

## I dubbi sulla crescita economica frenano le Commodity

**Energia: Outlook Neutrale, quotazioni deboli ma prevale l'attesa per l'OPEC.** L'approssimarsi della stagione invernale potrebbe giocare nel breve termine come fattore rialzista per le quotazioni del petrolio in vista dell'OPEC del 6 dicembre. Continua a gravare sui prezzi l'incognita della crescita economica, mentre si addensano i dubbi circa la domanda di petrolio da parte della Cina. L'eccesso di output sul mercato del petrolio e l'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran rappresentano le cause principali del recente ribasso dei prezzi del greggio. Livelli eccessivi di offerta sono in parte sintomatici di una minor domanda da parte dell'economia; per questo è necessario un taglio della produzione OPEC e non-OPEC di almeno 1,4 milioni di barili al giorno. Alla luce di questo quadro, ribadiamo il nostro Outlook Neutrale. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile (da 78) per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 65 dollari al barile (da 72) per il medesimo trimestre.

**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, visto il consolidamento in atto.** Il consolidamento dei Preziosi resta ancora legato alla forte avversione al rischio iniziata qualche settimana fa. Le prospettive del dollaro e le scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury, influenzeranno ancora il comparto. Il recupero delle quotazioni rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree economiche, dovuto al rincaro del petrolio. Aspetto che potrebbe però venir meno nelle prossime settimane a causa dello storno del petrolio, specie se l'OPEC e la Russia non decideranno una contrazione credibile della produzione. Resta il tema dell'incremento delle tensioni sui mercati in un contesto di rischio per le Banche Centrali che stanno, forse con troppo anticipo, inasprendo le proprie politiche monetarie, togliendo così liquidità alle piazze finanziarie con conseguente aumento dell'avversione al rischio, che supporterebbe ulteriormente i Preziosi. Il nostro Outlook, sostenuto dal consolidamento in atto, resta Moderatamente Positivo.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo basato sui fondamentali.** Resta l'idea che ci possa essere un limitato recupero sul finale del 4° trimestre, ancora una volta sulla base del miglioramento dei fondamentali dei singoli metalli, che anche questo mese confermano il tono positivo. Le rinnovate tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno reso volatile il comparto; i Presidenti dei due Paesi dovrebbero provare ad appianare le divergenze al G20 in Argentina, la speranza del mercato è quella di una tregua nella guerra commerciale. In positivo, invece, fondamentali più tesi dovrebbero favorire un recupero, almeno di breve, dei prezzi. Il calo dei livelli delle scorte sul mercato e una domanda ancora forte giunta dal manifatturiero globale, nonostante il modesto rallentamento cinese, hanno comunque contribuito a evitare un calo maggiore dei metalli industriali in un quadro di volatilità, che in questo finale di 2018 sta caratterizzando tutti i mercati finanziari.

**Agricoli: ribadiamo l'Outlook Neutrale.** Non paiono diminuire le tensioni legate alla guerra commerciale fra USA e Cina. Lo stallo nelle trattative potrebbe sbloccarsi al G20 in Argentina quando Trump e Xi Jinping si incontreranno per provare a trovare un accordo, con beneficio per il commercio e per il settore agricolo globale. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono state "digerite" dal mercato e questo ha generato prima un recupero e ora un consolidamento delle quotazioni dai minimi di settembre. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, visto il consolidamento dei prezzi in atto.

30 novembre 2018

15:00 CET

Data e ora di produzione

30 novembre 2018

15:05 CET

Data e ora di prima diffusione

Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani  
Analista Finanziario

Outlook Settoriale\*

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

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

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	-14,8	12,47
Brent	-11,0	17,69
Gas Naturale	57,3	-20,70
Gasolio	-6,7	19,81
Oro	-6,1	13,28
Argento	-16,0	7,35
Rame	-14,3	30,92
Alluminio	-14,5	33,96
Zinco	-23,1	30,49
Nickel	-13,4	27,35
Mais	2,7	-0,36
Fruento	16,3	4,66
Soia	-6,8	-4,49
Cacao	11,3	-11,01
Zucchero	-15,1	-22,30
Caffé	-14,0	-7,92
Cotone	-2,5	11,30

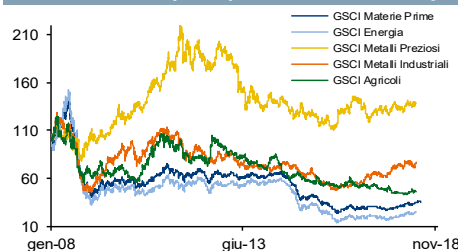
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 29.11.2018

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.11.18	18.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.398,0	-6,2	3,9	-49,4
GSCI Energia	438,5	-5,2	9,3	-59,8
GSCI Met. Preziosi	1.452,2	-7,9	1,1	-8,3
GSCI Met. Industriali	1.229,6	-15,1	3,6	-6,4
GSCI Prod. Agricoli	354,8	-6,5	-18,7	-43,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.11.2018

### Andamento dei principali indici commodity



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

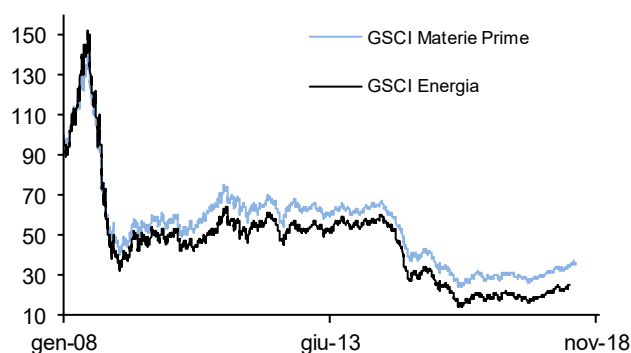
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.11.2018 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: i timori di rallentamento frenano il petrolio in vista dell'OPEC

**Commodity: guerra commerciale e rallentamento del ciclo deprimono le quotazioni.** Le materie prime sono ancora molto volatili; un rallentamento della crescita globale, paventato da più parti, inevitabilmente farebbe scendere la domanda di materie prime e creerebbe un eccesso di offerta, deprimendo ulteriormente la performance annuale delle commodity. Quest'anno, complici la frenata dell'economia globale, la guerra dei dazi e la forza del dollaro, le materie prime hanno deluso le attese degli investitori. L'estrema volatilità che si è scatenata sui mercati petroliferi è quella che ha colto maggiormente di sorpresa gli operatori. Nel giro di meno di un mese le quotazioni sono passate dai record pluriennali ai minimi dal 2017. Le prospettive per le materie prime sono state ulteriormente aggravate dal deterioramento delle relazioni commerciali tra USA e Cina. La disputa commerciale dura da molti mesi e la soluzione non appare vicina; molte speranze sono riposte nell'incontro fra Trump e Xi Jinping a margine del G20 in Argentina. Resta l'idea che quando il mercato tornerà a focalizzarsi solo sui fondamentali specifici di domanda e offerta, le quotazioni di molte commodity avranno spazio per recuperare parte delle perdite subite.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.11.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.398,0	-6,2	3,9	-49,4
GSCI Energia	438,5	-5,2	9,3	-59,8
WTI (\$)	51,5	-14,8	4,1	-44,5
Brent (\$)	59,5	-11,0	17,9	-45,7
Gas Naturale (\$)	4,6	57,3	38,6	17,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: occhi puntati sulle scelte di Arabia Saudita e Russia in vista del meeting OPEC.** Petrolio ai minimi da ottobre 2017; dopo aver testato un picco al ribasso in area 50 dollari al barile, il mercato si è posizionato in attesa del 175° meeting OPEC, previsto a Vienna il 6 dicembre (il giorno dopo riunione estesa agli alleati, Russia in primis). I Paesi produttori stanno valutando se tagliare la produzione; permangono però le

titubanze dei Paesi non-OPEC, capitanati dalla Russia, che appaiono restii ad aderire a un nuovo taglio della produzione auspicato dai Paesi aderenti al Cartello. I membri OPEC, tra l'altro, non convergono tutti nella stessa direzione indicata dall'Arabia Saudita, che si potrebbe far promotrice di una proposta che vedrebbe un taglio dell'output pari a 1,4 milioni di barili al giorno. Riad è di gran lunga il membro più importante dell'OPEC, con una produzione che ha sfiorato nell'ultimo mese gli 11 milioni di barili al giorno su 33 milioni di produzione del Cartello, quindi quasi un terzo del petrolio estratto. Le sanzioni statunitensi contro le esportazioni di petrolio iraniane hanno oltretutto infiammato ulteriormente i rapporti all'interno dell'Organizzazione, rendendo meno agevole l'accordo. La sensazione è che il mercato abbia già ampiamente scontato il marginale calo dell'output iraniano, scaricando gran parte delle posizioni lunghe sul petrolio. Intanto, l'Arabia Saudita continua a subire le pressioni degli Stati Uniti affinché indirizzi l'OPEC e i Paesi non membri verso un taglio, incassando i ringraziamenti del presidente Trump per il calo del prezzo delle ultime settimane. Dal fronte russo, il Ministro dell'Energia, Alexander Novak, ha dichiarato che, prima di prendere qualsiasi decisione, la Russia attenderà l'evolversi delle dinamiche di mercato fino a ridosso della data del meeting senza dare indicazioni affrettate. Novak ha inoltre aggiunto che prima di decidere un eventuale taglio sarà necessario studiare le condizioni attuali per agire in modo equilibrato.

