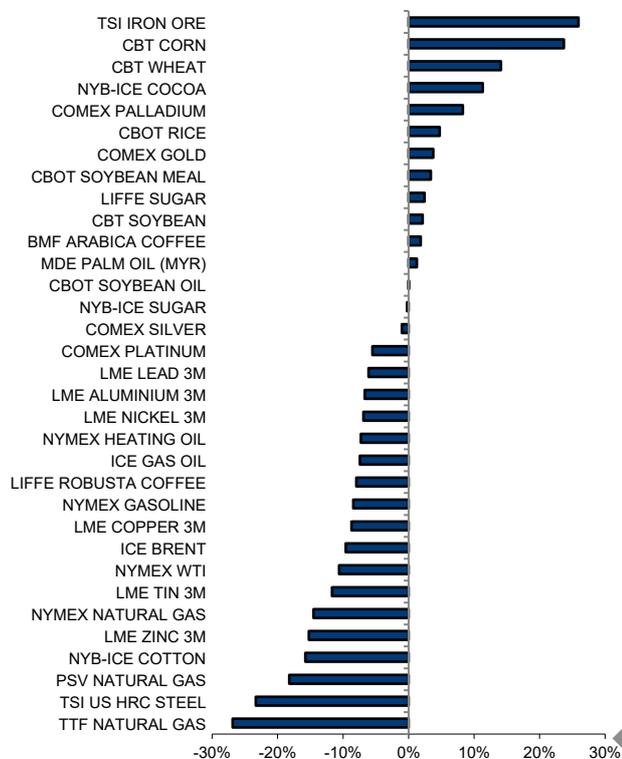
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Indice S&P GSCI per i metalli industriali e dollaro



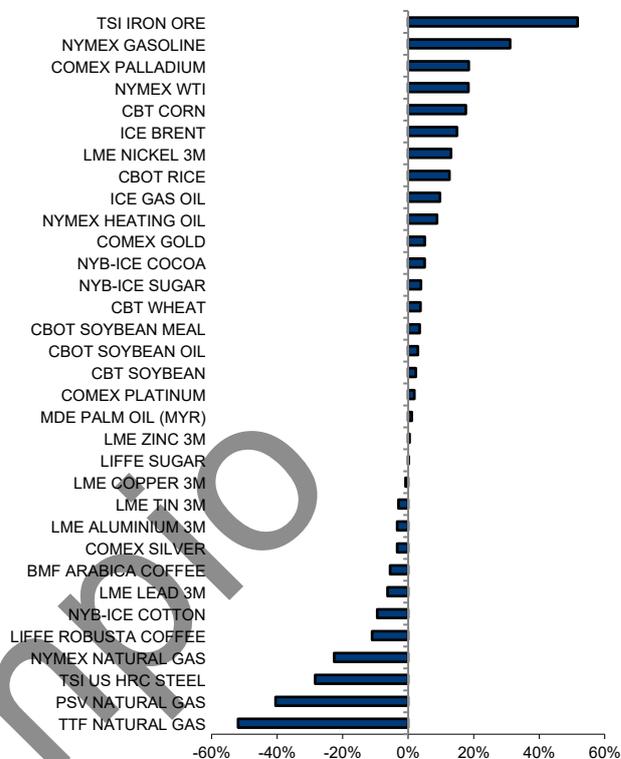
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio trimestre sino al 19.06.2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Performance da inizio anno sino al 19.06.2019



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Ipotesi sottostanti al nostro scenario di base

Prevediamo ora un più difficile scenario di base per i prezzi delle materie prime. Abbiamo dovuto escludere un possibile miglioramento a breve termine della disputa commerciale tra Stati Uniti e Cina e riteniamo che le **tensioni commerciali siano destinate a diventare una caratteristica strutturale del mercato.**

- A nostro parere, **gli Stati Uniti introdurranno dazi sulle restanti importazioni cinesi** del valore di circa 300 miliardi di dollari, e la **Cina reagirà con azioni di ritorsione**, imponendo eventualmente limiti commerciali sui beni percepiti come strategici per alcuni settori core, come tecnologia e difesa. Entrambe le economie saranno penalizzate, anche se la Cina subirebbe l'impatto negativo più pesante in termini di diminuzione della crescita potenziale. In vari settori, le filiere globali sarebbero alterate, con un possibile impatto negativo su altre aree, inclusa l'Europa. Abbiamo già avuto un'anticipazione del tipo di conseguenze, gravi e di vasta portata, causate dai dazi e dalle sanzioni statunitensi nel settore siderurgico: attualmente, i prezzi dell'acciaio in Europa sono inferiori rispetto alla Cina, il maggior produttore a livello mondiale, poiché le esportazioni di acciaio cinesi e turche sono state dirottate verso il Vecchio Continente. Nonostante le clausole di salvaguardia, il mercato europeo si trova in una situazione di eccesso di offerta a causa delle importazioni elevate e di una domanda domestica debole. I principali scontri in questa guerra sull'acciaio sono proprio i produttori europei, penalizzati da prezzi bassi e da un aumento dei costi di produzione, a fronte dello straordinario rally dei prezzi del ferro dopo la tragedia della diga a Brumadinho in Brasile e di inattese interruzioni delle forniture in Australia, causate da avverse condizioni meteorologiche.

- Per il momento, ipotizziamo che le **tensioni tra Stati Uniti e Messico sul controllo dell'immigrazione non porteranno a ulteriori limiti degli scambi commerciali regionali**. A nostro avviso, il nuovo USMCA¹ sarà probabilmente ratificato e i dazi statunitensi sulle importazioni di alluminio e acciaio provenienti da questi due paesi saranno probabilmente revocati.
- Al momento, **il nostro scenario di base non considera l'introduzione di dazi statunitensi sulle importazioni di veicoli europei e asiatici**. Tuttavia, questo tema sarà discusso prima della scadenza di novembre e probabilmente alimenterà la volatilità dei prezzi di mercato. La grave minaccia di limiti commerciali nel settore automobilistico rappresenta il principale rischio di ribasso che pesa sulle nostre previsioni per le materie prime.

Inoltre, **i rischi geopolitici sono destinati a permanere**. A nostro avviso, se i rapporti tra Stati Uniti e Cina non miglioreranno, vari dossier rischiano di rimanere bloccati, come **Venezuela e Corea del Nord**, i due esempi più lampanti.

In Medio Oriente, le tensioni si sono acuite dopo il mancato rinnovo da parte degli Stati Uniti degli esoneri dalle sanzioni precedentemente garantiti ai maggiori importatori di greggio iraniano. **L'Iran ha minacciato di ridurre progressivamente i propri impegni previsti dall'accordo sul nucleare JCPOA 2015** a partire da luglio se i firmatari europei e asiatici non riprenderanno le importazioni di greggio e non ripristineranno i rapporti finanziari. Nelle ultime settimane, le parti coinvolte hanno cercato di abbassare i toni, manifestando il desiderio di evitare un conflitto armato nell'area.

Nei prossimi mesi, la tensione resterà alta, ma al momento riteniamo che l'Iran non uscirà dall'accordo sul nucleare e che eventuali eventi negativi (come, ad esempio, sabotaggi da parte di fonti sconosciute nello Stretto di Hormuz o attacchi terroristici a obiettivi sensibili) non saranno così gravi da provocare un embargo nei confronti dell'Iran o aprire un conflitto armato con una coalizione saudita-statunitense. Tuttavia, **la probabilità che eventi imprevisti inneschino una serie di ritorsioni a catena fino ad arrivare all'interruzione dei rapporti diplomatici e all'uscita dell'Iran dall'OPEC appare ora concreta** (nella nostra analisi di scenario attribuiamo una probabilità del 10% all'uscita dell'Iran dall'OPEC nel corso dell'estate).

In questo contesto, **il ruolo della Russia in Medio Oriente diventa ancora più critico** relativamente a una serie di problematiche. Per quanto riguarda la politica sul petrolio, la coesione all'interno dell'OPEC+ potrebbe venire meno se l'Iran dovesse manifestare l'intenzione di uscire dall'organizzazione come ritorsione contro l'aumento delle esportazioni saudite a compensazione delle minori esportazioni iraniane e se la Russia dovesse spingere per abbandonare l'accordo attualmente in vigore, per soddisfare i produttori russi che desiderano trarre maggiore beneficio da prezzi relativamente elevati sui mercati internazionali.

Previsioni per l'universo commodity

Energia. Continuiamo a ritenere che, nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 60 e i 75 dollari per la maggior parte del periodo. I rischi geopolitici e la promessa dei paesi dell'OPEC+ di mantenere il mercato globale in equilibrio innescheranno pressioni al rialzo. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica mondiale e l'indebolimento della domanda di greggio globale innescheranno pressioni al ribasso. La volatilità eserciterà, ancora una volta, un impatto significativo sull'andamento dei prezzi. Per il gas, prevediamo un aumento dei prezzi negli Stati Uniti e in Europa, dovuto all'accelerazione stagionale della domanda.

Metalli preziosi. Probabilmente i prezzi saranno ben sostenuti dalle tensioni politiche e dalla volatilità degli asset di rischio. Tuttavia, continuiamo a ritenere che, nel prossimo futuro, l'oro sarà

¹ USMCA: United States, Mexico, Canada Agreement, sostituisce il precedente NAFTA.

scambiato prevalentemente all'interno di un range di 1.250-1.400 dollari. A nostro avviso, l'oro potrebbe scambiare molto al di sopra del livello di 1.400 dollari soltanto se i gravi timori sulla crescita globale s'intensificassero, innescando una nuova impennata di avversione al rischio con una conseguente brusca correzione degli asset ciclici, inclusi comparto energetico, azionario globale e materie prime industriali. Preferiamo il palladio al platino, a fronte delle tendenze attualmente in atto nel settore automobilistico.

Metalli industriali. Un sentiment di mercato ribassista, alimentato dalle tensioni commerciali e dai timori di una crescita cinese inferiore alle attese, produce un impatto estremamente negativo sui prezzi dei metalli industriali. A nostro avviso, il potenziale di rialzo in questo comparto resterà molto limitato fintanto che l'attenzione dei mercati resterà concentrata sui rischi politici. Tuttavia, confermiamo la nostra previsione di un sensibile aumento dei prezzi nei prossimi 3-5 anni, poiché i metalli industriali presentano i fondamentali più solidi nel comparto delle materie prime: la maggior parte di essi dovrebbe registrare un deficit sia nel 2018 che nel 2019, le scorte mondiali stanno diminuendo, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria e negli ultimi anni gli investimenti sono stati scarsi.

Agricoli. Negli ultimi mesi, la maggior parte delle merci agricole ha registrato forti oscillazioni del prezzo, a fronte di rischi legati alle condizioni meteorologiche e timori sulle forniture. Le quotazioni dei prodotti statunitensi sono influenzate dalle tensioni commerciali con la Cina e dalle promesse di maggiori sussidi per gli agricoltori penalizzati dai dazi cinesi. Le soft commodity, come il caffè, dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, poiché i prezzi dovrebbero essere maggiormente influenzati dai loro fondamentali. Per questo motivo, le soft commodity sono considerate un interessante strumento di diversificazione.

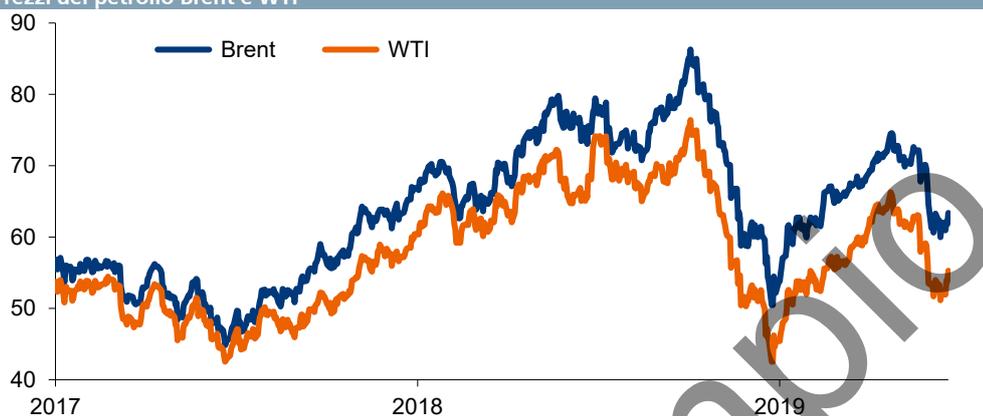
Previsioni di prezzo per le principali commodity						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
CO1 Comdty	ICE BRENT	67,0	70,0	67,2	70,0	70,0
CL1 Comdty	NYMEX WTI	58,0	62,0	58,4	64,0	66,0
NG1 Comdty	NYMEX NATURAL GAS	2,3	3,0	2,7	3,0	3,0
GOLDLNP Index	LME GOLD	1.350	1.325	1.321	1.300	1.325
SLVRLND Index	LME SILVER	15,0	15,2	15,2	16,0	16,25
PLTMLNPM Index	LME PLATINUM	800	800	815	800	800
PLDMLNPM Index	LME PALLADIUM	1.450	1.480	1.436	1.550	1.600
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6.000	6.000	6.079	6.000	6.300
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1.800	1.800	1.823	1.800	1.920
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	12.500	12.500	12.416	13.000	14.000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2.500	2.500	2.578	2.500	2.600
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	1.800	1.800	1.882	1.800	1.880
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	19.500	19.500	19.894	19.500	19.750
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	90	85	89,1	82,0	77,0
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	500	530	584	550	550
JBO1 Comdty	LME SCRAP	300	300	303	300	300
JBP1 Comdty	LME REBAR	468	465	469	463	460
C 1 Comdty	CBOT CORN	450	460	421	480	490
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	500	500	494	500	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	900	900	892	900	940
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	100	105	100	110	115
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1.400	1.450	1.437	1.525	1.600
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	310	310	310	300	300
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	28,0	28,0	28,4	28,0	28,0

Fonte: stime Intesa Sanpaolo. Ferro: contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio: Steel Index: indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano

Petrolio: frequenti oscillazioni del sentiment di mercato

Nei prossimi mesi, probabilmente i mercati continueranno a spostare la loro attenzione fra le preoccupazioni di un'intensificazione delle tensioni commerciali e i timori di interruzioni inattese delle forniture. A nostro parere, i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici e macroeconomici globali. Nel nostro scenario di base, non ipotizziamo profonde spaccature all'interno dell'OPEC e prevediamo che gli attuali tagli alla produzione implementati dall'OPEC+ saranno mantenuti.

Prezzi del petrolio Brent e WTI



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Nel 2° trimestre 2019, le quotazioni del greggio hanno registrato variazioni sensibili, a seguito delle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato e dell'attitudine risk-on e risk-off. Spesso i mercati alternano la loro attenzione fra i timori di un'escalation delle tensioni commerciali, con il conseguente impatto negativo su crescita economica globale e domanda di materie prime, e preoccupazioni per interruzioni inattese delle forniture, soprattutto in relazione ai rischi geopolitici.

Nel corso degli ultimi mesi, abbiamo assistito a un rafforzamento dei fondamentali dei mercati fisici, sulla scia dell'attuale calo della produzione in Venezuela, delle sanzioni statunitensi contro l'Iran, dei tagli alla produzione in Canada e nei paesi OPEC+ e degli imprevisti problemi di contaminazione lungo la pipeline Druzhba, che trasporta il greggio dalla Russia all'Europa orientale.

I dati pubblicati a giugno dall'Energy Information Administration (EIA) statunitense dimostrano che i previsti tagli alla produzione e le varie interruzioni inattese delle forniture hanno spinto il mercato globale in deficit. Infatti, secondo le previsioni dell'EIA, quest'anno la domanda supererà l'offerta di quasi 0,3 milioni di barili al giorno (mb/g).