**OPEC: il nostro scenario centrale è un taglio almeno di 1,4 milioni di barili giornaliero.** A livello di scenario, l'annuncio di un credibile e significativo taglio alimenterebbe ottimismo sui mercati finanziari e, a nostro avviso, considerando un livello di produzione dell'OPEC di 32,9 mb/g a ottobre, il taglio più appropriato sarebbe di circa 1,4 mb/g, livello necessario a mantenere il mercato bilanciato nel 2019. In quest'ottica, il prezzo del Brent potrebbe risalire verso una media di circa 80 dollari nel 2019. Viceversa, una risposta ritenuta incerta o un taglio considerato inadeguato porterebbero a un calo del prezzo del petrolio anche sotto i 50 dollari. In aggiunta, gli attuali livelli di produzione in Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti sono da considerarsi da record e appaiono compatibili con un prezzo del Brent che possa stabilizzarsi, nel 2019, intorno ai 55 dollari. In conclusione, l'esito finale dei negoziati, come spesso accade in seno all'OPEC, sarà una scelta politica. L'Arabia Saudita ha necessità di attrarre investimenti stranieri per diversificare e finanziare la sua economia. I sauditi intendono fortificare il rapporto con gli Stati Uniti del Presidente Trump, al fine di rafforzare la propria influenza nell'area mediorientale a scapito dell'Iran. La Russia è il soggetto che ha maggior spazio di trattativa, avendo margini di guadagno ancora in attivo, e giocherà un ruolo equilibratore fra la spinta saudita, l'appoggio americano e le necessità reali degli altri membri OPEC.

**Petrolio: attenzione ai prezzi di *break-even*.** La nostra idea è che alla fine possa essere deliberato un taglio alla produzione al meeting OPEC di dicembre. Una risalita dei prezzi di Brent e WTI, in verità, è gradita ai sauditi, ai russi quanto agli americani. Le ultime stime di *break-even* del prezzo del petrolio collocano i giacimenti *shale-oil* statunitensi a un valore medio minimo di estrazione fra i 55 e i 65 dollari; è evidente che ai livelli attuali tutta l'industria *shale* americana è in sofferenza. Discorso analogo per sauditi e russi. L'Arabia Saudita, in particolare, ha un prezzo di *break-even* stimato dall'ultimo report del Fondo Monetario Internazionale in discesa a 83,4 dollari dagli 83,7 del 2017. Le proiezioni del 2019 indicano un ulteriore calo a 73,3. E' chiaro quindi che anche i sauditi apprezzano la stabilità dei prezzi (condizione necessaria per attrarre capitali stranieri e finanziare investimenti energetici), ma hanno anche bisogno di maggiori entrate e quindi lavoreranno per un rincaro delle quotazioni. Scenario simile per la Russia, il cui prezzo di *break-even* (fonte Bloomberg) è stimato fra i 50 e i 55 dollari al barile, ma nel budget fiscale russo è imputato a soli 40 dollari al barile, cioè ancora al di sotto dei livelli attuali, garantendo quindi ancora un margine discreto di guadagno. Inoltre, le dinamiche valutarie hanno smussato l'effetto del ribasso delle quotazioni, col Brent che, espresso in rubli, è tornato a malapena sui livelli del 1° trimestre 2018.

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

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

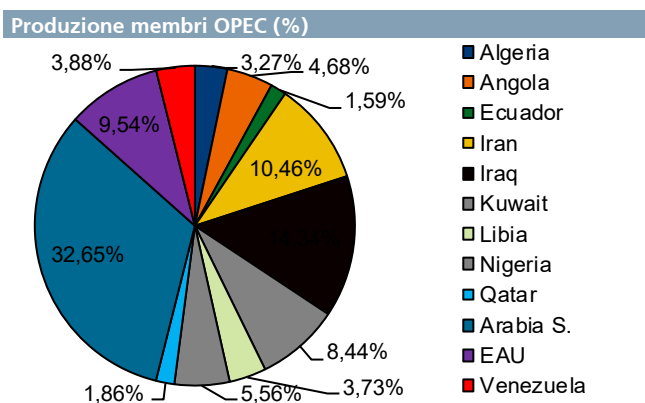
Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, novembre 2018, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**EIA: revisioni al rialzo per la produzione, al ribasso per i prezzi.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di novembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha rivisto ulteriormente al rialzo le stime di offerta globale nel 2018-19, dopo che erano già state ritoccate verso l'alto ad ottobre. Ancora una volta la maggiore produzione è imputabile ai Paesi non-OPEC, mentre le stime di domanda sono rimaste invariate rispetto alla rilevazione precedente. Si conferma dunque una domanda in crescita a 100,1 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018 da 98,6 mb/g nel 2017, prima di salire a 101,5 mb/g nel 2019, stima rivista marginalmente al ribasso da 101,6 mb/g di ottobre. Per quanto riguarda invece l'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire di 2,6 mb/g a/a a 61,0 mb/g nel 2018, e di 2,4 mb/g a/a toccando quota 63,4 mb/g nel 2019. Entrambe le stime sono state riviste

ulteriormente al rialzo da ottobre quando si prevedeva una produzione a 60,8 mb/g nel 2018 e a 63,1 mb/g nel 2019. Le estrazioni statunitensi, dopo una media di 9,4 mb/g nel 2017, dovrebbero aggirarsi intorno a 10,9 mb/g nel 2018 (stima corretta al rialzo da 10,7 mb/g precedente) fino a raggiungere il record di 12,1 mb/g nel 2019; ad ottobre erano previste a 11,8 mb/g. L'attività nei Paesi OPEC dovrebbe invece calare da 32,7 mb/g nel 2017 a 32,5 mb/g nel 2018, come stimato ad ottobre, e a 32,2 mb/g nel 2019 (in lieve rialzo da 32,1 mb/g precedenti). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe flettere da 2,1 mb/g del 2017 a 1,6 mb/g nel corso del 2018 e a 1,2 mb/g nel 2019, entrambe le stime hanno subito una correzione al ribasso di un decimo rispetto allo scorso rapporto. Si prevede quindi un mercato in equilibrio nell'anno in corso (ad ottobre si attendeva ancora un eccesso di domanda di 0,2 mb/g), prima di tornare in surplus nel 2019, con una produzione in eccesso rispetto alla domanda di circa 0,6 mb/g (la stima è stata rivista al rialzo da 0,3 mb/g di ottobre e 0,1 mb/g di settembre). L'EIA rivede dunque al ribasso le proprie stime per il prezzo del greggio. Nel 2018 il Brent dovrebbe aggirarsi intorno a 73,12 dollari al barile, al ribasso rispetto a 74,43 dollari al barile previsti a ottobre, prima di scendere ulteriormente a 71,92 dollari al barile nel 2019, anch'esso al ribasso rispetto ai 75,06 dollari al barile della stima precedente. Nel complesso, lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi intorno a un valore medio di 6,3 dollari al barile nel 2018 per poi allargarsi a 7,1 dollari al barile l'anno seguente.

**OPEC: anche i Paesi produttori segnalano fondamentali deboli per il petrolio.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di novembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato le stime per i fondamentali di domanda e offerta e prevede un'offerta in crescita più della domanda e a tassi superiori rispetto a quanto precedentemente previsto. Le stime di domanda globale per il 2018 sono rimaste invariate da due mesi, in crescita di 1,5 milioni di barili al giorno (mb/g) rispetto al 2017 a 98,8 mb/g, e in ulteriore aumento di 1,3 mb/g nel 2019 fino a toccare quota 100,1 mb/g, al ribasso da 100,2 mb/g di ottobre. L'offerta di greggio da parte dei Paesi non-OPEC è prevista in crescita a 59,9 mb/g nel 2018 (+2,3 mb/g a/a), in rialzo da 59,8 md/g di ottobre. Prevista ulteriormente in espansione anche la produzione per il 2019, di 2,2 mb/g a/a, a 62,1 mb/g, in rialzo rispetto alle stime del mese precedente che vedevano l'offerta fermarsi a 61,9 mb/g. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una correzione della produzione nei Paesi OPEC di 0,9 mb/g a/a nel 2018 e 1,1 mb/g a/a nel 2019 in modo da raggiungere un'offerta di greggio intorno a 32,6 mb/g nel 2018 e 31,5 mb/g l'anno successivo. Si ritengono dunque necessari dei tagli più ingenti di quelli stimati ad ottobre, quando si richiedeva un calo delle estrazioni OPEC di 0,8 mb/g nel 2018 e 0,9 mb/g l'anno seguente. Secondo fonti secondarie, la produzione cumulata del Cartello dovrebbe essere salita marginalmente nel mese di ottobre a 32,9 mb/g

da 32,8 mb/g di settembre e si calcola che per avere un mercato del greggio in equilibrio il prossimo anno l'Organizzazione dovrebbe effettuare un taglio medio della produzione di 1,4 mb/g nel 2019 rispetto ai livelli di ottobre. Sul fronte delle scorte, quelle dei Paesi OCSE si sono attestate, nel mese di settembre, a 2.838 mb, 25 mb al di sotto della media a cinque anni. In termini di copertura futura le scorte commerciali OCSE sono scese di 0,5 giorni, 2,1 giorni in meno rispetto alla media quinquennale.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.10.2018

**IEA: anche nel rapporto di novembre si conferma un'offerta in crescita più della domanda.** Nell'Oil Market Report (OMR) di novembre, l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto le proprie stime di domanda e offerta dipingendo un quadro, in linea con quelli prospettati da OPEC e EIA, di significativo aumento dell'offerta, soprattutto da parte dei Paesi non-OPEC, a fronte di una domanda sostanzialmente stabile. Le stime di consumo sono state infatti riviste solo marginalmente: nel 2018 la domanda globale di greggio è attesa intorno a 99,3 milioni di barili al giorno (mb/g), da 99,2 mb/g di ottobre, in crescita di 1,3 mb/g a/a rispetto al 2017. La domanda dovrebbe crescere di 1,4 mb/g a/a nel 2019 raggiungendo i 100,6 mb/g, 0,1 mb/g in più rispetto alla stima di ottobre. Sul fronte dell'offerta, la produzione nei Paesi non appartenenti all'OPEC è prevista a 60,3 mb/g nel 2018 (+2,4 mb/g a/a, rivista al rialzo da 60,2 mb/g di ottobre) e a 62,3 mb/g nel 2019 (+1,9 mb/g a/a, ben al di sopra di 61,9 mb/g calcolato precedentemente). Si conferma dunque una produzione non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda nei prossimi anni. Per bilanciare il mercato, secondo le stime EIA, sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC a 31,9 mb/g nel 2018 e a 31,6 mb/g nel 2019, entrambe le stime sono state riviste al ribasso da 32,0 mb/g e 31,9 mb/g rispettivamente. A ottobre le estrazioni nei Paesi appartenenti all'OPEC sono salite di 0,2 mb/g a/a a 32,99 mb/g, su livelli di 1,7 mb/g superiori alla "call on OPEC crude" (quantità di greggio che l'OPEC si impegna a fornire al fine di bilanciare la domanda di mercato) prevista per il 2019; sarà quindi necessario un significativo taglio della produzione per riequilibrare i fondamentali di domanda e offerta. Sul fronte delle scorte, quelle dei Paesi OCSE sono salite a 2.875 mb, a fronte di un incremento pari a 58,1 mb