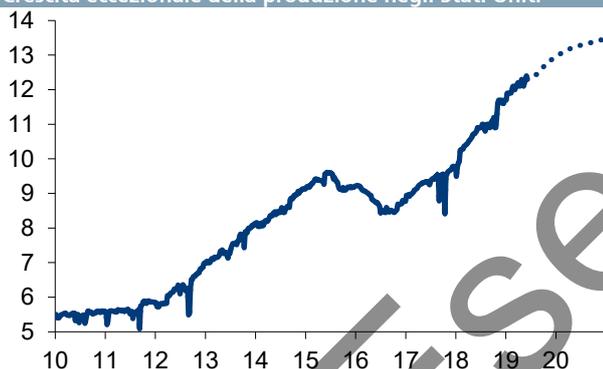
Tuttavia, la crescita della produzione non OPEC dovrebbe confermarsi eccezionalmente elevata sia nel 2019 che nel 2020, con ritmi molto più sostenuti rispetto al consumo totale. Pertanto, anche ipotizzando un rinnovo dell'attuale accordo OPEC+ e il mantenimento delle sanzioni statunitensi nei confronti di Iran e Venezuela, probabilmente l'anno prossimo il mercato tornerà in surplus, con un eccesso di offerta stimato di circa 0,3 mb/g.

Stime di domanda e offerta pubblicate dall'U.S. EIA a giugno 2019							
Stime pubblicate a giugno 2019 in mb/g	Consumo mondiale	Offerta Non-OPEC	Produzione USA	Offerta OPEC di LNG	Produzione OPEC di greggio	Call on OPEC crude*	Bilancio di mercato**
2018	99,9	63,4	11,0	5,3	32,0	31,2	0,7
2019	101,1	65,5	12,3	5,2	30,2	30,4	-0,3
<i>y/y change</i>	1,2	2,2	1,4	-0,2	-1,8	-0,8	
2020	102,6	68,1	13,3	5,0	29,7	29,5	0,3
<i>y/y change</i>	1,4	2,6	0,9	-0,2	-0,4	-1,0	

Nota (*) "Call on OPEC crude = Consumo mondiale - Offerta Non OPEC - Offerta OPEC di LNG;
(**) "Bilancio di mercato = Offerta OPEC - Call on OPEC crude". Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

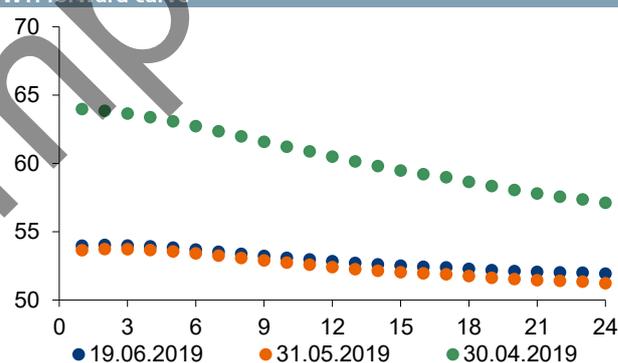
L'inclinazione delle curve forward riflette la forza della crescita della produzione statunitense: il front-end della curva del WTI è in contango, segnalando correttamente che il mercato domestico è molto ben fornito, complici alcuni ostacoli infrastrutturali che hanno limitato la capacità di trasporto dai bacini di *shale oil* alla Costa del Golfo. Tuttavia, questi ostacoli dovrebbero essere superati a partire da metà 2019, grazie al potenziamento della capacità di alcune pipeline e ad alcune inversioni di flusso. Per contro, la curva del Brent è in backwardation, riflettendo l'effetto combinato degli attuali tagli alla produzione, delle sanzioni statunitensi e delle numerose interruzione non pianificate dell'offerta.

Crescita eccezionale della produzione negli Stati Uniti



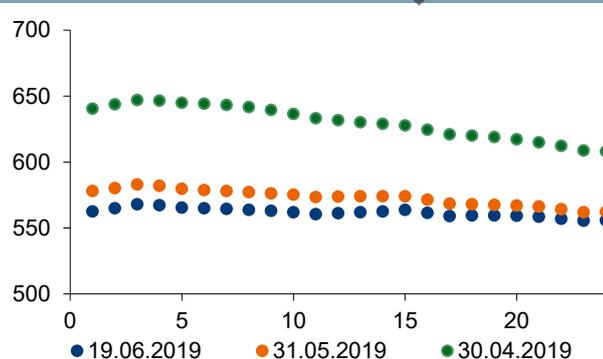
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. EIA

WTI forward curve



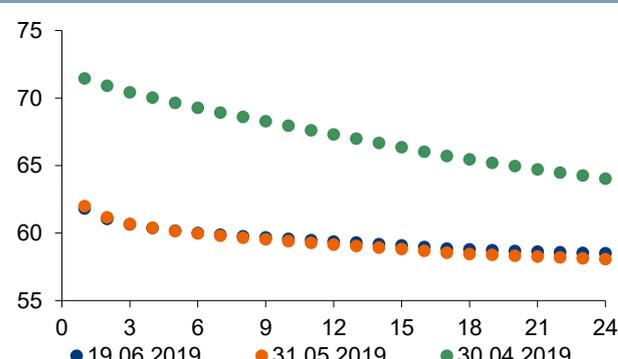
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Gasoil forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Brent forward curve



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

A nostro parere, i prossimi mesi saranno cruciali per il futuro dell'OPEC. Infatti, da un lato la strategia di riduzione della produzione complessiva non ha prodotto i risultati sperati, poiché non ha né fermato la crescita della produzione *shale*, né contribuito ad ancorare i prezzi al livello preferito dai sauditi, ovvero in un intervallo vicino al prezzo di pareggio fiscale (budget break-

even), stimato all'interno di una forchetta di 70-90 dollari. Dall'altro lato, le maggiori tensioni in Medio Oriente stanno indebolendo la coesione interna all'OPEC.

Nelle scorse settimane, sono stati segnalati diversi sabotaggi vicino allo Stretto di Hormuz e i ribelli Houthi dallo Yemen hanno colpito più attivamente infrastrutture in territorio saudita.

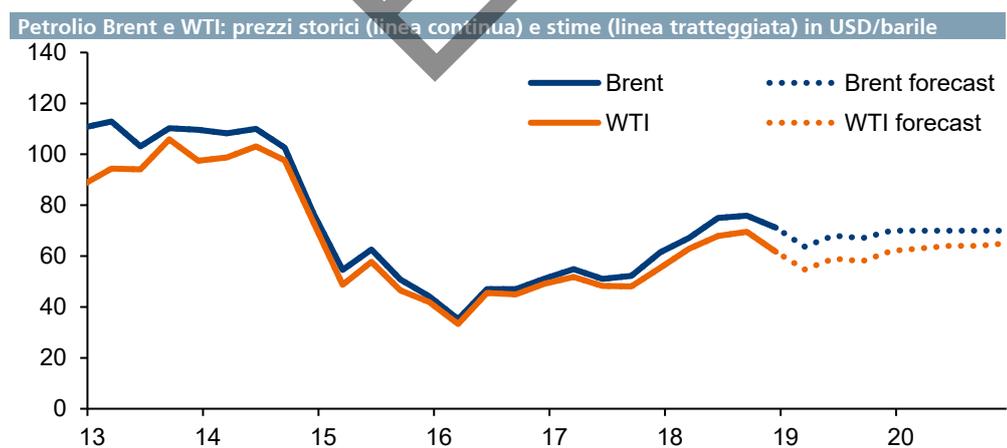
L'attuale quadro geopolitico è reso ancor più difficile dal serio rischio di un'uscita dell'Iran dall'accordo sul nucleare, che comprometterebbe irrimediabilmente i rapporti tra il paese islamico e i paesi occidentali, e dalla solidità del rapporto tra Stati Uniti e Arabia Saudita.

A nostro avviso, questo inusuale livello di tensioni politiche potrebbe spingere gli attori a deviare dal sentiero di azioni preferito, producendo conseguenti effetti indesiderati. In particolare, se le tensioni tra Arabia Saudita e Iran non si allentano, l'unità dell'OPEC potrebbe sfaldarsi, rendendo l'Organizzazione ampiamente irrilevante.

Apparentemente, le prime crepe sono emerse anche all'interno dell'OPEC+, poiché la Russia ha spesso fatto pressioni per interrompere i tagli. Per contro, l'Arabia Saudita ha espresso chiaramente l'intenzione di confermare i limiti alla produzione almeno fino a fine anno.

Nel nostro scenario di base, nel corso dei prossimi mesi prevediamo frequenti oscillazioni dei prezzi del greggio all'interno di un ampio intervallo. Consideriamo il livello di 50 dollari come un forte supporto per il Brent. Questo livello potrebbe essere raggiunto soltanto se le tensioni politiche s'inasprissero e i dati macroeconomici nei principali paesi consumatori deludessero le attese. Vediamo il livello di 85 dollari come una forte resistenza per il Brent. Questo livello potrebbe essere raggiunto soltanto se le tensioni geopolitiche in Medio Oriente si traducevano in forti timori riguardo la sicurezza dell'offerta e rischi di interruzione del transito attraverso lo Stretto di Hormuz.

Attualmente, prevediamo una quotazione media per il Brent di 67 dollari per il 3° trimestre 2019 e di 70 dollari per l'intero 2020. Riteniamo infatti che i fondamentali dei mercati fisici e i rischi geopolitici potrebbero prevalere sui timori politici legati alla guerra commerciale. Ovviamente, le nostre previsioni si basano sull'ipotesi forte che l'OPEC+ manterrà gli attuali tagli alla produzione almeno fino a metà 2020.



Stime di prezzo del petrolio Brent						
Al 18.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021	2022
ICE BRENT	67,0	70,0	67,2	70,0	70,0	68,0
Mediana, Bloomberg	70,0	70,0	67,8	68,0	67,0	68,0
Curva Forward	59,6	58,9	62,4	58,3	57,8	58,1

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime di prezzo del petrolio WTI						
Al 18.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021	2022
NYMEX WTI	58,0	62,0	58,4	64,0	66,0	64,0
Mediana, Bloomberg	62,0	62,3	61,0	61,6	62,9	63,8
Curva Forward	58,9	52,2	55,3	51,7	51,1	51,4

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Esempio

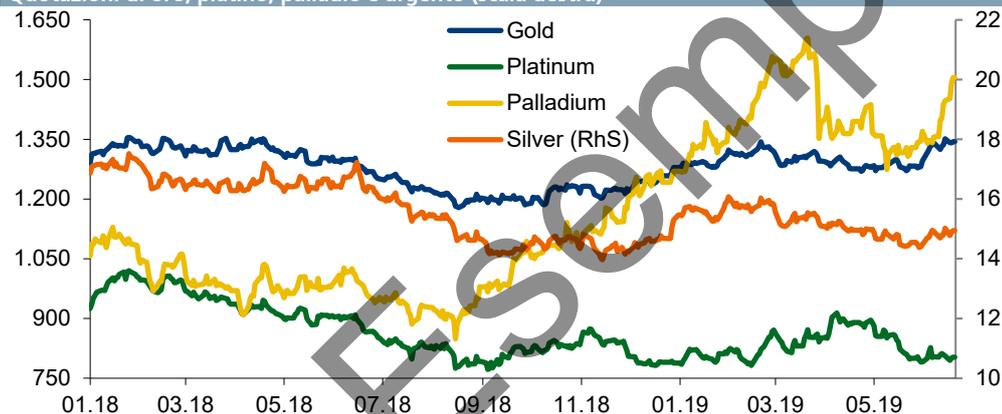
Metalli preziosi: l'oro beneficia di una maggiore incertezza

Lo scenario mondiale è diventato positivo per l'oro: le politiche monetarie stanno diventando più accomodanti e i bassi tassi d'interesse nelle principali economie stanno riducendo il costo opportunità di detenere metalli preziosi e migliorando il profilo di rischio/rendimento degli investimenti in oro. Inoltre, le tensioni politiche e geopolitiche resteranno probabilmente forti. Questo contesto favorirà l'oro attraverso la domanda di beni rifugio degli investitori e la ricerca di diversificazione da parte delle Banche centrali.

I prezzi della maggior parte dei metalli preziosi sono leggermente aumentati rispetto ai livelli di inizio gennaio. Le performance migliori sono state registrate dal palladio, in deficit strutturale, e dall'oro, trainato dalla forte domanda proveniente da banche centrali, investitori nei mercati sviluppati e consumatori nei mercati emergenti.

A nostro avviso, i metalli preziosi resteranno ben sostenuti anche nei prossimi mesi, poiché le principali Banche Centrali perseguiranno politiche monetarie accomodanti e il dollaro americano ponderato per il commercio dovrebbe registrare un modesto deprezzamento. Tuttavia, il potenziale di rialzo per le quotazioni di oro e argento è limitato dai bassi rischi d'inflazione, in assenza di gravi episodi di tensione sui mercati finanziari.

Quotazioni di oro, platino, palladio e argento (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Oro

Le prospettive globali per l'oro sono diventate estremamente positive: le politiche monetarie saranno più accomodanti, con la Fed che dovrebbe tagliare i tassi d'interesse nel corso del 2° semestre di quest'anno (probabilmente già nel 3° trimestre) e nel 2020 e la BCE impegnata a mantenere tassi negativi almeno fino a metà 2020 e a immettere una quantità di liquidità adeguata nell'Eurozona attraverso un allentamento più mirato. Questi impegni hanno contribuito in misura significativa al rally messo a segno dall'oro a giugno, poiché i bassi tassi d'interesse nelle principali economie stanno riducendo il costo opportunità di detenere metalli preziosi e stanno migliorando il profilo di rischio/rendimento degli investimenti in oro.

Inoltre, a giugno abbiamo assistito a un'escalation dei rischi politici e geopolitici, e probabilmente le tensioni resteranno forti almeno fino alla fine di quest'anno. Questo contesto favorirà l'oro attraverso due principali canali di trasmissione:

- Le incertezze politiche e i vari rischi che pesano sul quadro macroeconomico globale (Brexit, tensioni commerciali e rischi geopolitici, soprattutto nel Medio Oriente) sosterranno la propensione degli investitori per l'oro, percepito come bene rifugio e importante strumento di diversificazione nei portafogli finanziari. In particolare, negli ultimi trimestri abbiamo spesso notato una correlazione positiva significativa tra oro e incertezza politica americana nei periodi caratterizzati da maggiori preoccupazioni. Ad esempio, gli indicatori d'incertezza politica negli Stati Uniti hanno raggiunto un picco all'inizio del 2019 (così come il prezzo dell'oro), per poi scendere su livelli più confortevoli ad aprile (seguiti dall'oro). A nostro avviso, nei prossimi mesi l'incertezza continuerà a caratterizzare la politica statunitense, almeno sul fronte commerciale, e potrebbe aggiungere volatilità al prezzo del metallo giallo.
- Le Banche centrali di vari importanti mercati emergenti manterranno il loro impegno per ridurre l'esposizione delle loro riserve ufficiali verso dollaro. La tendenza è chiara soprattutto nei paesi più penalizzati da sanzioni e tariffe statunitensi, come Cina, Russia e Turchia.

Nel nostro scenario di base, ipotizziamo un prezzo dell'oro elevato nel 3° trimestre: l'oro dovrebbe scambiare per la maggior parte del tempo ad un livello superiore a 1.325 dollari l'oncia e anche rimanere al di sopra della soglia di 1.400 dollari per un periodo di tempo limitato. Attualmente, prevediamo un prezzo medio dell'oro di 1.350 dollari nel 3° trimestre, di 1.325 dollari per il 4° trimestre e di 1.300 dollari per l'intero 2020. I rischi sulle nostre stime sono al rialzo. Nel complesso, riteniamo che attualmente l'oro sia uno dei migliori strumenti a disposizione degli investitori alla ricerca di protezione del capitale.

Le nostre previsioni indicano anche un indebolimento del dollaro americano ponderato per il commercio nel corso dei prossimi mesi. Se la correlazione tra il biglietto verde e l'oro, storicamente negativa, sarà confermata, un dollaro più debole potrebbe rivelarsi positivo per la quotazione dell'oro.

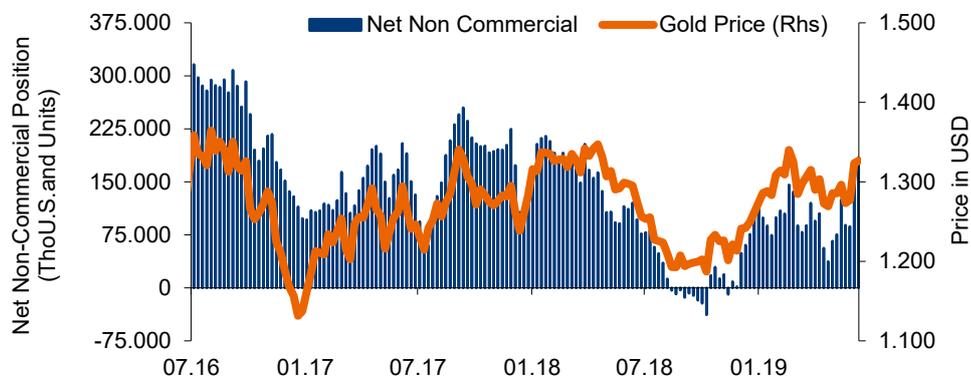
Oro e dollaro americano ponderato per il commercio (scala destra, valori in ordine inverso)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

L'analisi delle posizioni non commerciali nette rilevate dalla U.S. Commodity Futures Trading Commission (CFTC), normalmente detenute da money manager e speculatori, indica che, a fronte del consolidamento delle aspettative di mercato verso politiche monetarie più accomodanti, gli operatori finanziari hanno portato le loro posizioni nette lunghe sull'oro ai massimi da aprile 2018.

Oro (scala destra) e posizioni speculative

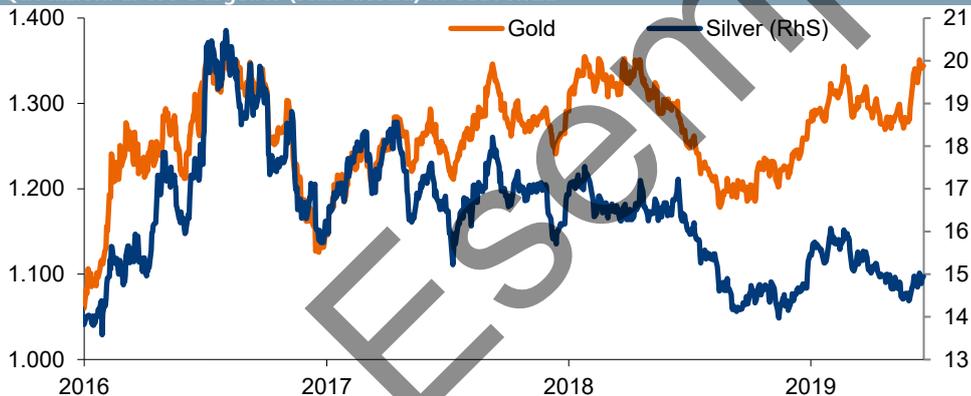


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC e Bloomberg

Argento

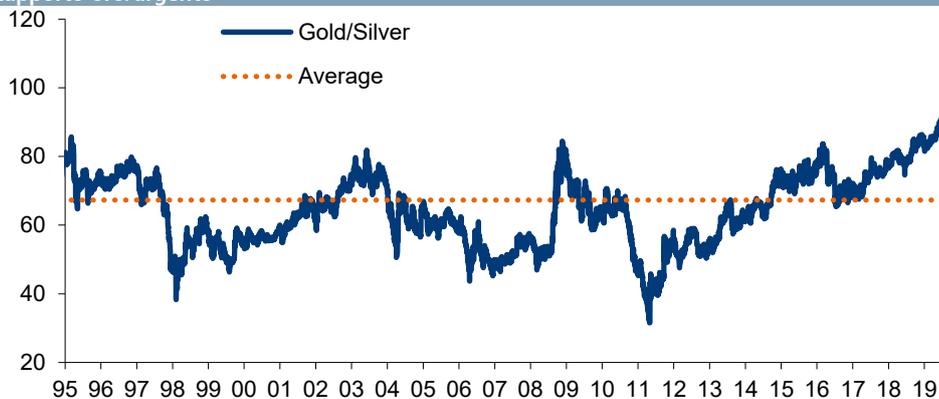
Da inizio anno, l'argento ha registrato la performance peggiore nel comparto dei preziosi. La sottoperformance sistemica dell'argento rispetto all'oro dura ormai dal 2011, escludendo una temporanea inversione del trend nel 2016. Di conseguenza, il rapporto oro/argento si appresta a toccare un nuovo massimo.

Quotazioni di oro e argento (scala destra) in USD/oncia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

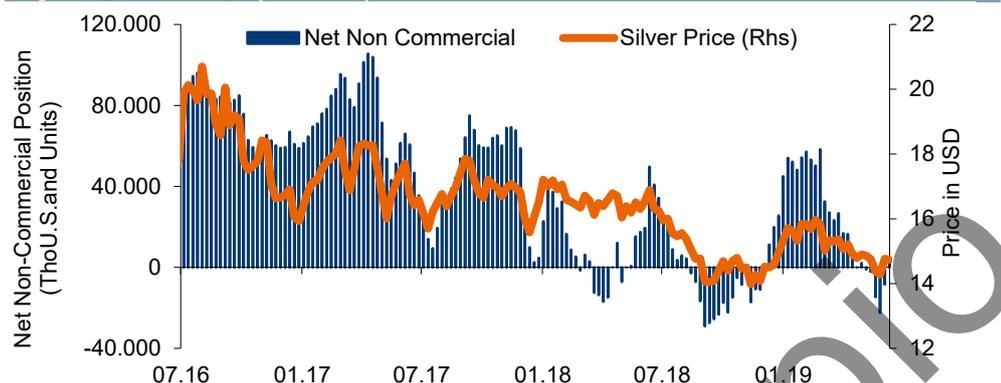
Rapporto oro/argento



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Di conseguenza, le posizioni non commerciali nette in argento, monitorate dalla U.S. CFTC e detenute da money manager o hedge fund, sono tornate in territorio negativo a fine aprile. A nostro parere, se le tensioni politiche non verranno meno nel corso dell'estate e le quotazioni dell'oro si manterranno su livelli elevati, gli investitori torneranno a mostrare interesse per l'argento. Pertanto, le quotazioni dell'argento registreranno probabilmente un rimbalzo, trainato da *short covering* e domanda di beni rifugio.

Argento (scala destra) e posizioni speculative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC e Bloomberg

Attualmente, prevediamo un prezzo medio di 15,0 dollari l'oncia per il 3° trimestre 2019 e un modesto rialzo verso un prezzo medio di 15,2 dollari per il 4° trimestre 2019. Prevediamo un prezzo medio di 16,0 dollari per il 2020. Come accaduto nell'ultima tornata di liquidazioni delle posizioni speculative nette lunghe, il livello di 14,0 dollari rappresenta un supporto molto forte.

Riteniamo che i rischi al ribasso che gravano sulle nostre previsioni siano limitati, poiché crediamo che l'argento sia sottovalutato rispetto all'oro, mentre i suoi fondamentali restano solidi, con una previsione di mercato in deficit nel 2019, a fronte di una robusta domanda proveniente dai settori elettronico ed energetico. Più a lungo termine, l'argento dovrebbe sovraperformare l'oro, a seguito del rafforzamento della domanda industriale e per investimenti.

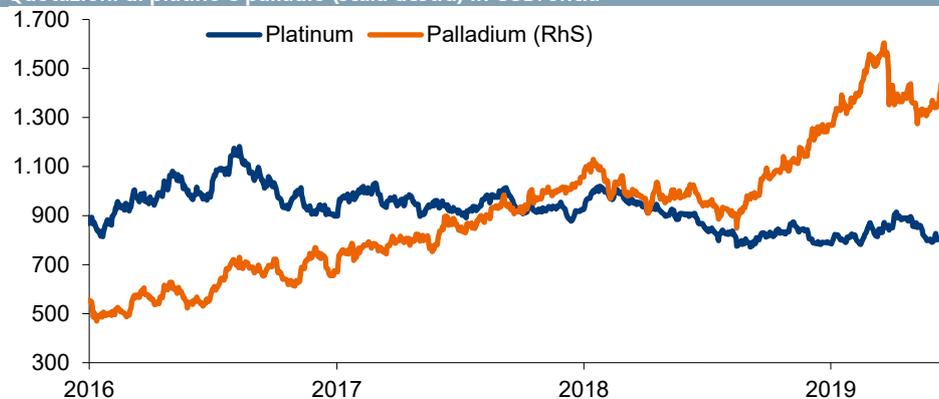
Platino e palladio

Pur essendo metalli preziosi, normalmente platino e palladio non sono considerati beni rifugio, poiché il loro importante impiego industriale nel settore automobilistico spesso prevale sulle dinamiche dei mercati finanziari.

Pertanto, la nostra preferenza per il palladio rispetto al platino è motivata da buoni fondamentali nel mercato fisico: il platino dovrebbe registrare un leggero surplus di mercato nel 2019, mentre le previsioni sul palladio indicano un deficit per l'ottavo anno consecutivo. Inoltre, il deficit del palladio si sta ampliando, a causa di limiti alla crescita della produzione mineraria in Sud Africa e Russia.

Sul fronte dei consumi, la domanda di platino dovrebbe mantenersi strutturalmente più debole rispetto a quella del palladio, a causa dell'attuale ridimensionamento della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina, a fronte dell'introduzione di regolamenti più rigorosi sulle emissioni in Europa e in Cina. Inoltre, la penetrazione dei veicoli ibridi ed elettrici sta erodendo ulteriormente la quota di mercato del diesel.

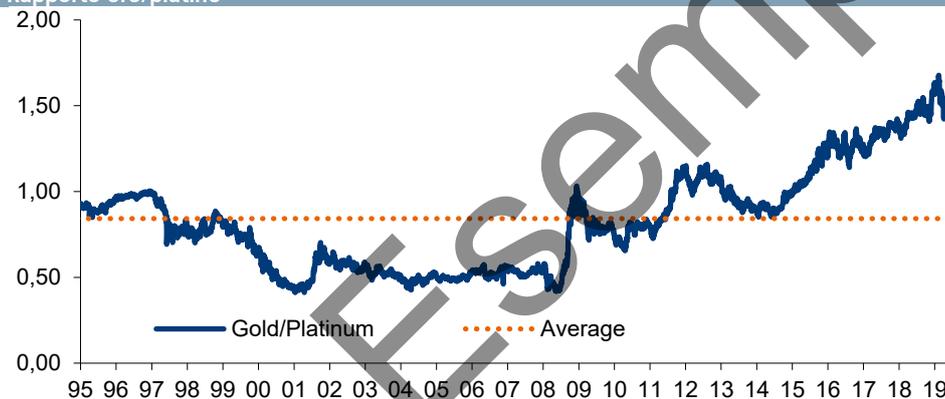
Quotazioni di platino e palladio (scala destra) in USD/oncia



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per il platino, attualmente stimiamo un prezzo medio di 800 dollari l'oncia per il 3° trimestre 2019 e un prezzo medio di 800 dollari per il 2020. A nostro avviso, il prezzo del palladio si manterrà in un ampio trading range, ma il potenziale di rialzo è limitato, a causa dei cambiamenti strutturali nell'industria automobilistica mondiale. Di conseguenza, il rapporto oro/platino dovrebbe restare ben lontano dalla sua media storica.

Rapporto oro/platino



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.450 dollari l'oncia per il 3° trimestre 2019 e una quotazione media di 1.550 dollari per il 2020. Le quotazioni potrebbero raggiungere nuovi massimi nel 2020, grazie ai fondamentali positivi.

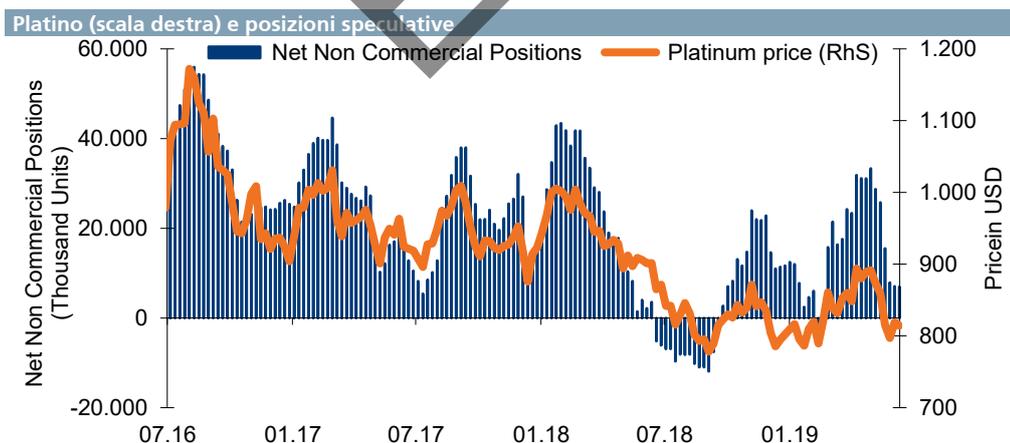
Di conseguenza, il rapporto platino/palladio dovrebbe diminuire ulteriormente nel corso degli anni, incrementando ulteriormente la distanza dalla sua media storica.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

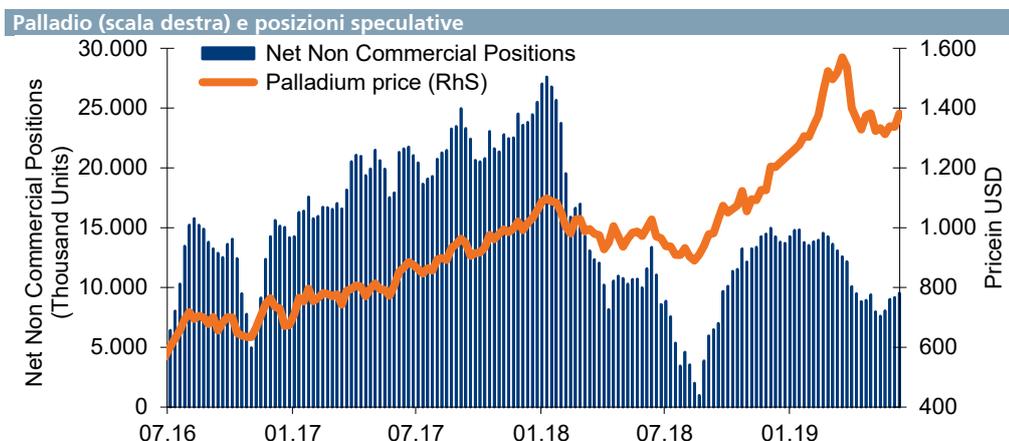
A nostro avviso, il principale rischio al ribasso che pesa sul nostro scenario di base per platino e palladio è rappresentato dalla minaccia di dazi statunitensi sulle importazioni di autoveicoli. Infatti, in caso di nuove limitazioni commerciali, le vendite globali di veicoli potrebbero rallentare, poiché la maggiore incertezza sui flussi commerciali, unita a importanti cambiamenti tecnologici, potrebbe scoraggiare ulteriormente gli acquisti di automobili, soprattutto nelle aree urbane dei mercati sviluppati. Di conseguenza, le stime sui consumi di palladio e platino subirebbero una revisione al ribasso e i prezzi registrerebbero un'inevitabile diminuzione.