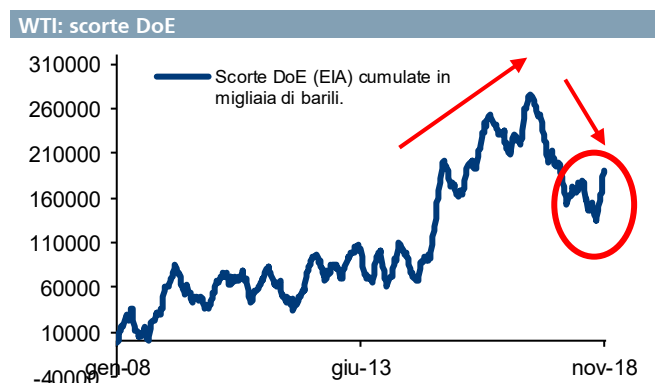
nel 3° trimestre, il volume più elevato dal 2015. Secondo le stime IEA, le scorte di greggio dovrebbero essere tornate a livelli coerenti con la media degli ultimi cinque anni nel mese di ottobre, spinte dalla produzione record in Arabia Saudita, Russia e Stati Uniti. Sempre secondo l'IEA le scorte di prodotti raffinati dovrebbero aver già superato la media precedente. Assumendo una produzione stabile da parte dei Paesi OPEC (i tagli della produzione in Iran e Venezuela dovrebbero essere compensati da un aumento degli altri Paesi), si prevedono dunque scorte in progressivo aumento di 0,7 mb/g nel 4° trimestre del 2018 e di 2,0 mb/g nella prima metà del 2019.

**Performance di medio termine**

	29.11.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	438,5	-19,6	-13,9	-2,1	-5,2
WTI (\$)	51,5	-26,3	-23,3	-10,4	-14,8
Gas Naturale (\$)	4,6	59,3	57,4	53,6	57,3
Gasolio (\$)	559,8	-18,9	-18,3	0,5	-6,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA.** Un segnale che l'offerta è abbondante è arrivato dal dato sulle scorte diffuso dall'American Petroleum Institute (API), che ha evidenziato un aumento superiore alle attese per un ammontare di quasi 3,5 milioni di barili, nella settimana terminata il 23 novembre. L'aumento delle scorte USA e l'incremento della produzione dell'Arabia Saudita hanno sostanzialmente azzerato le preoccupazioni del mercato sull'embargo all'Iran. Anche le scorte EIA, della medesima settimana, hanno visto un incremento superiore all'atteso: 3,57 milioni di barili a fronte di una stima di accumulo di soli 590.000 barili. Il dato viene però migliorato, nel suo segnale al mercato, dal calo più ampio del previsto delle benzine: -764.000 di barili contro attese di +243.000.

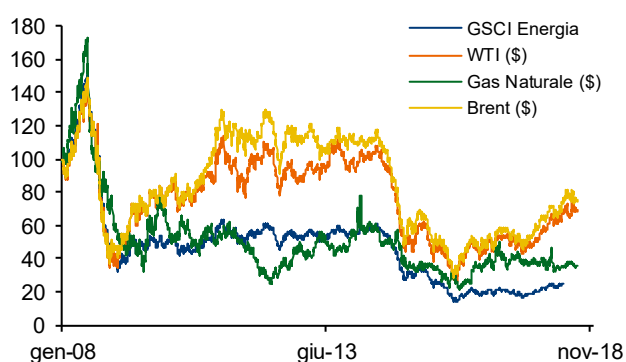


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

**Gas naturale: consolidamento al rialzo in vista delle temperature invernali.** Nel breve, il gas naturale sta registrando un consolidamento al di sotto dei massimi annuali (area 4,80). La dinamica di prezzo riflette però ancora i fondamentali rialzisti legati al deficit di offerta in essere. Gli operatori attendono però di avere più chiaro quale sia il modello

meteorologico previsto in Europa e negli Stati Uniti prima di rilanciare una nuova azione rialzista sul metano. Negli USA, le temperature più miti sono previste per la metà di dicembre, scenario che potrebbe far calare i prezzi. In realtà, già dalla prossima settimana si prevedono temperature più fredde, almeno per questo momento della stagione, con previsioni di freddo intenso almeno fino al 10 dicembre e sulla costa orientale degli Stati Uniti. Uno scenario che potrebbe far riguadagnare ai future sul gas naturale quotati a New York nuovamente area 4,80, ovvero i massimi del 2018. Circa i fondamentali di medio-lungo termine, tiene banco il tema del forte aumento della domanda di gas naturale in tutto il mondo. L'Europa è, in questa fase, in difficoltà visto che il grande sito di estrazione a Groningen, in Olanda, è scosso costantemente da micro terremoti, dopo il grande sisma di inizio 2018 che ha acceso i riflettori sulla solidità della struttura geologica dell'area. Altre fonti di reperimento di gas naturale, alternative per tutta la UE, dovranno essere necessariamente di origine nordamericana, visto il picco massimo di sfruttamento del comparto *shale-gas*. Insomma un quadro che anche in un orizzonte più ampio dovrebbe essere ancora di sostegno ai derivati finanziari europei del metano.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale, quotazioni deboli ma prevale l'attesa per l'OPEC.** Quadro immutato sulle materie prime, che restano deboli a causa dei timori di un rallentamento della crescita globale. L'approssimarsi della stagione invernale potrebbe giocare nel breve termine come fattore rialzista per le quotazioni del petrolio in vista dell'OPEC del 6 dicembre. Continua a gravare sui prezzi l'incognita della crescita economica, mentre si addensano i dubbi circa la domanda di petrolio da parte della Cina (attualmente stimabile a 13 milioni di barili al giorno). Insieme all'utilizzo legato alla produzione industriale e al sostentamento energetico, la Cina ha anche incrementato le proprie scorte di greggio per sostenere il piano militare globale, in linea col progetto del presidente cinese Xi Jinping. L'eccesso di output sul mercato del petrolio e l'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran rappresentano le cause principali del recente ribasso dei prezzi del greggio, che pesa sulle società che operano nei comparti

dell'estrazione e della raffinazione. Inoltre, se da un lato il ribasso del petrolio smorza le aspettative di incremento dell'inflazione, rendendo più conveniente per i produttori industriali il rifornimento di combustibile, dall'altro lato livelli eccessivi di offerta sono in parte sintomatici di una minor domanda da parte dell'economia; per questo è necessario un taglio della produzione OPEC e non-OPEC di almeno 1,4 milioni di barili al giorno. Ed è proprio la domanda di petrolio il tema chiave per il 2019: se si concretizzassero le stime di calo della domanda, assisteremmo a un concreto rallentamento della produttività complessiva. Alla luce di questo quadro, ribadiamo il nostro Outlook Neutrale. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile (da 78) per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 65 dollari al barile (da 72) per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 72,5 dollari al barile (da 80 e 74) per il 2019 e a 81 e 75 dollari al barile (da 80 e 75) per il 2020. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 29.11.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	51,5	70,0	68,0	69,0	65,8
Brent (\$.)	59,5	77,5	77,3	75,6	71,8
Gas Nat. (\$)	4,6	3,2	3,2	3,0	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

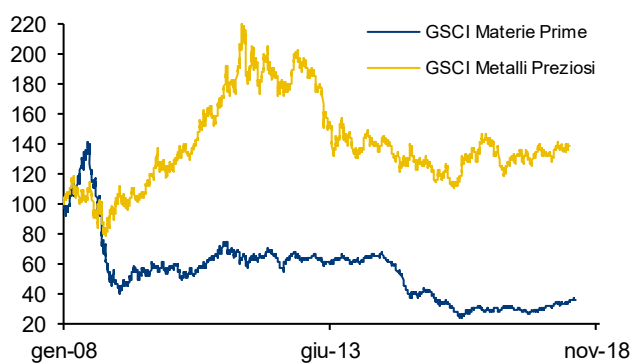
	Valore 4° trim. 29.11.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	51,5	65,0	69,0	72,5	75,0
Brent (\$.)	59,5	75,0	78,0	80,0	81,0
Gas Nat. (\$)	4,6	4,0	3,7	3,5	3,5

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: prosegue il consolidamento senza segnali di accelerazione

Le turbolenze sui mercati riportano il comparto poco sopra 1.450. Prevale una fase di consolidamento sui Preziosi, che lo scorso mese hanno beneficiato della ricerca di asset difensivi da parte investitori a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari. Trump prosegue nel sostenere che il rialzo dei tassi (ancora uno atteso da qui a fine anno) rischia di frenare l'economia americana, che dovrebbe invece essere supportata dalla Fed. *Querelle* che ha consentito a Trump di rincarare le critiche circa il possibile futuro apprezzamento del dollaro. I Metalli preziosi consolidano la loro performance negativa da inizio anno, con risultati peggiori per argento e platino, nonostante il periodo di parziale avversione al rischio abbia consentito di migliorare i risultati di tutti i Preziosi in questa fase finale del 2018. Sui Preziosi si confermano i fattori chiave da monitorare: a) le tensioni sui mercati legate alla guerra commerciale, che deteriorano il quadro macroeconomico, in vista dell'incontro fra Trump e Xi Jinping; b) il prosieguo dei rialzi dei tassi Fed e l'apprezzamento del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che alimentano l'avversione al rischio e che potrebbero ancora sostenere la domanda di asset difensivi; d) l'andamento delle dinamiche dei prezzi globali e l'apprensione per la lentezza con cui si sta concretizzando il ritorno dell'inflazione vera, slegata cioè dal solo rincaro del petrolio.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	29.11.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.398,0	-6,2	3,9	-49,4
GSCI Preziosi	1.452,2	-7,9	1,1	-8,3
Oro (\$)	1.226,0	-6,1	4,3	-2,0
Argento (\$)	14,3	-16,0	-13,2	-28,3
Platino (\$)	820,5	-11,9	-9,8	-40,0
Palladio (\$)	1.178,6	10,5	52,9	64,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