I dati della U.S. CFTC evidenziano una view positiva di money manager e hedge fund su entrambi i metalli, seppur apparentemente con un posizionamento meno volatile sul palladio rispetto al platino. Ad esempio, nel 1° trimestre, abbiamo notato un rapido accumulo di posizioni nette lunghe sul platino, trainato dall'aumento delle quotazioni di questo metallo e da un sentiment positivo sul comparto dei preziosi in generale. Poi, nel 2° trimestre abbiamo registrato forti liquidazioni delle posizioni nette lunghe, trainate dalla diminuzione delle quotazioni e dalla percezione di un mercato globale ancora ben fornito. Ci attendiamo ulteriori liquidazioni delle posizioni lunghe, poiché gli investitori dovrebbero tornare ad assumere una posizione neutrale o negativa.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC e Bloomberg

Per contro, le posizioni speculative nette lunghe sul palladio sono state più stabili, nonostante le fortissime oscillazioni di prezzo registrate dal metallo. A nostro avviso, gli investitori incrementeranno le loro posizioni lunghe sul palladio nei prossimi mesi, contribuendo a un graduale aumento dei prezzi di questo metallo.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC e Bloomberg

Previsioni per i metalli preziosi

Previsioni di prezzo formulate da Intesa Sanpaolo						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LBMA GOLD	in USD/oz	1.350	1.325	1.321	1.300	1.325
	in EUR/gr	38,38	37,51	37,54	35,81	35,42
LBMA SILVER	in USD/oz	15,0	15,2	15,2	16,0	16,25
	in EUR/gr	0,43	0,43	0,43	0,44	0,43
LBMA PLATINUM	in USD/oz	800	800	815	800	800
	in EUR/gr	22,74	22,65	23,16	22,04	21,39
LBMA PALLADIUM	in USD/oz	1.450	1.480	1.436	1.550	1.600
	in EUR/gr	41,22	41,90	40,81	42,70	42,77

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo.

Previsioni sul prezzo dell'oro: confronto rispetto a mercato e consenso, in USD/oz						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LBMA GOLD		1.350	1.325	1.321	1.300	1.325
Median, Bloomberg		1.330	1.350	1.323	1.375	1.324
Forward Curve		1.350	1.372	1.332	1.377	1.398

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni sul prezzo dell'argento: confronto rispetto a mercato e consenso, in USD/oz						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LBMA SILVER		15,0	15,2	15,2	16,0	16,25
Median, Bloomberg		16,0	16,1	15,6	16,3	16,0
Forward Curve		15,2	15,3	15,2	15,4	15,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni sul prezzo del platino: confronto rispetto a mercato e consenso, in USD/oz						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LBMA PLATINUM		800	800	815	800	800
Median, Bloomberg		873	893	860	890	920
Forward Curve		796	820	816	823	N.A.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni sul prezzo del palladio: confronto rispetto a mercato e consenso, in USD/oz					
Al 17.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LBMA PALLADIUM	1.450	1.480	1.436	1.550	1.600
Mediana, Bloomberg	1.263	1.200	1.320	1.150	1.313
Forward Curve	1.489	1.487	1.461	1.437	N.D.

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni sul cambio euro/dollaro americano: confronto rispetto a mercato e consenso					
Al 17.06.2019	3Q19	4Q19	2019	2020	2021
EUR/USD	1,13	1,14	1,13	1,17	1,20
Mediana, Bloomberg	1,13	1,15	N.D.	1,21	1,22
Forward Curve	1,13	1,14	N.D.	1,17	1,19

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Esempio

Metalli industriali: prevalgono i rischi politici

I principali rischi che pesano sul settore sono legati a fattori macroeconomici e politici, che potrebbero prevalere sui fondamentali positivi. In particolare, i timori di rallentamento della crescita globale e l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbero limitare il potenziale di rialzo delle quotazioni dei metalli industriali nel breve e nel medio periodo. Più a lungo termine, siamo molto positivi sul comparto, poiché i prezzi dovrebbero aumentare sensibilmente nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario.

Tra i principali settori delle materie prime, i metalli industriali beneficiano dei migliori fondamentali. Per la maggior parte dei metalli non ferrosi le scorte sono scarse, per quest'anno si prevedono mercati in deficit e gli investimenti in espansione di capacità produttiva sono spesso ritenuti insufficienti per soddisfare la crescita della domanda nel lungo termine.

I principali rischi che pesano sul settore sono legati a fattori macroeconomici e politici, che potrebbero prevalere sui positivi fondamentali. In particolare, i timori di rallentamento della crescita globale e l'escalation della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina potrebbero limitare il potenziale di rialzo delle quotazioni dei metalli industriali fino alla fine del 2020. Più a lungo termine, siamo molto positivi sul comparto, poiché i prezzi dovrebbero aumentare nei prossimi 3-5 anni per incentivare gli investimenti nel settore minerario.

Nel corso dei prossimi mesi, i mercati dei metalli industriali saranno influenzati sia da fattori esogeni che dai fondamentali specifici dei metalli.

Tra i fattori esogeni più importanti sottolineiamo:

- Le **tensioni politiche**, che attualmente costituiscono una caratteristica permanente dei mercati. La possibilità di ulteriori escalation (no-deal Brexit, dazi sulle importazioni di veicoli) rimane il principale rischio al ribasso per le nostre previsioni;
- Lo **scenario macroeconomico**. Ci attendiamo una crescita inferiore alle precedenti previsioni, ma le politiche fiscali e monetarie sono favorevoli e la domanda di materie prime continua a crescere;
- Il **dollaro americano**. Nel 2019, l'atteso moderato indebolimento del biglietto verde potrebbe rivelarsi un driver positivo per le quotazioni dei metalli.

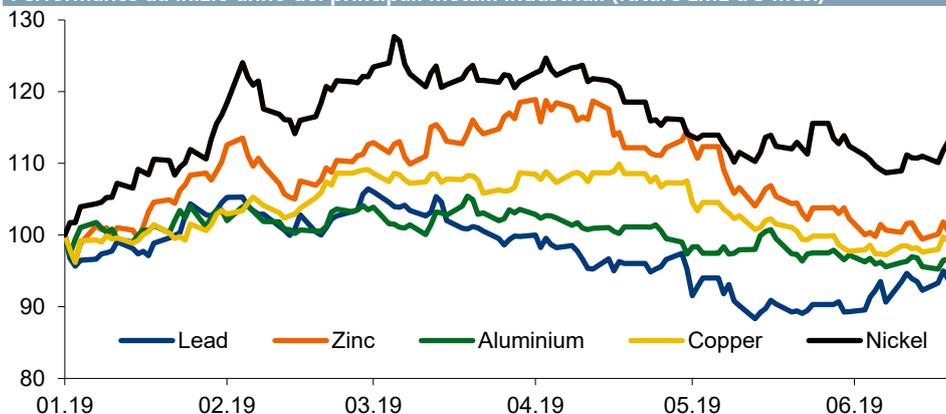
Tra i più importanti fondamentali specifici dei metalli sottolineiamo:

- Le **politiche in Cina**: l'impatto positivo delle politiche a sostegno della crescita potrebbe rivelarsi cruciale per compensare gli impatti negativi dei dazi statunitensi;
- Il **ciclo degli investimenti**: dopo anni di riduzione delle spese in conto capitale, continuiamo a registrare una scarsa propensione ai piani d'investimento su larga scala e una preferenza per un atteggiamento più favorevole agli interessi degli azionisti;
- I **rischi politici** rappresentano una seria minaccia, in un contesto caratterizzato da nazionalismo delle risorse, trattative sindacali, preoccupazioni per la sicurezza sul lavoro e tematiche ambientali.

Inoltre, alcuni metalli industriali sono attualmente percepiti come interessanti strumenti in un contesto di asset allocation strategica, grazie a grandi temi quali la penetrazione dei veicoli elettrici (VE) e il riscaldamento globale, che implica eventi meteorologici più estremi e un aumento del rischio di impreviste interruzioni delle forniture.

Per le previsioni e i target di prezzo, consideriamo come benchmark i contratti future a 3 mesi quotati sul LME per rame, alluminio, nickel, zinco e piombo.

Performance da inizio anno dei principali metalli industriali (future LME a 3 mesi)



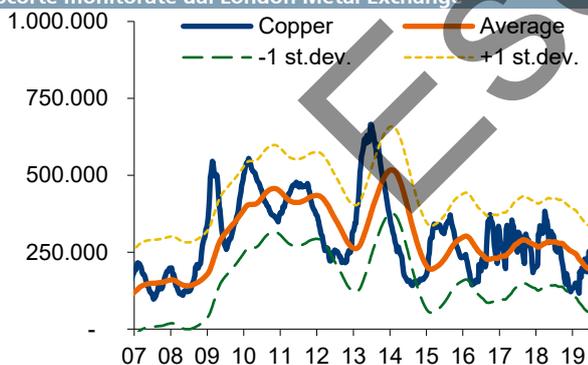
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rame

Tra i metalli industriali, il rame è quello maggiormente influenzato da fattori finanziari e macroeconomici. I rischi politici legati alla guerra commerciale hanno avuto un impatto negativo sulle quotazioni del rame, nonostante i mercati fisici siano tesi.

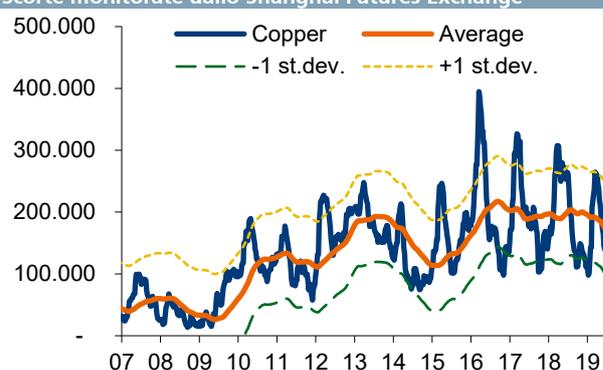
Infatti, i fondamentali del rame sono buoni, poiché il mercato del rame raffinato dovrebbe registrare deficit sia nel 2019 che nel 2020 e le scorte mondiali restano in un intervallo soddisfacente. Più a lungo termine, l'aumento della domanda sarà trainato dai maggiori volumi richiesti nella generazione e trasmissione di energia elettrica e nell'industria automobilistica, mentre gli scarsi investimenti in espansione della capacità produttiva frenano la crescita dell'offerta.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange

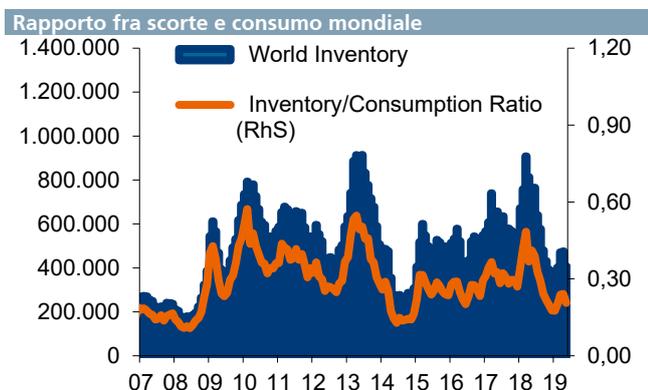


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS



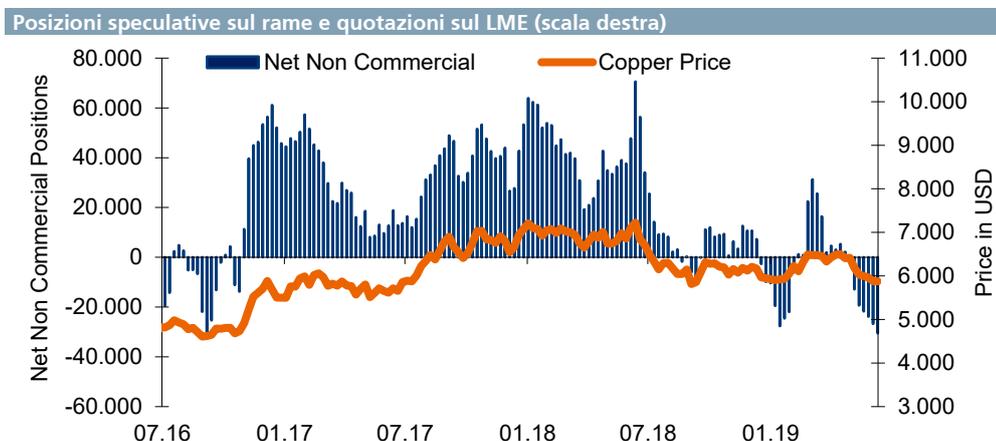
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Le ultime previsioni semestrali pubblicate ad aprile dall'International Copper Study Group (ICSG) indicano un mercato del rame ancora in deficit nel 2019, anche se in contrazione rispetto al 2018: si prevede un deficit di circa 189 mila tonnellate quest'anno a fronte di un deficit di circa 399 mila tonnellate nell'anno precedente. Per contro, il deficit dovrebbe tornare a crescere nel 2020, a 250 mila tonnellate.

Nello specifico, per il 2019 si prevede un lieve aumento della produzione mineraria mondiale (+0,2% a/a) a 20,6 milioni di tonnellate, e per il 2020 una crescita dell'1,9% a/a, a 21,0 milioni di tonnellate. Secondo le stime, nel 2019 la produzione mondiale di rame raffinato aumenterà del 2,8%, attestandosi a 24,8 milioni di tonnellate, e nel 2020 crescerà dell'1,2%, raggiungendo 25,1 milioni di tonnellate. I consumi apparenti di rame raffinato dovrebbero aumentare dell'1,9% a livello mondiale nel 2019, attestandosi a 25,0 milioni di tonnellate, e dell'1,4%, raggiungendo i 25,3 milioni di tonnellate, nel 2020.

Infatti, analizzando i dati pubblicati a maggiore frequenza, l'ultimo report mensile pubblicato dall'ICGS a maggio conferma un mercato mondiale del rame raffinato teso, escludendo le distorsioni stagionali legate al Capodanno Lunare cinese.

Il rame è particolarmente vulnerabile ai flussi speculativi. Infatti, le posizioni commerciali nette registrate dalla U.S. CFTC hanno raggiunto un massimo storico di posizioni nette lunghe a giugno 2018, per poi contrarsi sino a registrare in agosto posizioni nette corte, per la prima volta da ottobre 2016, e successivamente oscillare tra posizioni nette lunghe e nette corte. Attualmente, le posizioni speculative sul rame sono nette corte e, se il nostro outlook negativo fosse confermato, potrebbero rimanere negative nel prossimo futuro.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

Secondo le nostre attuali previsioni, il rame potrebbe scambiare in un intervallo intorno a un livello medio di 6,000 dollari alla tonnellata dal 3° trimestre 2019 fino alla fine del 2020, poiché, a nostro avviso, i timori politici legati alla guerra commerciale e a un possibile rallentamento della Cina dovrebbero prevalere sui fondamentali positivi.

A nostro parere, le nostre previsioni sono maggiormente esposte a rischi al rialzo, poiché i numerosi anni di deficit stanno determinando un aumento dei costi di produzione. I produttori marginali sono spesso situati in aree più difficili e offrono minerali caratterizzati da un basso contenuto di rame e da maggiori costi di estrazione. Considerando l'insufficiente livello di investimenti in capacità aggiuntiva registrato nell'ultimo decennio, ci attendiamo un mercato del rame ancora in deficit nei prossimi anni e, quando i rischi politici si allenteranno, i prezzi dovrebbero aumentare per incentivare nuova offerta.

Nello scenario più rialzista (allentamento delle tensioni commerciali e conseguente ritorno di un sentiment di mercato positivo), riteniamo che le quotazioni del rame abbiano il potenziale per scambiare in un intervallo compreso tra 6.400 e 7.000 dollari circa.

Alluminio

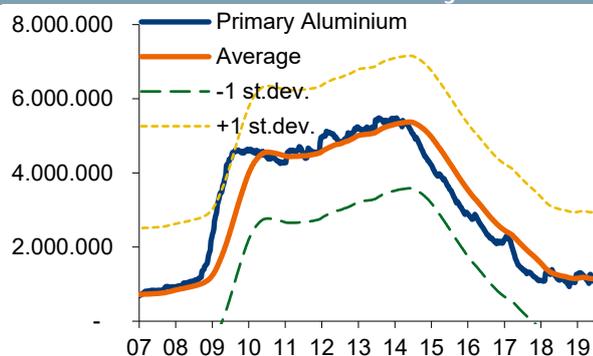
Dopo le forti oscillazioni delle quotazioni registrate nel 2018 e influenzate principalmente da rischi politici, dazi statunitensi sulle importazioni di alluminio e sanzioni applicate dagli Stati Uniti nei confronti della Russia, da inizio anno l'alluminio sta seguendo l'andamento del comparto dei metalli industriali. Di conseguenza, il rally del 1° trimestre del 2019 è stato trainato dall'allentamento dei timori sulle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, mentre la flessione del 2° trimestre è stata guidata dall'imprevista introduzione di ulteriori dazi sulle importazioni cinesi da parte degli Stati Uniti, dal riarsi delle tensioni tra Stati Uniti e Messico e dalle crescenti preoccupazioni sul rallentamento della crescita globale.

Secondo il nostro modello, il mercato mondiale avrebbe registrato un deficit sia nel 2017 che nel 2018, quando le riforme dell'offerta attuate in Cina hanno avuto un impatto profondo sul settore della produzione di alluminio, ponendo un freno all'eccesso di offerta domestica. Al contrario, il mercato mondiale dovrebbe rimanere mediamente vicino al punto di equilibrio o in leggero deficit per tutto il 2019 e nel 2020. Infatti, nei prossimi mesi l'offerta mondiale dovrebbe aumentare a seguito di investimenti in nuova capacità pianificati in Cina e Medio Oriente e del riavvio di capacità dormiente negli Stati Uniti.

I segnali provenienti dalle scorte mondiali confermano che, negli ultimi mesi, il mercato mondiale è stato in leggero deficit, poiché le scorte presenti nei magazzini monitorati dal LME e il rapporto tra scorte e consumi stanno diminuendo, avvicinandosi ai minimi degli ultimi dieci anni.

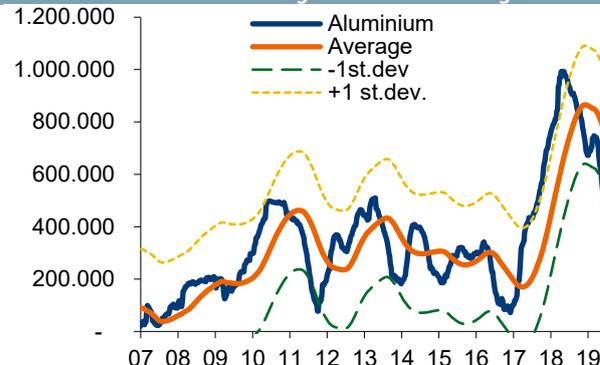
Nel nostro scenario di base, l'alluminio potrebbe scambiare intorno a un livello medio di 1.800 dollari alla tonnellata dal 3° trimestre 2019 fino alla fine del 2020, poiché, a nostro avviso, i timori politici legati alla guerra commerciale e a un possibile rallentamento della Cina determineranno probabilmente una diminuzione dei prezzi nell'intero comparto dei metalli industriali. Nello scenario più rialzista (allentamento delle tensioni commerciali e conseguente ritorno di un sentiment di mercato positivo), riteniamo che le quotazioni dell'alluminio possano salire e scambiare in un intervallo compreso tra 1.900 e 2.000 dollari circa.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



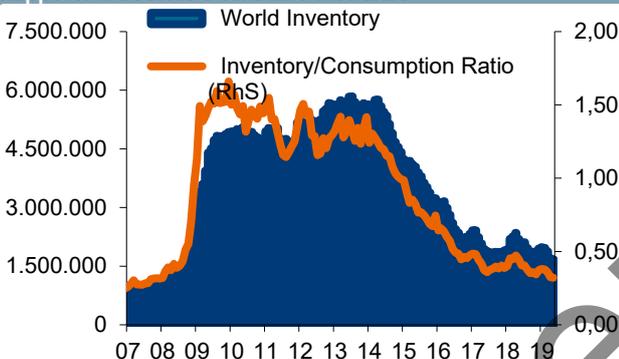
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



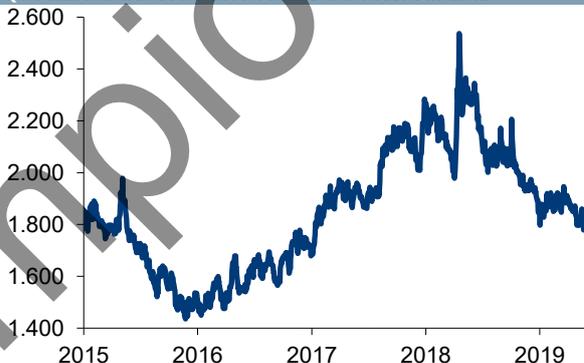
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Nickel

Il nickel ha registrato la migliore performance da inizio anno tra i metalli industriali grazie ai suoi fondamentali, percepiti come più solidi rispetto agli altri metalli non ferrosi. Infatti, si prevede un mercato ancora in deficit strutturale per il prossimo futuro, grazie alla resilienza della domanda mondiale di acciaio inossidabile e alla crescita della domanda proveniente da nuove applicazioni, legate soprattutto alle batterie contenenti nickel utilizzate nei veicoli elettrici e nello stoccaggio di energia.

Nell'ultimo outlook semestrale pubblicato a maggio, l'International Nickel Study Group (INSG) stima che il mercato mondiale del nickel registrerà un deficit di circa 0,08 milioni di tonnellate nel 2019, il quarto anno consecutivo di insufficiente offerta, dopo aver riportato un forte deficit di 0,15 milioni di tonnellate nel 2018 e un deficit di 0,11 milioni di tonnellate nel 2017.

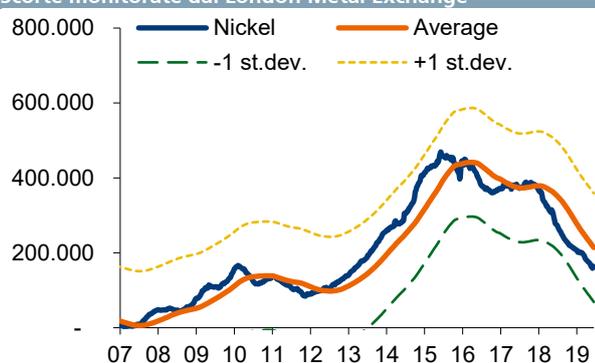
Infatti, secondo le stime dell'INSG, la produzione mondiale di nickel primario crescerà da 2,18 milioni di tonnellate nel 2018 a 2,38 milioni di tonnellate nel 2019. Tuttavia, segnaliamo che la catena produttiva mondiale del nickel resta estremamente vulnerabile al rischio di nuovi interventi inattesi da parte dei governi nelle Filippine e in Indonesia. L'utilizzo di nickel a livello mondiale crescerà da 2,33 milioni di tonnellate nel 2018 a 2,46 milioni di tonnellate nel 2019.

Negli ultimi mesi, le scorte presso il LME sono diminuite ulteriormente fino a raggiungere i minimi da oltre sei anni e il rapporto tra scorte e consumi si attesta ai minimi dall'inizio del 2013, confermando che il mercato è teso.

Nel nostro scenario di base, prevediamo per il nickel un prezzo medio di 12.500 dollari nel 3° e nel 4° trimestre 2019 e di circa 13.000 dollari per il 2020, ipotizzando che la regolamentazione mineraria resti invariata nel Sud-Est Asiatico. In questa fase, siamo più rialzisti sulle quotazioni del nickel rispetto agli altri metalli industriali in ragione dei fondamentali solidi e degli attuali cambiamenti tecnologici che ne influenzano positivamente la domanda sui mercati sia fisici che finanziari. Infatti, il nickel sta traendo beneficio dal forte interesse degli investitori finanziari, grazie al trend di elettrificazione in atto.

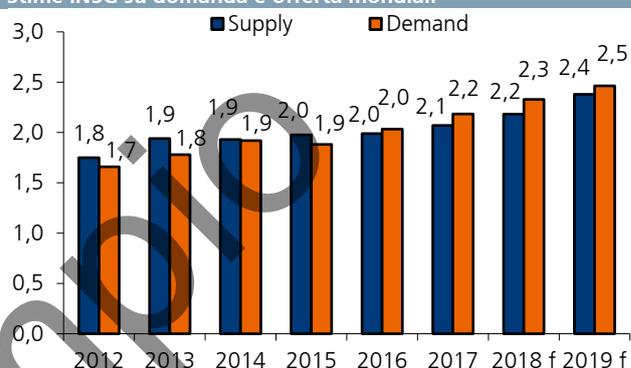
Nello scenario più rialzista (allentamento delle tensioni commerciali), riteniamo che le quotazioni del nickel possano salire e scambiare in un intervallo compreso tra 13.000 e 14.000 dollari circa.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



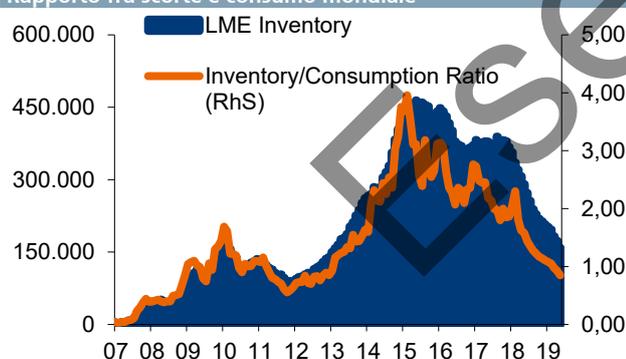
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Stime INSG su domanda e offerta mondiali



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Zinco

Da inizio anno, lo zinco ha registrato un andamento piatto, poiché gli aumenti dei prezzi dei primi mesi sono stati compensati dalle pesanti perdite subite da aprile. Come accaduto per altri metalli industriali, le oscillazioni del sentiment di mercato sono state il motore trainante dell'andamento dello zinco.

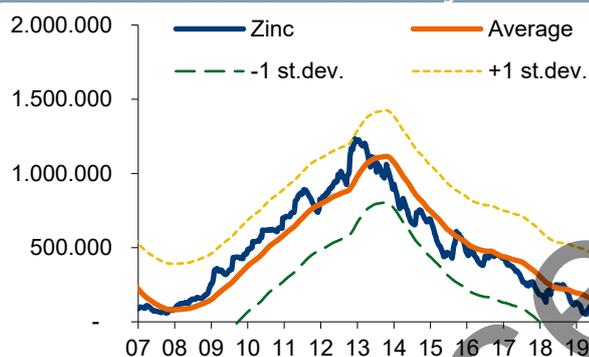
Quest'anno i fondamentali dello zinco sono ancora positivi, anche se più deboli rispetto al 2017 e al 2018 a causa del sensibile aumento della produzione mondiale pianificato quest'anno. Nell'ultimo outlook semestrale pubblicato a maggio, l'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) prevede un deficit di offerta di 121 mila tonnellate nel 2019, il più basso degli ultimi quattro anni.

Infatti, secondo le stime dell'ILZSG, nel 2019 la produzione mondiale di zinco primario crescerà del 6,2% a/a a 13,5 milioni di tonnellate e sarà trainata soprattutto da un aumento del 29% previsto per le forniture provenienti dall'Australia. Nel 2019 la produzione mondiale di zinco raffinato potrebbe crescere del 3,6%, attestandosi a 13,7 milioni di tonnellate, trainata da una crescita del 5,3% a/a in Cina. Nel 2019 l'utilizzo di zinco a livello mondiale dovrebbe crescere appena dello 0,6%, attestandosi a 13,8 milioni di tonnellate.

Analogamente, i dati provenienti dai magazzini monitorati dal LME e dall'SHFE indicano un'ulteriore diminuzione delle scorte. Il rapporto fra scorte e consumi, indicatore dello stato di salute di un mercato, resta ancora ai minimi da oltre 10 anni.

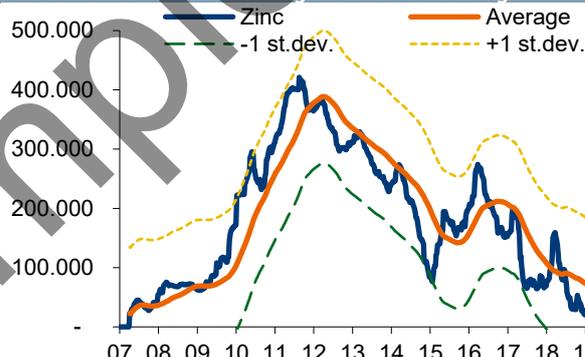
Nel nostro scenario di base, lo zinco potrebbe scambiare intorno a un livello medio di 2.500 dollari alla tonnellata dal 3° trimestre 2019 fino alla fine del 2020, poiché, a nostro avviso, i timori politici potrebbero frenare i prezzi dei metalli industriali. Nello scenario più rialzista (allentamento delle tensioni commerciali), riteniamo che le quotazioni dello zinco possano salire e scambiare in un intervallo compreso tra 2.800 e 3.000 dollari circa.

Scorte monitorate dal London Metal Exchange



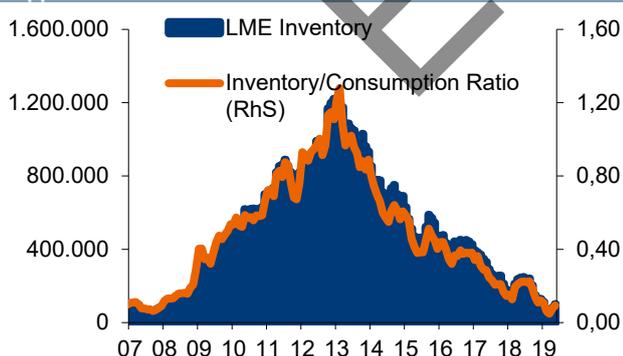
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Scorte monitorate dallo Shanghai Futures Exchange



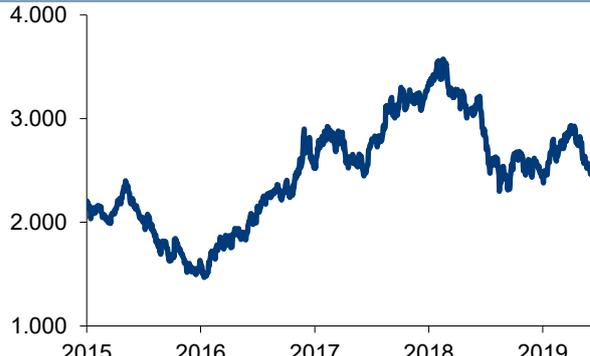
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Rapporto fra scorte e consumo mondiale



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS

Quotazioni del contratto future a 3 mesi sul LME



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Piombo

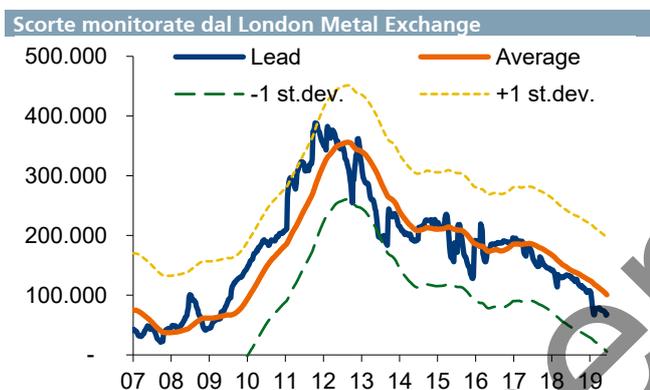
I fondamentali del piombo sono i più deboli nel comparto dei metalli industriali. Secondo gli ultimi dati pubblicati a maggio dall'ILZSG, il mercato del piombo tornerà in surplus dopo due anni di deficit. L'eccesso di offerta stimato per il 2019 è di 71 mila tonnellate.