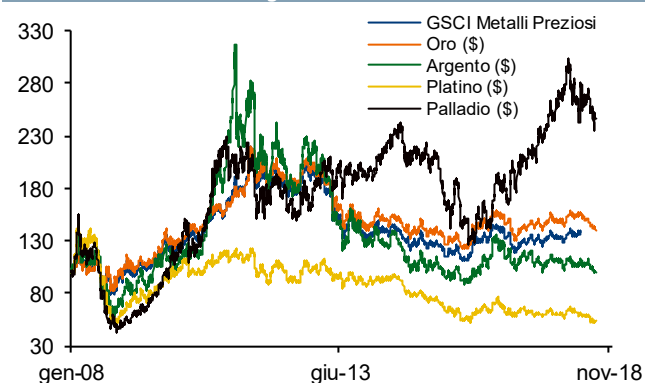
Si attenua l'avversione al rischio, ma Oro e Argento consolidano grazie a un dollaro più debole. Benché l'aumento dei tassi USA non sia in discussione, con l'ultimo rialzo dell'anno (quattro rialzi in tutto per il 2018) probabilmente

sancito nel meeting Fed del prossimo 19 dicembre, il conseguente rafforzamento del dollaro appare meno scontato, complice il dissenso di Trump. Gli operatori hanno reagito positivamente alla debolezza espressa dal dollaro. La banconota verde è stata spinta al ribasso dall'attenuarsi delle preoccupazioni sulla crescita dell'inflazione e dalle dichiarazioni più accomodanti da parte dei funzionari della Fed, i quali hanno affermato che la Banca centrale USA si sta avvicinando a una politica monetaria neutrale. Un quadro, che almeno nel breve, ha consentito all'oro di difendersi, consolidando il marginale rialzo del mese scorso. Tuttavia, la debole performance dell'oro di quest'anno resta frutto della miscela tra tassi reali USA in rialzo, dollaro forte e mercati azionari in rialzo, soprattutto a Wall Street. Per il 2019 incombono ulteriori tensioni poco favorevoli: i mercati azionari potrebbero invertire la tendenza e gli investitori potrebbero spostare l'attenzione sulle difficoltà USA e sul nuovo allentamento monetario in Cina. L'insieme di questi timori potrebbe spingere le quotazioni dell'oro al rialzo, di pari passo con la ricerca di beni rifugio da parte degli investitori. Le quotazioni dell'argento restano deboli e inclini a consolidare la performance negativa per la fine del 2018. L'idea di fondo però non cambia per il prossimo anno: il rialzo della quotazione dell'argento potrebbe essere sostenuto da due diversi fattori, ovvero il ritorno della fiducia su questo metallo prezioso e la ripresa della domanda industriale del settore tecnologico. L'aspettativa resta quella di una crescita trainata dal settore automobilistico in considerazione del progressivo abbandono dei motori a combustione. Le previsioni sull'argento per il 2019 sono marginalmente positive, poiché le tendenze già in atto negli ultimi anni dovrebbero ulteriormente rafforzarsi. In altre parole, i prezzi dell'argento nel 2019 potrebbero salire perché potrebbe crescere il numero dei veicoli elettrici e ibridi.

**Il quadro su Platino e Palladio.** Quadro immutato rispetto al mese scorso: dopo il periodo estivo che aveva enfatizzato la divergenza fra le quotazioni di platino e palladio, i mesi di settembre e ottobre hanno invece visto un riallineamento al rialzo dei due metalli, confermato anche in novembre. Le tensioni commerciali e le minacce di dazi sulle importazioni di autoveicoli stranieri negli Stati Uniti, sommati alla forza solo marginale del dollaro, hanno pesato comunque sul **platino**, le cui quotazioni sono salite ma meno di quelle del palladio. Infatti, le quotazioni del **palladio** hanno registrato un recupero superiore, riportandosi ai massimi del 2018, sopra 1.100. L'aumento della domanda mondiale di palladio, se confrontata con quella del platino, è frutto semplicemente della dinamica del settore Auto, che vede in costante restringimento le quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il platino è utilizzato infatti nei filtri di scarico dei motori diesel, che a tendere usciranno dal ciclo di produzione e commercializzazione delle vetture private. Dunque, mentre

continueranno a indebolirsi i fondamentali del platino, il mercato del palladio continuerà probabilmente a esprimere una situazione di deficit. Se si verificasse anche nel 2019, si tratterebbe del settimo anno consecutivo.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	29.11.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.452,2	1,7	-6,7	-5,3	-7,9
Oro (\$)	1.226,0	2,2	-5,8	-3,6	-6,1
Argento (\$)	14,3	-1,4	-13,2	-12,4	-16,0
Platino (\$)	820,5	4,1	-9,8	-12,7	-11,9
Palladio (\$)	1.178,6	19,6	19,1	16,7	10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, visto il consolidamento in atto.** Seppur riconfermando che dal prossimo anno lo scenario macroeconomico potrà essere meno roseo del 2018, il consolidamento dei Preziosi resta ancora legato alla forte avversione al rischio sui mercati iniziata qualche settimana fa. I Preziosi resteranno comunque legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Il recupero delle quotazioni, rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi, che avevamo auspicato si è concretizzato ed è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree economiche, dovuto al rincaro del petrolio. Aspetto che potrebbe però venir meno nelle prossime settimane a causa dello storno del petrolio, e se l'OPEC e la Russia non decideranno una contrazione della produzione. Resta il tema dell'incremento delle tensioni sui mercati finanziari in un contesto di rischio elevato per le Banche centrali che stanno, forse con eccessivo anticipo, inasprando le proprie politiche monetarie, togliendo così liquidità ai mercati finanziari con conseguente aumento dell'avversione al rischio, che supporterebbe ulteriormente le quotazioni dei Preziosi. In conclusione, l'insieme dei rischi inflattivi (per ora ancora fiacchi), una domanda industriale in scarso rialzo e le forti tensioni generalizzate potrebbero favorire gli investimenti in Preziosi l'anno prossimo. Il nostro Outlook, supportato dal consolidamento in atto, resta Moderatamente Positivo.

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

	Valore 4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020	
	29.11.18	2018	2019	2019	2020	
Oro (\$)	1.226,0	1.225,0	1.250,0	1.260,0	1.265,0	1.277,5
Argento (\$)	14,3	15,0	15,8	16,0	16,0	17,0
Platino (\$)	820,5	840,0	867,5	935,0	910,0	950,0
Palladio (\$)	1.178,6	1.015,0	1.000,0	1.027,5	1.040,2	1.050,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

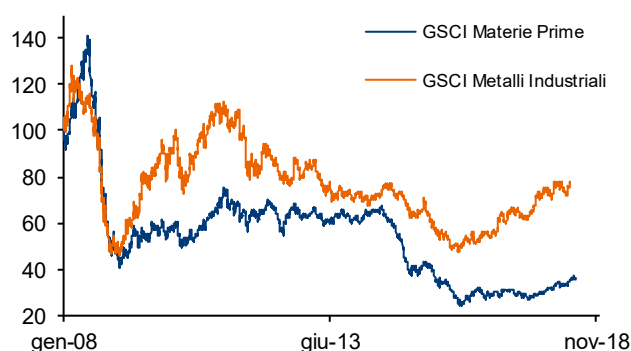
	Valore 4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020	
	29.11.18	2018	2019	2019	2020	
Oro (\$)	1.226,0	1.225	1.250	1.300	1.300	1.320
Argento (\$)	14,3	14,5	15,0	15,5	16,0	17,0
Platino (\$)	820,5	840	830	825	825	820
Palladio (\$)	1.178,6	1.100	1.125	1.125	1.125	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: fondamentali forti in un quadro macro in rallentamento

I Metalli Industriali risentono del rallentamento economico pur con fondamentali tesi. Le quotazioni degli Industriali consolidano in prossimità dei minimi di agosto vicini a 1.200 per l'indice del comparto, nonostante i fondamentali più tesi dovrebbero favorire un recupero, almeno di breve, dei prezzi. Il calo dei livelli delle scorte e una domanda ancora forte hanno comunque contribuito a contrastare il calo delle quotazioni dei metalli industriali in un quadro di volatilità e tensione sui mercati azionari globali. Nonostante i timori dei mercati finanziari e il rallentamento cinese, le richieste di metalli industriali si confermano solide e fra esse spicca in particolare la domanda di rame. Il PIL cinese, più debole del previsto (6,5% a/a contro il 6,6% a/a stimato per il 3° trimestre del 2018), ha raggiunto il livello più basso dal 1° trimestre del 2009, gravando in maniera decisiva sul comparto e minandone ulteriormente la forza. Tuttavia, il sostegno del Governo cinese alla manifattura, oltre agli sgravi fiscali per un totale di circa l'1% del PIL per il 2019, dovrebbero sostenere la domanda di metalli. I dati della bilancia commerciale cinese riflettono ancora il forte interesse per le materie prime in genere, e per i metalli in particolare. Mentre l'economia statunitense è cresciuta più del previsto del 3,5% nel 3° trimestre, il ciclo economico USA non è riuscito a sostenere i prezzi dei metalli a causa del rallentamento della crescita degli investimenti fissi delle imprese. Un quadro che se, da un lato, resta di cauto ottimismo, dall'altro assegna al gigante cinese, ancora una volta, il ruolo di attore protagonista del mercato dei metalli. Solo le scelte cinesi, in termini di crescita economica e quindi di domanda di metalli, saranno in grado di risollevare il comparto. Le tariffe commerciali continueranno a provocare grande incertezza, in particolare nei siti di produzione dove la programmazione di medio-lungo termine è pressoché bloccata da 3 trimestri. A ciò si sommano le incertezze valutarie legate alle monete domestiche dei Paesi produttori. Attendiamo quindi con interesse l'incontro, a margine del G20 in Argentina, fra Trump e Xi Jinping.