Infatti, secondo le stime dell'ILZSG, nel 2019 la produzione mondiale di piombo primario crescerà dell'1,8% a/a a 4,8 milioni di tonnellate e sarà trainata soprattutto da un aumento previsto per le

forniture provenienti dalla Cina e dall'India. Nel 2019 la produzione mondiale di piombo raffinato potrebbe crescere del 2,5%, attestandosi a 11,9 milioni di tonnellate, trainata da una crescita del 14% a/a in Australia. Nel 2019 l'utilizzo di piombo a livello mondiale dovrebbe crescere dell'1,2%, attestandosi a 11,9 milioni di tonnellate.

I dati provenienti dai magazzini monitorati dalle principali borse merci evidenziano una diminuzione delle scorte nella rete LME e un aumento nella rete SHFE. Il rapporto fra scorte e consumi, indicatore dello stato di salute di un mercato, è pressoché stabile e vicino ai minimi da oltre 10 anni.

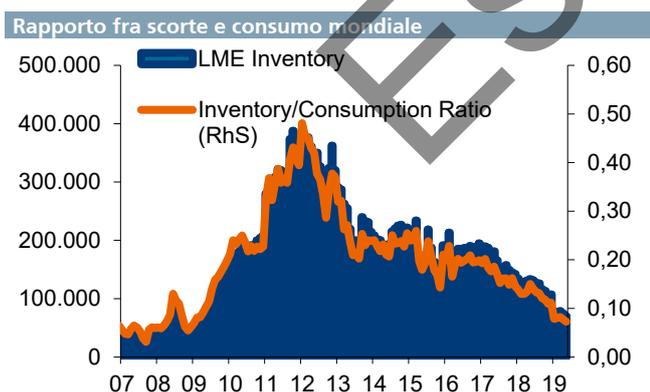
Nel nostro scenario di base, il piombo potrebbe scambiare intorno a un livello medio di 1.800 dollari alla tonnellata dal 3° trimestre 2019 fino alla fine del 2020, poiché, a nostro avviso, i timori politici potrebbero frenare i prezzi dei metalli industriali. Nello scenario più rialzista (allentamento delle tensioni commerciali), riteniamo che le quotazioni del piombo possano registrare un moderato aumento e scambiare in un intervallo compreso tra 1.900 e 2.000 dollari circa.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME, WBMS



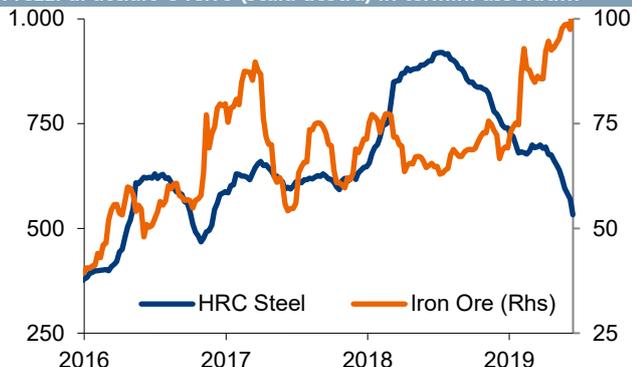
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati LME

Settore siderurgico

Nel nostro scenario di base, considerando come riferimento il contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un paniere di prezzi di riferimento pubblicato da The Steel Index, per il ferro stimiamo un prezzo medio di 90 dollari alla tonnellata per il 3° trimestre 2019, un prezzo medio di 85 dollari alla tonnellata per il 4° trimestre 2019 e un prezzo medio di 82 dollari alla tonnellata per l'intero 2020. Ci attendiamo una risposta dell'offerta australiana ai prezzi elevati, con un conseguente allentamento dell'attuale situazione di mercati tesi. Inoltre, nonostante i prezzi elevati, le scorte presenti nei porti cinesi restano abbondanti.

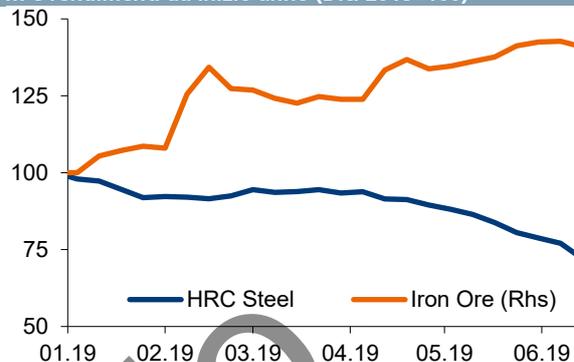
Sottolineiamo come principali rischi al ribasso che gravano sulle nostre previsioni un aumento delle esportazioni da Australia e Brasile superiore alle attese e un rallentamento della produzione di acciaio in Cina più marcato del previsto.

Prezzi di acciaio e ferro (scala destra) in termini assoluti...



Nota: Acciaio= TSI U.S.A Domestic Hot Rolled Coil (FOB Midwest mill) in USD/ton. Ferro= future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore in USD/ton. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati di The Steel Index (TSI)

... e rendimenti da inizio anno (Dic. 2018=100)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati The Steel Index e Borsa di Singapore

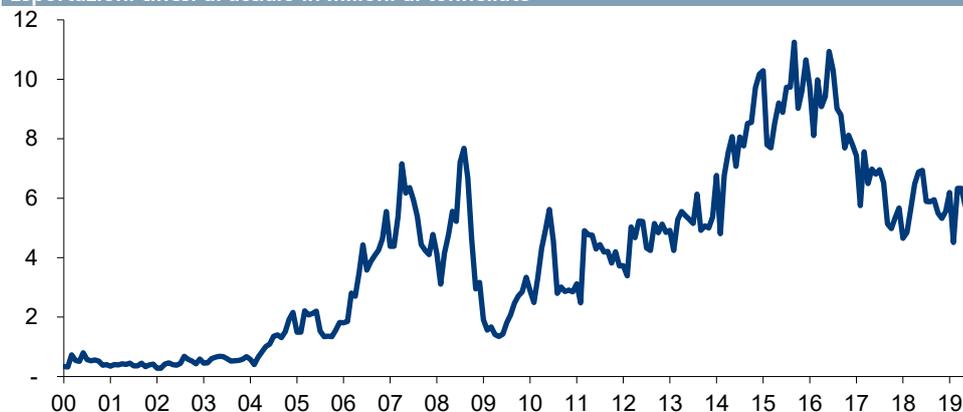
Per quanto riguarda il settore dell'acciaio, prevediamo una diminuzione dei prezzi dell'acciaio statunitense, mentre i benchmark europei dovrebbero rimanere pressoché piatti.

Consideriamo come riferimento per l'acciaio statunitense l'indice pubblicato da The Steel Index, calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio *hot rolled coil* americano. Attualmente stimiamo un prezzo medio di 500 dollari alla tonnellata per il 3° trimestre 2019 e un prezzo medio di 550 dollari per l'intero 2020. Nel nostro modello di base, le quotazioni dell'acciaio statunitense dovrebbero tornare su livelli medi più bassi, poiché sia la produzione domestica che le importazioni dovrebbero registrare un aumento nei prossimi trimestri.

Consideriamo come riferimento per l'acciaio europeo i nuovi contratti LME su *scrap* e *rebar*. Attualmente, per i rottami LME stimiamo un prezzo medio di 300 dollari alla tonnellata sia per il 3° trimestre 2019 che per l'intero 2020. Per i tondini LME stimiamo un prezzo medio di 468 dollari alla tonnellata per il 3° trimestre 2019 e un prezzo medio di 463 dollari per l'intero 2020. Infatti, le quotazioni europee dovrebbero mantenersi vicine ai bassi livelli attuali, a fronte di un eccesso di offerta e di una domanda domestica debole.

Su scala mondiale, vediamo come importante elemento di incertezza il futuro bilancio del mercato cinese. In particolare, in caso di deterioramento della crescita economica, un rallentamento della domanda domestica di acciaio si rifletterebbe in un incremento delle esportazioni cinesi, con evidenti effetti depressivi sulle quotazioni internazionali.

Esportazioni cinesi di acciaio in milioni di tonnellate



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Previsioni di prezzo per i metalli industriali

AI 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
LMCADS03 Comdty	LME COPPER 3M	6.000	6.000	6.079	6.000	6.300
LMAHDS03 Comdty	LME ALUMINIUM 3M	1.800	1.800	1.823	1.800	1.920
LMNIDS03 Comdty	LME NICKEL 3M	12.500	12.500	12.416	13.000	14.000
LMZSDS03 Comdty	LME ZINC 3M	2.500	2.500	2.578	2.500	2.600
LMPBDS03 Comdty	LME LEAD 3M	1.800	1.800	1.882	1.800	1.880
LMSNDS03 Comdty	LME TIN 3M	19.500	19.500	19.894	19.500	19.750
SCO1 Comdty	SGX IRON ORE	90	85	89.1	82.0	77.0
NASS000C Index	TSI US HRC STEEL	500	530	584	550	550
JBO1 Comdty	LME SCRAP	300	300	303	300	300
JBP1 Comdty	LME REBAR	468	465	469	463	460

Nota: Ferro= contratto future a un mese quotato sulla Borsa di Singapore e basato su un basket di prezzi di riferimento pubblicati da The Steel Index. Acciaio= The Steel Index, indice calcolato come media ponderata dei prezzi pagati per le transazioni di acciaio hot rolled coil americano. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: un efficace strumento di diversificazione

Quest'anno, le merci agricole hanno dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione nei portafogli finanziari. Nella maggior parte dei casi, le performance dei cereali e delle soft commodity riflettono i fondamentali di domanda e offerta sottostanti e le aspettative sulle condizioni meteorologiche. In particolare, i prezzi delle soft commodity non sono particolarmente influenzati dai timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e risultano pertanto meno esposti alle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato tra *risk-on* e *risk-off*.

Da inizio anno, le performance del comparto agricolo sono state eterogenee: i prezzi di mais e frumento hanno registrato un buon rally nel 2° trimestre del 2019, a fronte di condizioni meteorologiche insolitamente sfavorevoli nella maggior parte delle aree, mentre la soia ha evidenziato modeste variazioni, sulla scia dei timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina.

Tra le materie prime coloniali, o soft commodity, il cacao e lo zucchero hanno riportato un andamento positivo da inizio anno, mentre il caffè continua a registrare rendimenti negativi. In particolare, in aprile i prezzi dell'Arabica hanno toccato i minimi degli ultimi 13 anni a fronte dei timori sull'abbondanza del raccolto in Brasile.

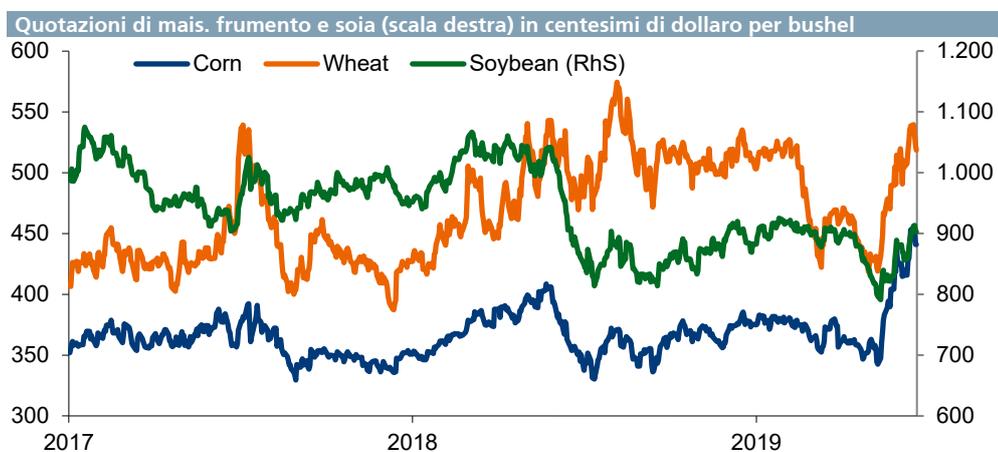
In generale, le merci agricole hanno dimostrato la loro efficacia come strumento di diversificazione nei portafogli finanziari. Nella maggior parte dei casi, le performance dei cereali e delle materie prime coloniali riflettono i fondamentali di domanda e offerta sottostanti e le aspettative sulle condizioni meteorologiche. In particolare, molto spesso i prezzi delle soft commodity sono solo marginalmente influenzati dai timori legati alla guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina e risultano pertanto meno esposti alle frequenti oscillazioni del sentiment di mercato tra *risk-on* e *risk-off*.

Negli ultimi trimestri, i raccolti di cereali sono stati minacciati soprattutto dall'assenza di piogge in Sud America durante l'estate australe e dalle piogge insolitamente abbondanti in Nord America durante la primavera boreale. In particolare, la *corn belt* americana è stata afflitta da forti alluvioni che hanno ritardato (e in molti casi impedito) la semina.

Nei prossimi mesi, la volatilità resterà, a nostro avviso, una delle principali caratteristiche di mercato nel comparto agricolo. Saranno soprattutto i prezzi dei cereali a subire pesantemente l'influenza delle aspettative legate a fattori meteorologici. Sinora, le condizioni meteorologiche sfavorevoli negli Stati Uniti hanno sostenuto i prezzi di mais, frumento e soia. Tuttavia, la rapida diffusione dell'epidemia di febbre suina africana in Cina potrebbe causare ulteriori revisioni al ribasso delle stime sui consumi globali di mangimi per animali e rappresenta la principale minaccia al nostro scenario di base.

Nel nostro scenario di base, caratterizzato da persistenti tensioni politiche e dalla minaccia di un rallentamento economico peggiore del previsto, le soft commodity potrebbero tornare alla ribalta come un interessante strumento di diversificazione per i portafogli finanziari.

Consideriamo come riferimento per i cereali i contratti future quotati sul Chicago Board of Trade su mais (CBOT Corn), frumento (CBOT Wheat) e soia (CBOT Soybean), mentre per il caffè consideriamo i future sul caffè Arabica quotati sul NYB-ICE Exchange di New York e i futures sul caffè Robusta quotati sull'ICE Exchange di Londra.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati del Chicago Board of Trade

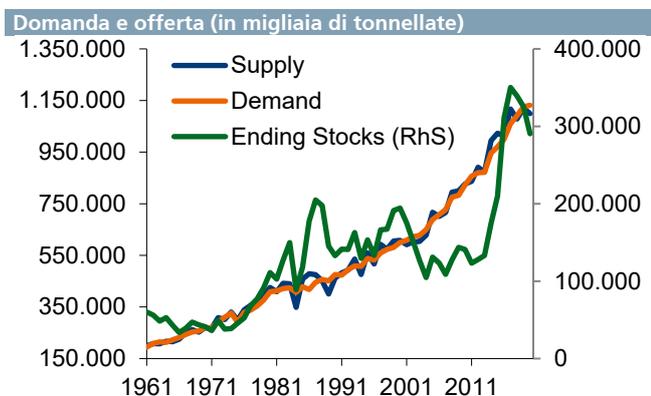
Mais

Da inizio anno, le coltivazioni di mais sono state le più penalizzate da sfavorevoli condizioni meteorologiche. Nella stagione 2019/20, il mercato mondiale del mais dovrebbe registrare un forte deficit. Se le previsioni si riveleranno corrette, si tratterà del terzo anno di deficit consecutivo e del più ampio dalla stagione 1988/89. Di conseguenza, il rapporto scorte/consumo, indicatore di quanto sia ben fornito un mercato, dovrebbe diminuire ulteriormente, toccando i minimi dalla stagione 2014/15.

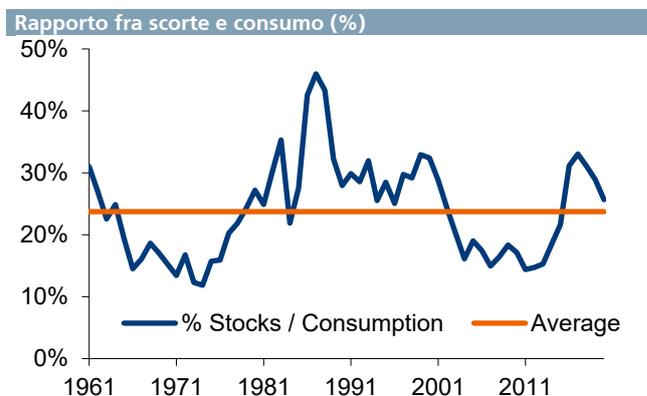
Secondo le stime di giugno contenute nel report mensile World Agricultural Supply and Demand Estimates (WASDE), pubblicato dallo U.S. Department of Agriculture (USDA), nella stagione 2019/20 la produzione mondiale di mais diminuirà dell'1,9% a/a, mentre i consumi mondiali resteranno pressoché stabili ai massimi storici. In termini di volumi, la produzione mondiale di mais dovrebbe diminuire a 1.099 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla stima di 1.134 milioni di tonnellate del mese scorso). Il consumo mondiale dovrebbe rimanere stabile a 1.134 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 1.145 milioni formulata a maggio).

Le scorte finali dovrebbero quindi ridursi del 10,7% a/a, attestandosi a 291 milioni di tonnellate (dato rivisto al ribasso rispetto alla precedente stima di 315 milioni di tonnellate pubblicata a maggio). Di conseguenza, il rapporto scorte/consumo dovrebbe diminuire al 25,6% (dato rivisto al ribasso rispetto alla stima del 27,5% del mese scorso) dal 38,7% registrato nella stagione precedente.

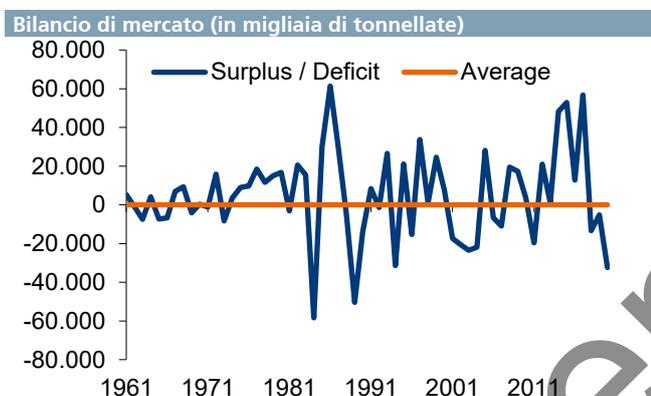
Attualmente, stimiamo una quotazione media di 450 centesimi di dollaro per bushel per il 3° trimestre 2019 e di 480 centesimi per il 2020. Infatti, ci attendiamo che il mais possa scambiare per la maggior parte del tempo in un intervallo di 400-500 centesimi. Nel breve termine, i principali temi di mercato per il mais saranno le condizioni meteorologiche nelle maggiori regioni produttive e le distorsioni legate ai sussidi concessi negli Stati Uniti agli agricoltori penalizzati dalle minori importazioni cinesi. A più lungo termine, i timori sulla domanda globale potrebbero prevalere, soprattutto se non sarà contenuta l'epidemia di febbre suina africana in Cina.



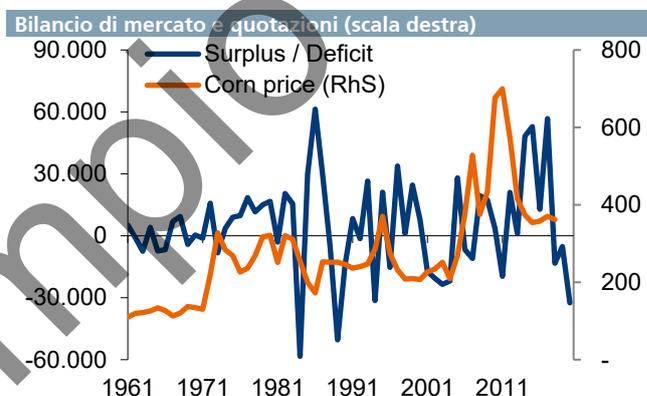
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

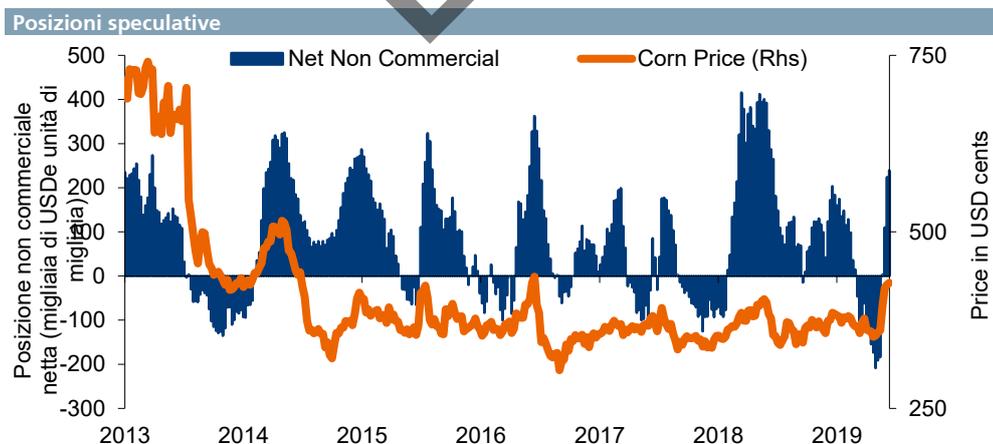


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Secondo i dati della U.S. CFTC, le posizioni non commerciali nette detenute da money manager e investitori hanno registrato forti oscillazioni nei mesi scorsi. Attualmente, gli speculatori sono netti lunghi e la loro esposizione netta è la più ampia da gennaio, a causa dei timori sulle condizioni meteorologiche e delle positive revisioni delle stime da parte dell'USDA.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

Frumento

Nella stagione 2019/20, il mercato mondiale del frumento dovrebbe tornare in surplus, dopo aver registrato il suo primo deficit in sei anni nella precedente stagione, poiché, secondo le previsioni,

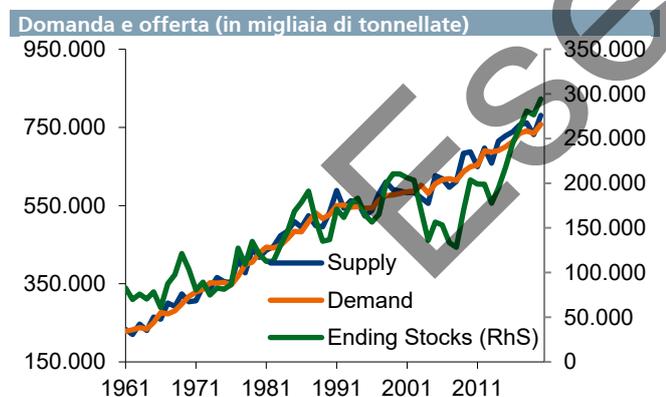
l'offerta mondiale dovrebbe crescere più rapidamente della domanda complessiva. Inoltre, il surplus sarebbe il più ampio dalla stagione 2015/16. Il rapporto scorte/consumo potrebbe quindi aumentare, raggiungendo il secondo livello più alto mai registrato e il massimo dalla stagione 1968/69.

Secondo le previsioni contenute nel report WASDE di giugno, il consumo mondiale di frumento dovrebbe aumentare del 3,7% a/a, attestandosi a 763 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto ai 760 milioni di tonnellate della prima stima pubblicata a maggio), un nuovo record storico e il massimo dalla stagione 2017/18.

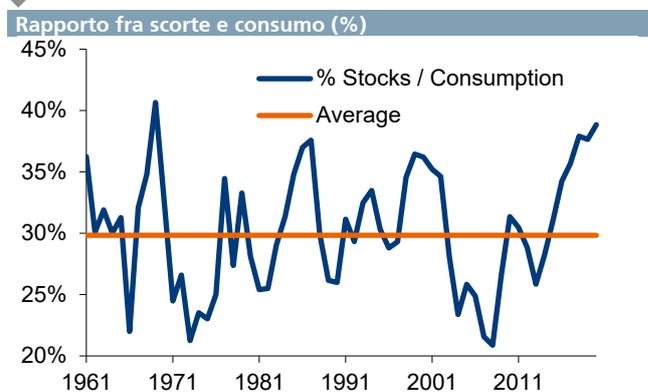
L'USDA stima per la stagione 2019/20 un aumento della produzione di frumento mondiale del 6,7% a/a, a 781 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo rispetto ai 778 milioni di tonnellate della prima stima pubblicata a maggio), anche questo un nuovo massimo storico e il livello più alto dalla stagione 2017/18.

Le scorte finali sono attese quindi in aumento del 6,4% a/a, al livello record di 294 milioni di tonnellate (dato rivisto al rialzo da 293 milioni di tonnellate in maggio). Il rapporto scorte/consumo dovrebbe salire al 38,6% nel 2018/19 (dato invariato rispetto alla stima di maggio), il più alto da oltre 50 anni, dal 37,6% nella stagione 2018/19.

Nel nostro scenario di base stimiamo un prezzo medio di 500 centesimi di dollaro per bushel sia per il 3° trimestre 2019 sia per il 2020. A nostro avviso, i prezzi del frumento sono ben sostenuti dalle sfavorevoli condizioni metereologiche negli Stati Uniti, poiché sia le aree seminate che le rese potrebbero essere influenzate negativamente da condizioni più umide e fredde del normale. Sulle nostre previsioni pesano rischi al ribasso, rappresentate dalla possibilità di ulteriori revisioni al ribasso delle stime sui consumi e da livelli delle scorte mondiali ben superiori alla media storica, sia in termini assoluti sia rispetto al consumo mondiale.

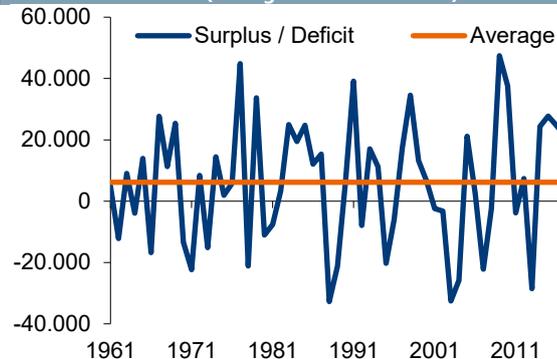


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA



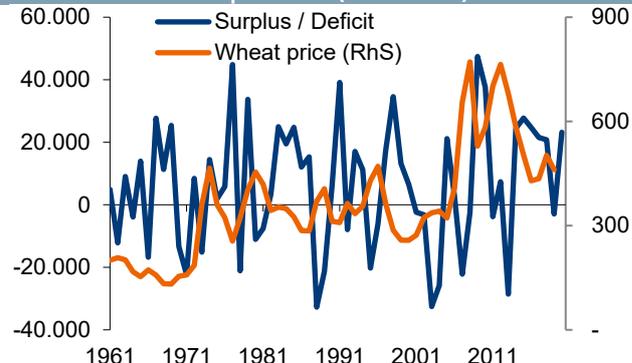
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Bilancio di mercato (in migliaia di tonnellate)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

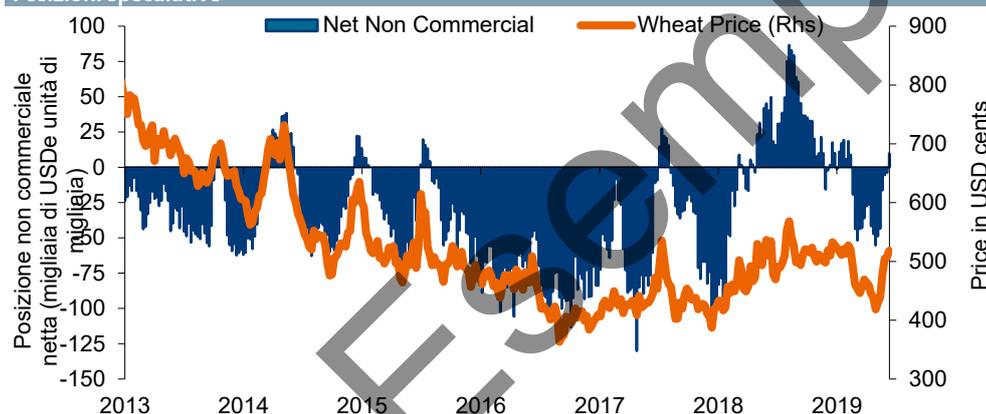
Bilancio di mercato e quotazioni (scala destra)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

Le posizioni speculative restano nette corte, ma i livelli netti sono più vicini alla neutralità, poiché il rally dei prezzi ha innescato uno *short covering*. A nostro avviso, le posizioni speculative continueranno a essere trainate dalle quotazioni, che rifletteranno a loro volta i fondamentali del mercato fisico. Infatti, il frumento è meno esposto del mais e della soia alle dispute commerciali tra Stati Uniti e Cina.

Posizioni speculative



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

Soia

Sinora, la soia è stata il cereale più penalizzato dalle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti: la Cina è il più grande consumatore e importatore di soia del mondo e gli Stati Uniti erano il suo principale fornitore. Nei mesi scorsi, la soia brasiliana ha conquistato quote di mercato sui mercati cinesi. Anche nello scenario più roseo di un allentamento delle tensioni commerciali, a nostro avviso gli acquisti cinesi dal Brasile resteranno strutturalmente più elevati rispetto agli scorsi anni, poiché riteniamo che la filiera globale sia stata definitivamente modificata.

Nel suo report di giugno, l'USDA prevede una diminuzione della produzione di soia dell'1,8% a/a, a 355 milioni di tonnellate (in leggera diminuzione rispetto alla prima stima di 356 milioni di tonnellate formulata a maggio).

Il consumo mondiale dovrebbe crescere del 2,3% a/a fino a toccare un nuovo record di 355 milioni di tonnellate (dato invariato rispetto a maggio) superando il precedente massimo storico di 362 milioni di tonnellate registrato nella precedente stagione.