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



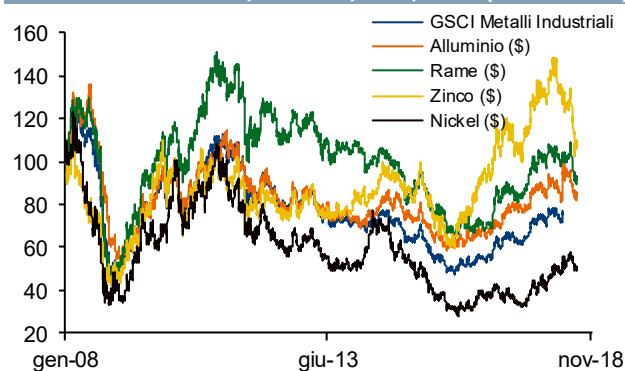
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.11.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.398,0	-6,2	3,9	-49,4
GSCI Industriali	1.229,6	-15,1	3,6	-6,4
Rame (\$)	6.212,0	-14,3	6,6	-11,9
Alluminio (\$)	1.940,0	-14,5	12,0	10,5
Zinco (\$)	2.568,0	-23,1	-4,4	37,6
Nickel (\$)	11.055,0	-13,4	-1,7	-18,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina, chiusure programmate, dazi e G20: tanti i temi di tensione per i Metalli.** Nelle ultime settimane, i prezzi dei metalli industriali sono scesi molto in qualche caso accumulando ribassi analoghi a quelli del petrolio, volatile in vista del meeting OPEC del 6 dicembre. Le rinnovate tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno nuovamente reso instabili i metalli. I presidenti dei due Paesi dovrebbero incontrarsi al G20 in Argentina, ma la speranza di una tregua nella guerra commerciale si è quasi del tutto sopita dopo che Trump in un'intervista al *Wall Street Journal* ha dichiarato di considerare improbabile un accordo. Per contro, il Presidente USA è tornato a minacciare un ulteriore incremento dei dazi dal 10% al 25% a inizio gennaio e addirittura un'estensione delle tariffe a tutte le merci esportate dalla Cina negli Stati Uniti. Dazi e rappresaglie, non solo tra USA e Cina, hanno già cominciato a rallentare il commercio e la crescita globale. Nel settore automobilistico le immatricolazioni cinesi a ottobre sono scese dell'11,7% e le vendite di veicoli quest'anno rischiano di calare per la prima volta dal 1990. Anche l'edilizia sta rallentando il passo: a ottobre gli investimenti immobiliari sono cresciuti solo del 7,7%, il minimo degli ultimi dieci mesi. Quanto alle esportazioni, l'effetto dei dazi pesa sull'acciaio, con l'export in forte calo (-9,3% tra gennaio e ottobre), nonostante la produzione cinese negli ultimi mesi sia salita a livelli da record, raggiungendo 82,55 milioni di tonnellate a ottobre (+14,1% a/a). L'eccesso di offerta è legato non solo alla contrazione dell'export ma anche a una politica più soft sulle chiusure invernali. Con il recente avvio del solito piano



invernale antismog, apparso meno imponente di quello dello scorso anno, e visto il recente crollo dei prezzi di vendita Pechino dovrebbe rallentare la produzione di acciaio. In particolare, i margini di profitto sui laminati a caldo sono già oggi a un prezzo negativo in Cina, ovvero non in grado di coprire i costi di produzione per la prima volta da novembre 2015. Discorso analogo per gli "acciai lunghi", ovvero le barre, i cui prezzi sono crollati di oltre il 65% da fine ottobre.

**Cina: rimane l'attenzione sulle tensioni commerciali mentre proseguono i segnali di indebolimento.** Dopo che nel 3° trimestre il PIL cinese ha registrato una decelerazione a 6,5% a/a da 6,7%, anche i più recenti dati economici mostrano il proseguimento di un trend di relativo indebolimento, soprattutto nelle industrie delle costruzioni e automobilistica. Per il momento le misure implementate dal Governo per sostenere i consumi hanno avuto un impatto limitato, anche se potrebbero contribuire a una stabilizzazione della crescita nei prossimi mesi. Tra le fonti di incertezza continuano a prevalere i rapporti con gli Stati Uniti. Al G20 in Argentina si dovrebbe tenere un incontro tra i due presidenti Xi e Trump per una possibile intesa sul commercio ma, per il momento, non sono emersi segnali di riavvicinamento tra i due Paesi. Sul fronte del commercio internazionale, le **esportazioni** sono avanzate del 15,6% a/a nel mese di ottobre, in accelerazione da 14,4% a/a di settembre, beneficiando in parte del progressivo deprezzamento del renminbi, che compensa una minore domanda globale. La crescita delle esportazioni dovrebbe però anche essere imputabile a un'anticipazione delle vendite prima dell'entrata in vigore di una nuova tornata di dazi da parte degli Stati Uniti a gennaio, che potrebbero smorzare crescita e commercio nel 2019, come peraltro segnalato dai più recenti indicatori anticipatori.

Le rilevazioni dell'istituto Caixin per ottobre puntano infatti verso un rallentamento della dinamica economica. Le stime per gli **indici PMI** hanno infatti visto l'indicatore relativo al settore **manifatturiero** sostanzialmente invariato a 50,1 da 50,0 di settembre, dopo quattro mesi di calo, mentre l'indice sui servizi è stato registrato in netto calo a 50,8 da 53,1 precedente, portando il **PMI composito** a 50,5 da 52,1. La produzione industriale è aumentata di un decimo ad ottobre a 5,9% a/a a fronte di investimenti fissi in crescita a 5,7% a/a da 5,4% a/a di settembre, rimanendo però su tassi modesti rispetto alla media. A livello settoriale, si evidenzia la contrazione dell'industria automobilistica e un netto rallentamento della produzione di energia a fronte di un'accelerazione nei trasporti e nelle telecomunicazioni. Tra gli **investimenti**, invece, quelli privati hanno registrato una crescita dell'8,8% a/a a fronte di un più moderato 1,8% a/a di quelli pubblici. Il contributo principale proviene dalle spese in infrastrutture, in aumento rispetto ai mesi precedenti ma su livelli contenuti rispetto ai ritmi degli anni scorsi. Per quanto riguarda invece le **vendite al dettaglio**, nel mese di ottobre si sono attestate in decelerazione a 8,6% a/a da 9,2% a/a precedente; il rallentamento è diffuso alle zone urbane e a

quelle rurali ma dovrebbe essere però imputabile a fattori temporanei. Non si esclude però un ulteriore calo della fiducia dei consumatori nei prossimi mesi sulla scia della correzione del mercato azionario.

**Cina: crescono ancora i prezzi delle case.** I **prezzi delle case nuove** sono cresciuti dell'1,0% m/m ad ottobre, come a settembre, a fronte di una variazione tendenziale a 9,7% a/a da 8,9% a/a, che risente dei rialzi congiunturali dei mesi scorsi. In crescita anche i prezzi delle case già esistenti, soprattutto a Shenzhen, mentre correggono le valutazioni immobiliari a Pechino e Shanghai. Nel complesso, il mercato immobiliare potrebbe rallentare a partire dal 2019, con gli elevati livelli di debito delle imprese costruttrici che potrebbero limitare gli investimenti, mentre difficilmente il Governo allenterà, nel medio termine, le restrizioni imposte sugli acquisti delle case.

**Cina: l'inflazione ancora in crescita.** Le rilevazioni per il mese di ottobre hanno registrato un'**inflazione** in crescita a 2,5% a/a, come a settembre; rispetto al mese precedente però la spinta principale non proviene più dalla componente alimentare, che rimane comunque su tassi di crescita sostenuti, ma dai costi educativi e dei trasporti. Sul fronte dei **prezzi alla produzione**, l'indice PPI prosegue nel suo trend di rallentamento attestandosi a 3,3% a/a da 3,6% a/a di settembre, sulla scia della moderazione dei prezzi del greggio e della componente alimentare; in calo anche i prezzi dei beni di consumo durevoli. Nel complesso, il rallentamento della crescita potrebbe raffreddare le pressioni al rialzo nei prossimi mesi; questo contesto di inflazione ancora moderata e sotto il target del 3% lascia spazio di manovra alla Banca centrale (PBoC) per far fronte all'andamento della congiuntura economica.

**Rame: la domanda cinese resta il fattore chiave.** Dopo i minimi annuali in area 5.800, toccati ad agosto e settembre, il rame è tornato a consolidare in area 6.200 dollari a tonnellata. L'interesse cinese per il rame appare ancora consistente, come si evince dalle forti importazioni per oltre 500.000 tonnellate, dato che rappresenta il livello più alto degli ultimi due anni e mezzo ed è contenuto nel dettaglio delle voci della bilancia commerciale cinese. Il World Bureau of Metal Statistics ha mostrato che in agosto la domanda di rame è cresciuta del 4,9% rispetto all'anno precedente. Di contro, l'offerta di rame raffinato è diminuita del 2,5% rispetto ad agosto 2017, facendo emergere un deficit mensile di 28.000 tonnellate. Nonostante gli ostacoli rappresentati da un dollaro forte, dal rallentamento della crescita economica e dal timore di una guerra commerciale, ci aspettiamo che i prezzi del rame beneficeranno di fondamentali più rigidi. Alla luce di questo scenario ipotizziamo un prezzo medio di 6.200 dollari per tonnellata per il 4° trimestre 2018 e 6.500 dollari per tonnellata per l'intero 2019.

**Alluminio: deficit di materiali e settore auto al centro del comparto.** L'alluminio, che era salito molto ad aprile sull'onda delle sanzioni americane contro Rusal, ha perso oltre il 25%

dal massimo e ora scambia intorno a 1.940 dollari la tonnellata, ai minimi da un anno. Il saldo di mercato per l'alluminio, da gennaio a settembre, mostra un deficit di 206.000 tonnellate, che segue il deficit di 1.175.000 tonnellate del 2017. Ad aggravare la situazione ricordiamo la guerra commerciale con la Cina, che sta danneggiando soprattutto il mercato americano. Le tariffe applicate da Trump su alluminio e acciaio hanno avuto un forte impatto sul settore Auto USA, che è tra i maggiori utilizzatori di metalli. Mentre gli Stati Uniti importano poche automobili dalla Cina, è invece amplissimo lo stock di importazioni di ricambi auto, per un giro d'affari di miliardi di dollari. I costi dell'approvvigionamento di alluminio, per le case automobilistiche, sono aumentati e ricadranno inevitabilmente sui consumatori finali. Il settore automobilistico continuerà quindi ad esprimere una forte attenzione sulle prossime mosse dell'amministrazione Trump, al fine di verificare se ritarderà, o addirittura ritirerà, l'adozione delle nuove tariffe su alluminio e acciaio. Alla luce di questo scenario ipotizziamo un prezzo medio di 2.100 dollari per tonnellata per il 4° trimestre 2018 e 2.400 dollari per tonnellata per l'intero 2019.

**Nickel: ancora positivi i fondamentali ma resta aperto il tema delle scelte minerarie nelle Filippine.** Il nickel ha toccato i minimi a novembre, scendendo sotto 11.000 dollari a tonnellata, ai minimi dal dicembre del 2017. Un andamento anomalo, dal momento che le scorte di nickel sono ai minimi da cinque anni e questo fattore dovrebbe sostenere i prezzi. Secondo l'International Nickel Study Group (INSG), l'elevata domanda di nickel sostiene una forte produzione di acciaio inossidabile. L'INSG si aspetta anche che una forte domanda derivi dalla tecnologia delle batterie. Tale domanda dovrà essere soddisfatta con una maggiore crescita della produzione globale, stimata di almeno l'8%. Cina, Indonesia e Filippine avranno probabilmente un ruolo predominante dal lato dell'offerta, anche se la revisione dell'industria mineraria nelle Filippine, che dovrebbe concludersi questo mese, resta il fattore di massima incertezza. Il rischio di un aumento dell'offerta di nickel in caso di riapertura delle miniere precedentemente chiuse incombe sull'equilibrio del comparto. INSG prevede che il deficit di approvvigionamento si ridurrà a 33.000 tonnellate nel 2019. E' previsto infatti un deficit più elevato per il consuntivo del 2018, elemento che potrebbe sostenere i prezzi nel breve termine portando a un parziale recupero della performance annuale. Alla luce di questo scenario ipotizziamo un prezzo medio di 12.500 dollari per tonnellata per il 4° trimestre 2018 e 15.000 dollari per tonnellata per l'intero 2019.

**Zinco: mercato ancora in deficit, scorte in ribasso, si conferma un quadro di possibile recupero.** Zinco in consolidamento in area 2.500, lontano dai minimi in area 2.300 toccati ad agosto/settembre. Resta un quadro di carenza di offerta: le scorte del LME si sono dimezzate negli ultimi tre mesi, riducendosi ai minimi da dieci anni, dopo che soltanto a febbraio il prezzo dello zinco era volato ai massimi dal 2007, a

ridosso di 3.600 dollari alla tonnellata. Il report dell'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) di ottobre indica come il mercato dello zinco sia in deficit di 305.000 tonnellate per il periodo gennaio-settembre, mentre le scorte totali dichiarate sono diminuite di 46.000 tonnellate nello stesso periodo. La produzione mondiale è aumentata dell'1,2%, principalmente grazie agli aumenti in Australia, Perù e Stati Uniti, afferma il rapporto. In Europa, l'aumento è del 3,2% ed è dovuto principalmente agli aumenti in Finlandia, Grecia, Irlanda e Macedonia, che hanno più che compensato le riduzioni in Polonia e Svezia. In Canada, Cina, India e Messico, la produzione è stata inferiore rispetto ai primi nove mesi del 2017. Nel frattempo, l'utilizzo di zinco globale è diminuito dello 0,3%, principalmente a causa delle diminuzioni in Cina, Sud Africa e Taiwan. L'utilizzo in Europa è aumentato dell'1,3%, trainato da Polonia, Francia, Belgio e Federazione Russa. Su base mensile, la produzione mineraria ha toccato 1.084.500 tonnellate a settembre, rispetto alle 1.064.200 tonnellate di agosto. Il consumo di zinco è in aumento a 1.155.500 tonnellate, da 1.141.600 tonnellate nel mese di agosto. Alla luce di questo scenario ipotizziamo un prezzo medio di 2.625 dollari per tonnellata per il 4° trimestre 2018 e 2.800 dollari per tonnellata per l'intero 2019.

#### Performance di medio termine

	29.11.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.229,6	-2,4	-14,2	-8,3	-15,1
Rame (\$)	6.212,0	4,0	-9,3	-8,1	-14,3
Alluminio (\$)	1.940,0	-8,7	-15,4	-5,3	-14,5
Zinco (\$)	2.568,0	2,1	-16,9	-19,2	-23,1
Nickel (\$)	11.055,0	-13,6	-27,4	-0,5	-13,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo basato sui fondamentali ma permangono i timori sul ciclo economico globale.** Resta l'idea che ci possa essere un limitato recupero sul finale del 4° trimestre, ancora una volta sulla base del miglioramento dei fondamentali dei singoli metalli, che anche questo mese confermano il tono positivo. In conclusione, le rinnovate tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina hanno reso volatile il comparto; i Presidenti dei due Paesi dovrebbero provare ad appianare le divergenze al G20 in Argentina, la speranza del mercato è quella di una tregua nella guerra commerciale. In positivo, invece, fondamentali più tesi dovrebbero favorire un recupero, almeno di breve, dei prezzi. Il calo dei livelli delle scorte sul mercato e una domanda ancora forte giunta dal manifatturiero globale, nonostante il rallentamento cinese, hanno comunque contribuito a evitare un calo maggiore delle quotazioni dei metalli industriali in un quadro di volatilità che in questo finale di 2018 sta caratterizzando tutti i mercati finanziari. Questo quadro ci consente di riconfermare, con prudenza, un Outlook Moderatamente Positivo basato sulla speranza che la forza dei fondamentali contrasti le tensioni esterne al comparto.

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

	Valore 4° trim. 29.11.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.212,0	6.400	6.550	6.800	6.844
Alluminio (\$)	1.940,0	2.100	2.100	2.113	2.157
Zinco (\$)	2.568,0	2.675	3.369	2.750	2.930
Nickel (\$)	11.055,0	13.350	12.500	13.650	13.552

Fonte: consenso Bloomberg

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

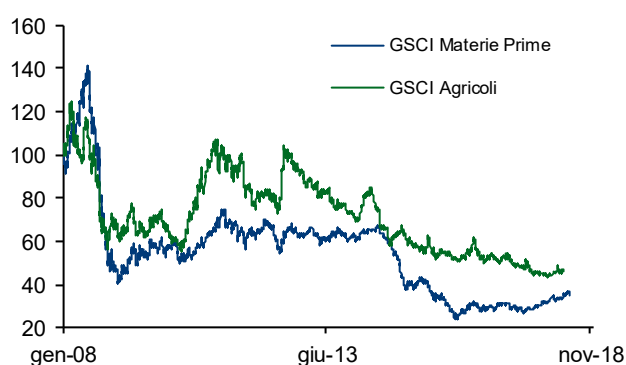
	Valore 4° trim. 29.11.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.212,0	6.200	6.400	6.500	7.000
Alluminio (\$)	1.940,0	2.100	2.150	2.350	2.400
Zinco (\$)	2.568,0	2.625	2.700	2.800	2.900
Nickel (\$)	11.055,0	12.500	13.000	14.000	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: ancora tensioni a causa dei dazi, possibile rialzo nel 2019

Gli Agricoli recuperano dai minimi ma restano in attesa di sviluppi fra USA e Cina. Lasciata alle spalle l'estate che ha visto gli Agricoli registrare una forte volatilità, sfociata poi nei minimi di comparto (area 340) in settembre, registriamo ora un consolidamento, sul finire dell'anno, lontano dai minimi del 2018. Le pressioni ribassiste si sono concentrate principalmente sui prezzi della soia e del mais, che sono calati perché influenzati dall'introduzione delle tariffe cinesi sulle importazioni di beni agricoli dagli Stati Uniti. La breve ripresa delle quotazioni di ottobre e il consolidamento di novembre non appaiono ancora sufficienti per cambiare la nostra opinione sul comparto. Restano intatti i rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica di quei Paesi esposti al comparto degli Agricoli. L'incertezza sulle tariffe applicate dai due giganti economici (Cina e Stati Uniti) non consentono agli operatori dei mercati di avere progettualità di lungo respiro. Rafforziamo pertanto il nostro elenco di fattori da monitorare: 1) le condizioni meteo per la stagione agricola 2019, a livello globale, in particolare con riguardo alla probabilità che si presenti il fenomeno del Niño quest'inverno; 2) le tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina a ridosso del G20 in Argentina, dove qualcosa potrebbe sbloccarsi; 3) le scelte politiche di Trump in tema di agricoltura dopo le elezioni di *mid-term* del 6 novembre, con la spaccatura in seno al Congresso che potrebbe rendere più difficoltose la politica e le scelte dell'amministrazione statunitense.