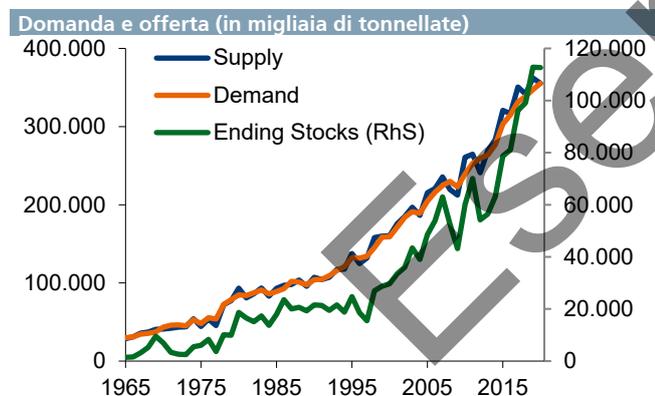
Di conseguenza, nella stagione 2018/19 le scorte mondiali dovrebbero diminuire dello 0,1% a/a, a 113 milioni di tonnellate (di poco variato rispetto al mese scorso). Il rapporto scorte/consumo dovrebbe quindi scendere al 31,7% (dato rivisto al ribasso dal 31,8%) dal 32,5% registrato nella stagione precedente.

Per quanto riguarda i prodotti della soia, nella stagione 2019/20 i fondamentali della farina di soia e dell'olio di soia dovrebbero restare costruttivi.

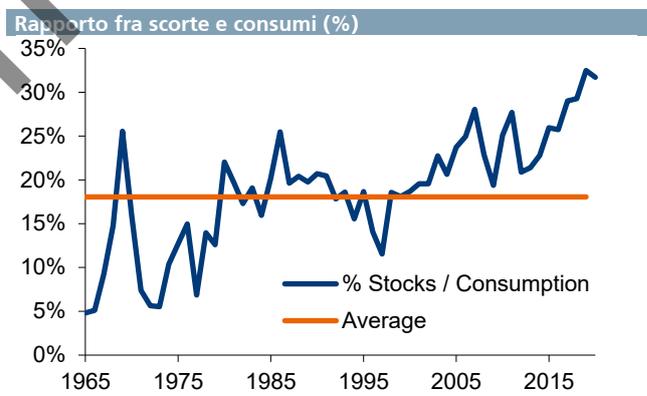
Il rapporto scorte/consumo per la farina di soia dovrebbe contrarsi al 5,1% nel 2019/20 dal 5,4% registrato nelle due stagioni precedenti. A giugno, l'USDA ha previsto una diminuzione delle scorte finali del 3,6% a 12 milioni di tonnellate nella stagione 2019/20 (dato invariato rispetto a maggio).

Anche il rapporto scorte/consumo per l'olio di soia dovrebbe diminuire, con una contrazione al 6,1% nel 2019/20 dal 6,4% registrato nella stagione precedente. Secondo le stime dell'USDA, le scorte finali diminuiranno a 3,5 milioni di tonnellate nella stagione 2019/20 (dato invariato) da 3,6 milioni di tonnellate nella stagione 2018/19.

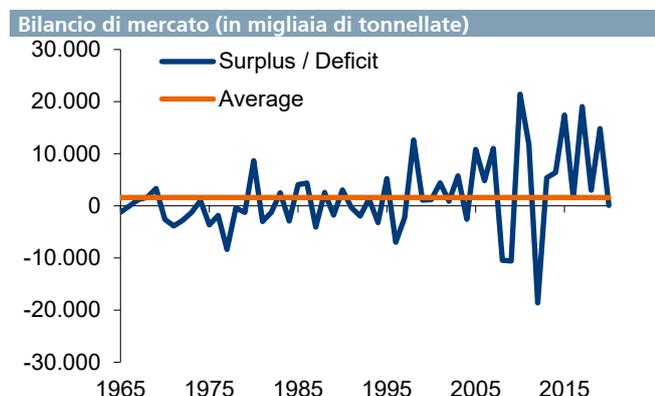
Al momento, stimiamo per la soia un prezzo medio di 900 centesimi di dollaro per bushel sia per il 3° trimestre 2019 sia per il 2020. Le tensioni commerciali potrebbero continuare ad alimentare la volatilità dei prezzi della soia, poiché nel breve termine l'attenzione del mercato sarà probabilmente concentrata soprattutto sugli sviluppi della guerra commerciale, sull'incertezza relativa ai raccolti di soia statunitensi e sulle distorsioni causate dai sussidi concessi agli agricoltori negli Stati Uniti.



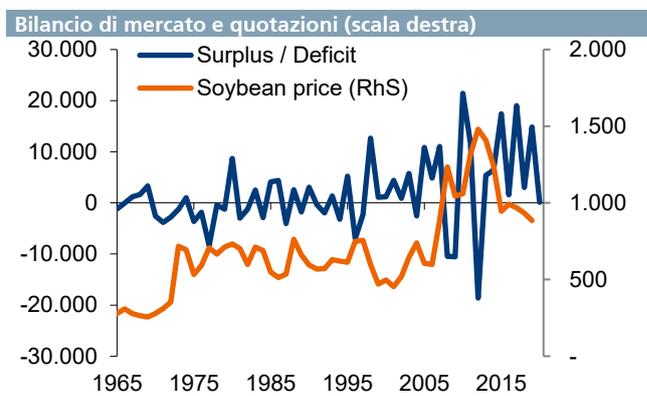
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

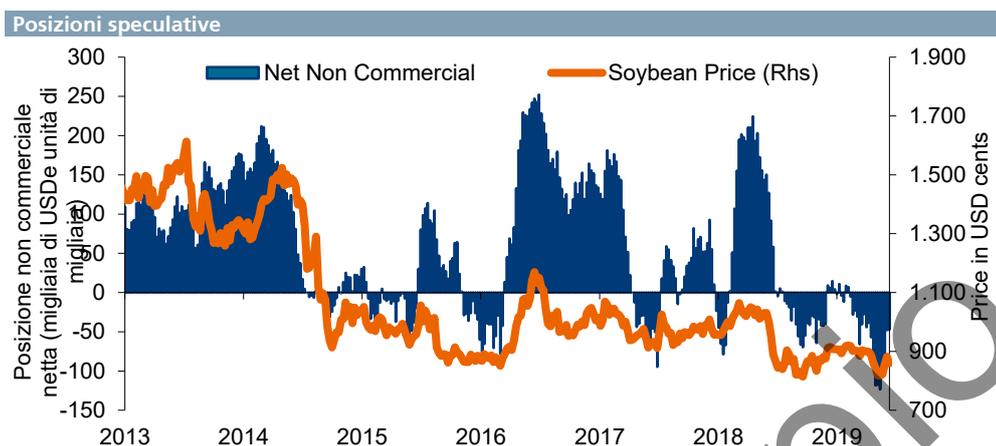


Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati USDA

I dati dell'U.S. CFTC mostrano che money manager e hedge fund hanno ulteriormente ridotto le esposizioni finanziarie alla soia a causa dei timori legati ai rischi politici, manterranno una posizione netta corta. A nostro avviso, le posizioni speculative resteranno nette corte nei prossimi mesi, anche se i timori legati alle condizioni metereologici potrebbero alimentare limitati movimenti di *short covering*.



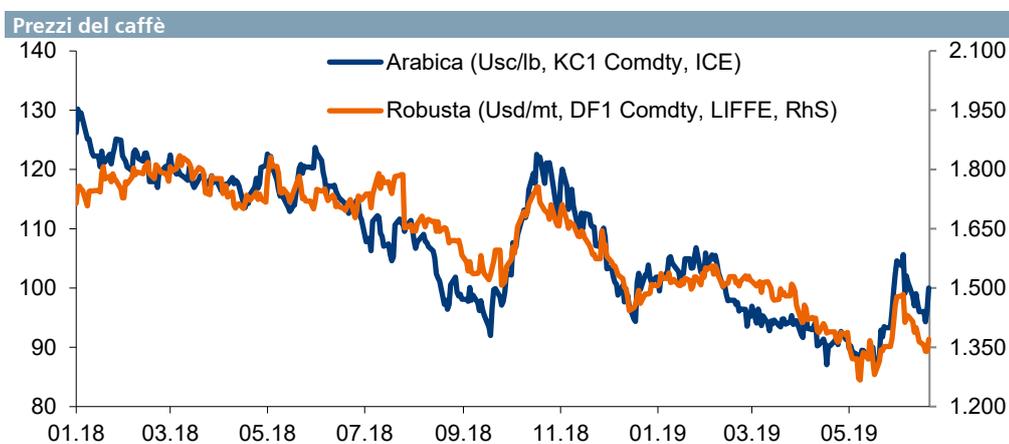
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC

Caffè

Negli ultimi trimestri, i prezzi di Arabica e Robusta hanno registrato forti oscillazioni. Nei primi quattro mesi del 2019, le pressioni al ribasso hanno prevalso, a fronte dei timori di un mercato molto ben fornito. Infatti, il mercato mondiale del caffè ha registrato un surplus elevato sia nella stagione 2017/18 (in eccesso di offerta di 4,2 milioni di sacchi a fronte di una produzione totale di 165,5 milioni di sacchi) che nella stagione 2018/19 (in eccesso di offerta di 3,4 milioni di sacchi, a fronte di una produzione totale di 168,0 milioni di sacchi, un nuovo massimo).

Inoltre, le stime di consensus indicano un raccolto abbondante in Brasile per la stagione 2019/20: nonostante gli alberi di caffè Arabica stiano entrando nell'anno meno produttivo previsto dal ciclo di produzione biennale (off-year), probabilmente questo raccolto sarà il più abbondante mai registrato nella fase negativa del ciclo.

Di conseguenza, a metà aprile l'Arabica ha scambiato ai minimi degli ultimi 13 anni.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg

Successivamente, l'ottimismo ha prevalso e i prezzi del caffè sono saliti; l'Arabica ha trainato la Robusta sulla scia dei rischi legati alle condizioni metereologiche e dell'apprezzamento del real brasiliano.

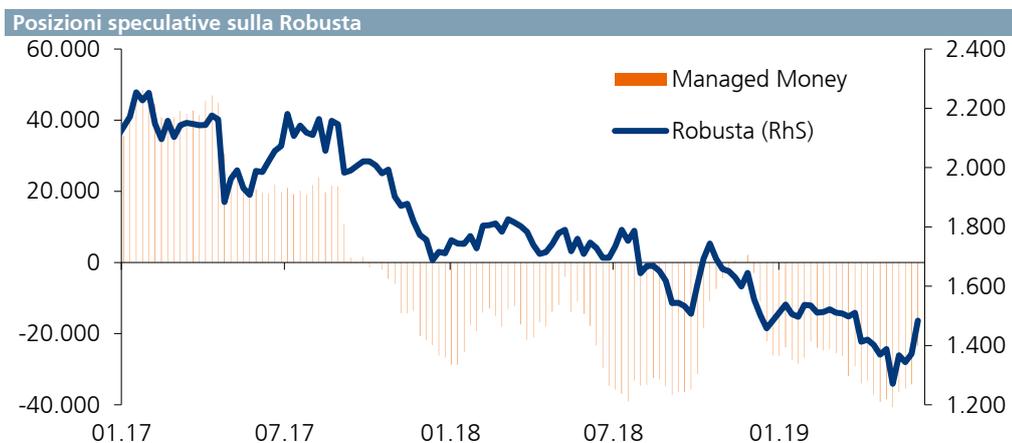
I fondamentali del caffè sono leggermente migliorati, poiché in base alla seconda stima ufficiale del raccolto di caffè brasiliano pubblicata il 16 maggio dalla Companhia Nacional de Abastecimento (CONAB), il raccolto 2019/20 risulterà probabilmente inferiore alle precedenti previsioni. Infatti, secondo le attuali previsioni della CONAB, il Brasile potrebbe produrre 50,92 milioni di sacchi nella stagione in corso, a fronte di una prima stima pubblicata a gennaio di circa 52,5 milioni di sacchi (il livello medio della forchetta di previsione della CONAB di 50,5/54,5 milioni di sacchi). Ciò corrisponderebbe a un calo del 17,5% a/a della produzione totale.

Secondo le attuali previsioni della CONAB, il Brasile potrebbe produrre 37,0 milioni di sacchi di Arabica nella stagione in corso, una quantità vicina al livello medio della prima forchetta di previsione di 36,1/38,2 milioni di sacchi pubblicata dalla CONAB. Ciò corrisponderebbe a un calo del 22% a/a della produzione di Arabica e, tuttavia, sarebbe il secondo livello più alto registrato dal raccolto brasiliano di Arabica in un off-year dopo la stagione 2013/14.

Secondo le attuali stime della CONAB, il Brasile potrebbe produrre 14,2 milioni di sacchi di Robusta nella stagione in corso, un livello di gran lunga inferiore alla prima forchetta di previsione di 14,4/16,3 milioni di sacchi. Ciò corrisponderebbe a un calo del 2% a/a della produzione di Robusta e, tuttavia, sarebbe il secondo livello più alto registrato dal raccolto brasiliano di Robusta dopo la stagione 2018/19.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati U.S. CFTC



I dati pubblicati dalla U.S. CFTC dimostrano che le oscillazioni dei prezzi sono state amplificate dalle posizioni speculative, poiché money manager ed hedge fund sono molto interessati a un mercato che scambia sui minimi storici ed è relativamente decorrelato con tensioni commerciali e timori sulla politica globale.

Al momento, stimiamo per l'Arabica un prezzo medio di 100 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2019 e una media di 110 centesimi di dollaro per il 2020, e un prezzo medio per la Robusta di 1.400 centesimi di dollaro per il 3° trimestre 2019 e un prezzo medio di 1.525 centesimi di dollaro per il 2020. Siamo molto positivi sul caffè, poiché, secondo le nostre stime, prezzi di mercato inferiori a 100 dollari per l'Arabica non sono in grado di coprire interamente i costi di produzione in diverse aree. Le principali minacce che pesano sulle nostre previsioni di base sono rappresentate da rischi meteorologici e da impreviste oscillazioni valutarie, soprattutto legate al real brasiliano. Le dinamiche valutarie influiscono infatti sulla competitività dei principali produttori mondiali e spesso influenzano i flussi di esportazione.

Previsioni di prezzo per cereali e caffè						
Al 17.06.2019		3Q19	4Q19	2019	2020	2021
C 1 Comdty	CBOT CORN	450	460	421	480	490
W 1 Comdty	CBOT WHEAT	500	500	494	500	500
S 1 Comdty	CBOT SOYBEAN	900	900	892	900	940
KC1 Comdty	NYB-ICE ARABICA COFFEE	100	105	100	110	115
DF1 Comdty	LIFFE ROBUSTA COFFEE	1.400	1.450	1.437	1.525	1.600
SM1 Comdty	CBOT SOYBEAN MEAL	310	310	310	300	300
BO1 Comdty	CBOT SOYBEAN OIL	28,0	28,0	28,4	28,0	28,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo Research Department – Head of Research Gregorio De Felice		
Tel. +39 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
Macroeconomic Analysis		
Macro & Fixed Income Research		
Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomics		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Paolo Mamei	62128	paolo.mamei@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Forex Markets		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Commodities		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

Appendice

Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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 di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, U.S.A, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento intermediari no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major U.S. Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15a-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

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.

Metodologia di valutazione

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le stime di consenso, se non diversamente specificato, provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale), l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA) e l'OPEC. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream.

Le stime di consenso sui metalli preziosi, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Le stime di consenso sui metalli industriali, se non diversamente specificato, provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, e dal World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale e annuale. Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Thomson Reuters-Datastream. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

Raccomandazioni

Outlook Negativo: la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Outlook Neutrale: la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

Outlook Positivo: la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione

(quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

Frequenza e validità delle previsioni

Le indicazioni di mercato si riferiscono a un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi, salvo diversa indicazione specificata nel testo). Le previsioni sono sviluppate su un orizzonte temporale compreso tra una settimana e 5 anni (salvo diversa indicazione specificata nel testo) e hanno una validità massima di tre mesi.

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 sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_dlgs_231_2001.jsp 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, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – 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. all'indirizzo https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/normative.html>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo https://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.