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



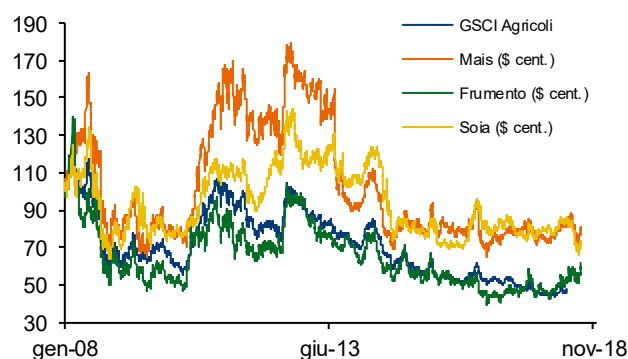
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 29.11.2018	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.398,0	-6,2	3,9	-49,4
GSCI Agricoli	354,8	-6,5	-18,7	-43,5
Mais (\$ cent.)	360,3	2,7	7,0	-13,2
Frumento (\$ cent.)	496,5	16,3	30,5	-24,2
Soia (\$ cent.)	887,3	-6,8	-14,0	-33,6
Cotone (\$ cent.)	76,6	-2,5	5,9	-1,9
Cacao	2.106,0	11,3	-12,4	-24,5
Zucchero	12,9	-15,1	-34,5	-25,0
Caffè (arabica)	108,5	-14,0	-27,6	-1,6
Caffè (robusta)	1.609,0	-6,1	-21,5	-0,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**IL WASDE di novembre: significativa revisione al rialzo per le scorte di mais ma i fondamentali restano positivi; si conferma la debolezza della soia.** Il rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA; United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19. Le scorte globali di **frumento** sono attese in calo a 266,7 milioni di tonnellate (mt) nel 2018-19 da 279,0 mt nel 2017-18. Le stime sono state però riviste al rialzo dai 260,2 mt stimati ad ottobre. Previsti in crescita i consumi, a 745,8 mt (misura peraltro rivista marginalmente al rialzo da 745,6 mt precedente) rispetto a 745,1 mt della stagione 2017-18. Revisione al rialzo di 2,6 mt anche per quanto riguarda la produzione, che nel 2018-19 dovrebbe comunque calare a 733,5 mt da 763,1 mt della scorsa annata. Nel complesso, il rapporto riserve/consumi nel 2018-19 dovrebbe quindi scendere a 35,8% da 37,4% della stagione precedente. Per quanto riguarda, invece, il **mais** si segnala una significativa revisione al rialzo delle scorte. Nel rapporto precedente si prevedeva un ammontare di scorte pari a 159,4 mt nel 2018-19; le ultime stime hanno invece portato le scorte finali a 307,5 mt nell'orizzonte di previsione, comunque in calo rispetto a 340,9 mt del 2017-18. Sul fronte dell'offerta, si

stima una produzione in crescita a 1.099,0 mt nel 2018-19, rivista al rialzo da 1.068,3 mt di ottobre, da 1.076,2 mt registrati nel 2017-18. Sul lato della domanda, anche i consumi dovrebbero salire a 1.132,4 mt (rivisti al rialzo da 1.107,2 mt precedenti) da 1.085,6 mt dello scorso anno. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi scendere a 27,2% da 31,4% del 2017-18, con la significativa variazione delle scorte che ha contribuito alla forte revisione al rialzo dal 14,4% stimato ad ottobre. Non si evidenziano revisioni per la **soia**, per la quale si confermano deboli le dinamiche di domanda e offerta con un rapporto scorte/consumi in crescita a 31,2%, sostanzialmente invariato da ottobre, da 29,6% del 2017-18, a fronte di scorte ancora in aumento e di un raccolto superiore alla domanda. Invariate rispetto a ottobre le previsioni per il 2018-19: le scorte globali di soia dovrebbero infatti salire a 110,0 mt nel 2018-19 da 99,7 mt della scorsa stagione; la produzione è stimata in crescita a 369,5 mt da 338,6 mt del 2017-18, mentre i consumi dovrebbero attestarsi a 353,0 mt da 336,8 mt dell'annata precedente.

Performance di medio termine					
	29.11.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	354,8	-1,5	-1,5	-1,5	-6,5
Mais (\$ cent.)	360,3	2,6	-8,6	5,4	2,7
Frumento (\$ cent.)	496,5	-4,2	-5,7	21,3	16,3
Soia (\$ cent.)	887,3	6,5	-12,9	-10,0	-6,8
Cotone (\$)	76,6	-7,6	-17,8	1,5	-2,5
Cacao	2.106,0	-9,8	-15,7	0,5	11,3
Zucchero	12,9	24,1	3,3	-14,6	-15,1
Caffè (arabica)	108,5	10,0	-9,8	-16,3	-14,0
Caffè (robusta)	1.609,0	-0,7	-5,9	-10,3	-6,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Mais: in calo, pesano ancora le tensioni commerciali fra USA e Cina.** La debolezza del mais deriva anche dall'annuncio del Ministero dell'Agricoltura dell'Ucraina (uno dei principali produttori), che ha aumentato le sue previsioni sulla produzione di mais nel 2018 a 34,8 milioni di tonnellate. In aggiunta, continua a pesare l'imposizione cinese del dazio del 25% sulle importazioni di cereali dagli Stati Uniti, mossa da intendersi come un'evidente rappresaglia nei confronti delle tariffe imposte dal Governo americano sui beni prodotti in Cina ed esportati in USA. Tuttavia, al contrario della soia il mais non viene esportato in Cina e questo ha contenuto il crollo delle quotazioni, la cui domanda è stata sostenuta dalla crescita del settore dell'allevamento e della produzione di etanolo, in un quadro che vede le condizioni climatiche avverse in Brasile e Argentina rendere gli importatori di mais sempre più dipendenti dagli USA. Questo non ha impedito però al mais di recuperare dai minimi di settembre sotto 340 e riportarsi fino in area 380, per poi stornare intorno a 360.

Ci aspettiamo che i prezzi del mais possano al massimo consolidare il loro recupero visto che le tensioni commerciali non paiono diminuire, con la previsione di un prezzo medio di 360 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e invece debolezza a 350 centesimi, in media, per l'intero 2019.

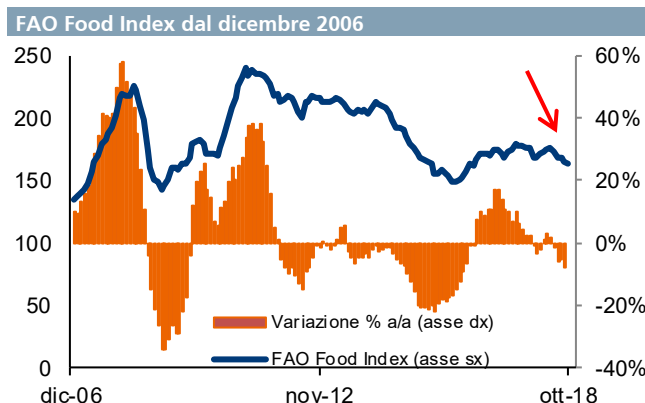
**Frumento: in consolidamento in area 500, tensioni sul grano russo.** I prezzi del frumento russo destinato all'esportazione sono stati oggetto di un deciso calo dovuto alla pesante concorrenza degli Stati Uniti nelle aste per la fornitura di prodotto all'Egitto, maggior importatore mondiale di grano nonché maggior acquirente del grano russo. Il Ministro dell'Agricoltura russo Dmitry Patrushev ha rivisto al rialzo la stima sulle esportazioni di frumento nel corso della stagione 2018-19, scongiurando il rischio di un calo che avrebbe potuto penalizzare ulteriormente i prezzi, grazie anche al fatto che l'indiscrezione sulla revisione si è diffusa sul mercato prima della dichiarazione ufficiale. Anche se, come soia e mais, il frumento appare inserito nella lista dei beni agricoli su cui la Cina intende rivalersi nei confronti degli USA, il grano sta subendo un impatto minore dai dazi cinesi e questo gli ha consentito di consolidare in area 500. Alla luce di questo scenario ipotizziamo un prezzo medio di 500 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e 490 centesimi per l'intero 2019.

**Soia: i dazi penalizzano ancora la soia.** I semi di soia restano la commodity agricola maggiormente penalizzata dalla rappresaglia cinese nei confronti dei prodotti americani. La Cina, infatti, è il primo consumatore al mondo di soia e ha importato l'88,7% del suo fabbisogno nel 2017-18, con un consumo totale pari a 106 milioni di tonnellate. La guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina ha sconvolto gli equilibri di mercato, e Pechino, che un tempo deteneva il 60% del totale delle esportazioni di soia statunitense, ora non ha commesse prenotate e questo ha indotto un netto calo nelle quotazioni della soia. Il Dipartimento dell'Agricoltura degli USA prevede infatti nel 2019 una riduzione della superficie utilizzata per produrre soia, proprio a seguito del profondo mutamento nel mercato della granaglia dovuto alla guerra commerciale fra le due economie. Le perdite della Cina, causate appunto dallo scontro in atto, potrebbero essere tuttavia compensate dal mercato russo. La Russia può fornire più prodotti agricoli alla Cina (soia, grano, farina, zucchero, olio di girasole, colza), ma per farlo è necessario rimuovere alcune barriere commerciali imposte dalla WTO (Organizzazione mondiale del Commercio) e questo complica ulteriormente le cose. L'importanza del G20 per i prezzi della soia potrebbe essere paragonata a quella che normalmente rivestono le condizioni meteo estive. L'incontro fra Trump e Xi Jinping al margine del G20 in Argentina dovrà servire a sbloccare tutta una serie di capitoli di tensione, fra cui quello appunto sulla soia. Alla luce di questo quadro di attesa positiva, pensiamo a un prezzo medio della soia di 880 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 (dai precedenti 830) e 900 centesimi per l'intero 2019.

**FAO: indice alimentari in calo ad ottobre, forte rialzo dello zucchero.** Nel mese di ottobre l'indice dei prezzi delle materie prime agricole è sceso dello 0,9% m/m (-7,4% a/a) a 163 punti, spinto al ribasso da un calo generalizzato dei prodotti lattiero-caseari, delle carni e degli oli vegetali, che hanno compensato il forte rialzo dei corsi dello zucchero e

l'apprezzamento dei cereali. L'indice dei prezzi dei cereali è stato infatti registrato in crescita di 1,3% m/m; l'incremento nasconde però un aumento dei prezzi del mais statunitense e una diminuzione di quelli del riso, soprattutto della varietà Japonica, che ha risentito della volatilità dei mercati valutari. Prosegue invece il calo dei corsi degli oli vegetali che, al nono mese di declino, registrano un'ulteriore flessione di 1,5% m/m, toccando i minimi dall'aprile del 2009. Il comparto continua a risentire delle ampie scorte di olio di palma e di una minore domanda globale. Si segnala invece un marginale recupero dell'olio di soia. La flessione maggiore è stata registrata per i prezzi dei prodotti lattiero-caseari che, a ottobre, sono scesi del 4,8% m/m, per il quinto mese consecutivo, e del 34% dal picco toccato nel febbraio del 2014, a fronte di un aumento delle esportazioni, soprattutto dalla Nuova Zelanda. In discesa anche il prezzo delle carni, con l'indice relativo che esprime una variazione negativa di 2,0% m/m, diffusa a pollame, bovini, suini e ovini, che risentono di scorte per l'esportazione ancora ingenti. Impennata invece per lo zucchero, che dopo il +2,6% m/m di settembre mette a segno un +8,7% m/m, sospinto da condizioni climatiche negative in India e Indonesia, e da previsioni per uno spostamento delle colture brasiliane verso la canna per la produzione di etanolo.

**FAO: revisioni al rialzo per le previsioni di produzione sui cereali.** Il report FAO di novembre ha rivisto al rialzo le sue previsioni per il raccolto mondiale di cereali nel 2018. Per l'anno in corso si stima ad ottobre una produzione pari a 2.601 milioni di tonnellate (mt) da 2.591 mt di settembre, su livelli comunque inferiori del 2,1% rispetto alla produzione record del 2017. Le stime di ottobre risentono delle previsioni per una maggiore produzione di grano in Cina e Canada, mentre si conferma la previsione per una produzione record di riso, intorno a 513 mt, superando di 1,3% anche i massimi del 2017. Su base annua però la produzione di grano dovrebbe calare di 4,3% a 728 mt, mentre quella dei cereali a grana grossa è attesa in calo del 2,2% a/a a 1.360 mt. Sul fronte della domanda, si prevede un aumento dello 0,2% a/a a 2.653 miliardi di dollari del valore del consumo dei cereali, spinto da un incremento degli utilizzi, soprattutto in Cina e USA, per scopi industriali e per la produzione di mangimi. Anche i consumi di grano e riso sono previsti in crescita di 1,0% e 1,1% rispettivamente. La stagione 2018-19 dovrebbe concludersi con scorte di cereali in calo del 6,5%, a 762 mt. Nello specifico, si prevede una contrazione delle scorte di grano e di cereali secondari del 4,5% a fronte di un aumento del 2,6% delle riserve di riso. Complessivamente il commercio cerealicolo globale è previsto rallentare di 1,1% nella stagione 2018-19 a fronte di minori scambi di riso e grano. Per quanto riguarda, invece, i cereali secondari si stima un volume in linea con quello registrato nel 2017-18, a circa 195 mt, sostenuto dal mais che dovrebbe contrastare la frenata del sorgo.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus Zucchero: Brasile, Indie e dinamiche in Europa al centro del comparto.** Nel corso di questa stagione la produzione di zucchero dell'India potrebbe aumentare del 5,2% al livello storico di 35,9 milioni di tonnellate grazie all'aumento della resa e della superficie dedicata alla coltivazione del dolcificante. I dati in oggetto sono stati diffusi dall'USDA (il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti), che indica anche un ribasso del 21% nella produzione brasiliana a 30,6 milioni di tonnellate, calo attribuibile a condizioni meteo avverse, unite all'utilizzo della materia prima vegetale non per produrre dolcificante ma etanolo. Sempre l'USDA prevede una contrazione per la produzione globale, ora stimata in 185,9 milioni di tonnellate (-4,5%) contro i 188,3 milioni di tonnellate previsti in precedenza. A determinare il calo sono le attese di contrazione della produzione in Brasile, Thailandia e Unione Europea. Il Brasile resta leader delle esportazioni, seguito dalla Thailandia. In termini di scorte è previsto un aumento su base globale, con accumuli in India che andranno ad annullare il calo atteso in Cina e nell'Unione Europea. In Europa si è creata una situazione dove il mercato è in mano a cinque grandi realtà centro-europee, che detengono il 75% del comparto dello zucchero del Vecchio Continente. Il prodotto è venduto a prezzi molto bassi da Francia e Germania, che hanno aumentato del 20% la loro produzione nel 2017, causando 3,5 milioni di tonnellate di eccedenze a livello europeo.

**Focus Cacao: produzione record prevista per la prossima stagione ma la domanda è solida.** Nella stagione 2018-19 si prevede un raccolto di cacao record in Costa d'Avorio. La produzione dovrebbe raggiungere 2,2 milioni di tonnellate (mt), +2,0 mt a/a, sulla scia di condizioni climatiche positive. La crescita dell'offerta è confermata anche dal traffico di cacao nei porti ivoriani, aumentato del 46% rispetto all'anno scorso. Nel complesso, però, i fondamentali dovrebbero rimanere positivi, a fronte di un'offerta in crescita ma compensata da una domanda ancora robusta in Africa, Europa, Asia e Nord America, mentre, a livello valutario, un potenziale indebolimento del dollaro potrebbe supportare i prezzi. Resta alta l'attenzione sulle condizioni finanziarie del settore: dopo il fallimento dell'esportatore SAF-Cacao si assiste a un

irrigidimento delle condizioni creditizie per gli operatori del settore. Le condizioni più stringenti richieste dal sistema bancario ivoriano potrebbero limitare la capacità di finanziamento degli esportatori locali. Per il momento, l'effetto di una restrizione delle condizioni finanziarie ivoriane dovrebbe essere limitato agli operatori domestici, che rappresentano circa il 20-30% del mercato, e le condizioni non sono ancora comparabili all'ondata di fallimenti causati dal crollo dei prezzi globali della materia prima che hanno caratterizzato la stagione 2016-17.

**Focus Caffè: eccesso di offerta nel 2017-18.** Secondo le stime di ottobre (pubblicate a novembre) dell'International Coffee Organization, nella stagione 2017-18 le esportazioni totali di caffè hanno raggiunto un nuovo record a 121,86 milioni di *bags* (sacchi), in crescita del 2% a/a rispetto alla stagione precedente. Dal settembre del 2017 allo stesso mese dell'anno corrente le esportazioni della varietà arabica sono salite a 70,95 milioni di sacchi da 70,51 mln dei dodici mesi precedenti. In crescita anche le esportazioni della varietà robusta a 39,24 milioni di *bags* da 38,87 mln. Nel complesso, anche la produzione è accelerata di 4,8% a/a a 163,51 milioni di sacchi. La qualità che ha registrato l'incremento maggiore è la robusta, +10,5% a/a a 62,28 milioni di *bags*, mentre la produzione di arabica ha raggiunto 101,23 mln, in crescita di 1,7% a/a. Sul fronte della domanda, si stima un incremento pari a 1,8% a/a nella stagione in corso a 161,93 milioni di *bags*. I mercati dove la domanda esprime i tassi di crescita più vivaci sono l'Asia e l'Oceania (+3,1% a/a), ma il principale mercato per il caffè resta l'Europa, con un consumo stimato intorno a 52,32 milioni di sacchi, anche se la crescita resta moderata intorno a 0,5% a/a. Si prevede dunque un eccesso di offerta rispetto alla domanda nella stagione in corso di circa 1,59 milioni di sacchi.

**Ribadiamo l'Outlook Neutrale.** Non paiono diminuire le tensioni legate alla guerra commerciale fra USA e Cina. Lo stallo nelle trattative potrebbe sbloccarsi al G20 in Argentina quando Trump e Xi Jinping dovranno per forza incontrarsi e provare a trovare un accordo riducendo le tensioni fra di loro, con beneficio per il commercio e per il settore agricolo globale. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono state "digerite" dal mercato e questo ha generato prima un recupero e ora un consolidamento delle quotazioni dai minimi di settembre. Rinforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, visto il consolidamento dei prezzi in atto. Resta la nostra previsione secondo cui nella stagione 2019 i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018, ad eccezione della soia, che dovrebbe restare ancora sotto pressione, visto l'impatto dell'interruzione dei flussi commerciali agricoli fra Stati Uniti e Cina. Una situazione che solo nelle ultime settimane sembra essere stata riassorbita dal sistema grazie all'affacciarsi di Sud America e Russia come possibili partner commerciali/agricoli con la Cina. Ribadiamo invece la nostra prudenza sull'ammontare del recupero dei prezzi per questo

finale di annata, poiché sembra più probabile un consolidamento delle quotazioni sui livelli attuali.

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

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.11.18	2018	2019	2019	2019	2020
Mais (\$ cent.)	360,3	370,0	380,0	390,0	393,5	405,0
Fruento (\$ cent.)	496,5	510,0	515,0	505,4	510,8	486,6
Soia (\$ cent.)	887,3	877,5	890,0	950,0	923,1	975,0
Cotone (\$)	76,6	79,4	80,0	75,7	81,0	81,2
Cacao	2.106,0	2.238	2.400	2.558	2.450	2.535
Zucchero	12,9	12,6	12,5	12,6	12,5	12,9
Caffè (arabica)	108,5	117,0	125,2	106,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.609,0	1.535	1.535	1.535	1.730	1.725

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

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

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.11.18	2018	2019	2019	2019	2020
Mais (\$ cent.)	360,3	360	350	350	350	370
Fruento (\$ cent.)	496,5	500	500	500	490	495
Soia (\$ cent.)	887,3	880	880	900	900	900
Cotone (\$)	76,6	85	86	88	90	90
Cacao	2.106,0	2.250	2.400	2.400	2.450	2.600
Zucchero	12,9	13,0	12,5	12,0	12,3	12,0
Caffè (arabica)	108,5	120	125	132	135	138
Caffè (robusta)	1.609,0	1.700	1.750	1.800	1.800	1.850

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

## Glossario

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



## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 30.10.2018.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

## Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-00000004DF584>.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

## Certificazione dell'analista

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

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

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

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

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

**Responsabile Retail Research**

Paolo Guida

**Analista Azionario**

Ester Brizzolara

Laura Carozza

Piero Toia

**Analista Obbligazionario**

Serena Marchesi

Fulvia Risso

**Analista Valute e Materie prime**

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi