

Materie prime: crescono i timori sulla domanda globale

Energia: Outlook Neutrale, quotazioni in marginale ribasso, prevale l'attesa. Temi immutati sulle materie prime, che restano deboli a causa dei timori di un rallentamento della crescita globale. I prezzi del greggio sono appesantiti dalla debolezza degli indici azionari e dai segnali di aumento dell'offerta, a cui si sommano i dubbi degli operatori circa la futura domanda di petrolio, in un contesto di rallentamento globale. Nonostante l'attesa per le probabili sanzioni USA sull'export iraniano dal 4 novembre, il greggio a ottobre ha perso già oltre l'8%, il maggiore calo da luglio 2016. In conclusione, i fondamentali di domanda e offerta resteranno al centro delle attenzioni degli operatori per i prossimi mesi. Sulle stime di domanda mondiale restano dubbi e si teme una fase di decise revisioni al ribasso, a causa delle crisi nei Paesi Emergenti, a cui potrebbe sommarsi il rallentamento in Europa. Infine, i dubbi sulla crescita dell'offerta OPEC dovuti all'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran favoriscono il consolidamento dei prezzi in un intervallo elevato, seppur abbastanza stabile.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, anche alla luce del recupero in atto. Partendo dal presupposto che dal prossimo anno lo scenario macroeconomico possa essere meno sfavorevole, il recupero dei Preziosi in atto deriva dalla forte avversione al rischio sui mercati delle ultime settimane. L'auspicato recupero delle quotazioni, rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi, si è tuttavia puntualmente verificato ed è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree economiche, dovuto al rincaro del petrolio, e maggiormente da un incremento delle tensioni sui mercati. Il tutto in un contesto di rischio elevato per le Banche Centrali che stanno, forse con troppo anticipo, irrigidendo le proprie politiche monetarie, sottraendo così liquidità alle piazze finanziarie e favorendo l'insorgere dell'avversione al rischio, che supporta ulteriormente le quotazioni dei Preziosi.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo ma permangono dubbi e timori sul quadro macroeconomico globale. Continuano le tensioni commerciali; nel breve periodo non scartiamo l'idea che possano svilupparsi forti pressioni al ribasso, derivanti dai rischi commerciali e dal sentiment di mercato negativo. Resta l'idea che ci possa essere un moderato recupero sul finale del 4° trimestre, dettato da una maggiore attenzione per i fondamentali dei singoli metalli. La robustezza dei fondamentali resta il sostegno che ci fa ipotizzare una dinamica di prezzi in rialzo nella parte finale del 2018, previsione che ci consente di riconfermare, con prudenza, un Outlook Moderatamente Positivo. Il recupero dei Metalli Industriali dovrà però attendere l'allentamento delle preoccupazioni macroeconomiche e politiche nei Paesi Emergenti.

Agricoli: ribadiamo l'Outlook Neutrale. Non accennano a diminuire le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Lo stallo nelle trattative ha di fatto confermato come alle tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio si siano sommate anche quelle entrate in vigore il 24 settembre, senza che nessuna soluzione sia stata trovata. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono scontate dal mercato: questo ha provocato un marginale recupero delle quotazioni dai minimi di settembre. Rafforziamo il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni. Nella stagione 2019, i principali cereali dovrebbero godere di fondamentali migliori rispetto al 2018, ad eccezione della soia, che dovrebbe restare ancora sotto pressione. Confermiamo invece la nostra cautela sull'ammontare del recupero dei prezzi per questo finale di 2018.

30 ottobre 2018

16:02 CET

Data e ora di produzione

30 ottobre 2018

16:12 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*

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

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

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	11,0	12,47
Brent	15,7	17,69
Gas Naturale	7,9	-20,70
Gasolio	18,5	19,81
Oro	-6,1	13,28
Argento	-15,3	7,35
Rame	-15,0	30,92
Alluminio	-12,5	33,96
Zinco	-19,7	30,49
Nickel	-7,9	27,35
Mais	4,6	-0,36
Fumento	18,8	4,66
Soia	-11,8	-4,49
Cacao	16,0	-11,01
Zucchero	-10,9	-22,30
Caffè	-9,5	-7,92
Cotone	-1,9	11,30

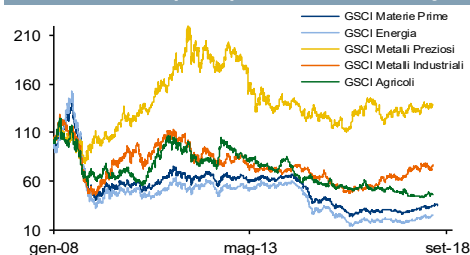
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 29.10.2018

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.10.18	01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.745,7	7,4	19,2	-42,9
GSCI Energia	541,1	17,0	34,9	-50,9
GSCI Met. Preziosi	1.454,3	-7,8	-7,1	-15,6
GSCI Met. Industriali	1.245,7	-14,0	16,8	-10,4
GSCI Prod. Agricoli	358,6	-5,6	-21,7	-43,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.10.2018

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

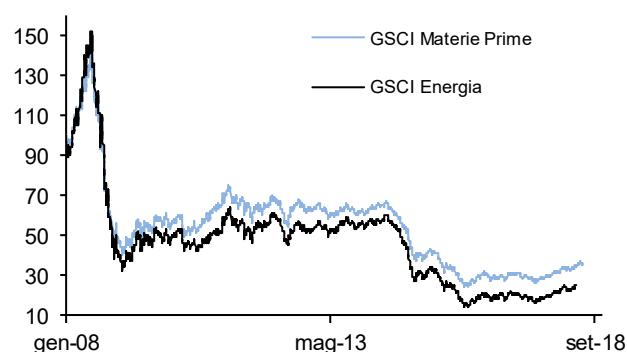
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.10.2018 (salvo diversa indicazione). Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

Energia: quotazioni in marginale ribasso, prevale l'attesa per Iran e OPEC

Commodity: alle tensioni generate dalla guerra commerciale si sommano i timori sul quadro macro. Le materie prime restano molto volatili, di pari passo con la forte volatilità dei mercati finanziari delle ultime settimane, alimentata dalle tensioni commerciali e dai dati macroeconomici poco incoraggianti. Le prospettive per le materie prime non sono buone a causa del deterioramento delle relazioni commerciali tra USA e Cina. La disputa commerciale è destinata a durare nel lungo periodo, almeno fino alle elezioni presidenziali statunitensi del 2020, passando per il passaggio di *mid-term* del prossimo 6 novembre. Tutto ciò sta deteriorando il sentiment degli investitori verso le materie prime, soprattutto quelle industriali, maggiormente legate al ciclo economico. La politica monetaria restrittiva avviata dalla Fed con i suoi rialzi dei tassi di interesse favorirà ancora il dollaro, situazione a cui si è sommato l'aumento dei rendimenti dei Treasury, che ha a poco a poco peggiorato il quadro degli investimenti correlati negativamente con la valuta statunitense. 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 nelle ultime settimane.

Passaggio elettorale per il rinnovo di parte del Congresso negli Stati Uniti il 6 novembre 2018. Fra i temi estranei alla dinamica delle commodity resta, senza dubbio, rilevante l'appuntamento con le elezioni di *mid-term* negli Stati Uniti, che potrebbero influenzare l'andamento della guerra commerciale in atto, andando a incidere sulla forza e sulle scelte dell'amministrazione Trump, a seconda dell'esito elettorale. Nello specifico, crediamo che il punto chiave non sia tanto l'esito quanto piuttosto la strategia politica che caratterizzerà l'amministrazione Trump dopo l'appuntamento elettorale. I forti movimenti delle commodity nei mesi passati sono stati tanto più amplificati quanto più aggressive sono state le scelte di Trump in tema di dazi e tariffe. Gli operatori, che già tendono a reagire sulle notizie senza avere visibilità sui dettagli e senza conoscere gli impatti finali della guerra dei dazi, attenderanno con interesse massimo questo evento. Le nuove politiche promosse da Trump, sia che siano azioni più forti a seguito di una vittoria elettorale, sia che siano meno aggressive a causa di una sconfitta elettorale, rappresentano comunque un fattore che grava sul futuro delle commodity.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

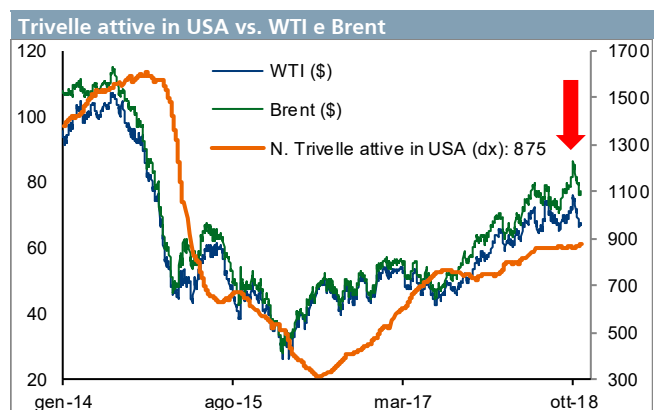
Performance di lungo termine

	Valore 29.10.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.745,7	7,4	19,2	-42,9
GSCI Energia	541,1	17,0	34,9	-50,9
WTI (\$)	67,0	11,0	37,7	-30,7
Brent (\$)	77,3	15,7	55,6	-29,6
Gas Naturale (\$)	3,2	7,9	2,6	-12,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'embargo all'Iran e le difficoltà del Venezuela sono ancora i temi chiave sull'Energia. Venezuela e Iran restano i temi al centro del comparto. Il quadro sull'Energia ha subito anche il contraccolpo delle tensioni legate alla vicenda del dissidente saudita scomparso in Turchia, col successivo "balletto" delle responsabilità fra sauditi e turchi. A nostro avviso, a parte le tensioni intorno all'Arabia Saudita, arrivate in un momento non opportuno, escludiamo che possano mutare i rapporti di collaborazione fra Trump e il principe saudita Mohammad bin Salman, e riteniamo che lo scenario di intesa sul petrolio fra USA e Famiglia Saudi resterà immutato. Permangono invece le tensioni sull'Iran a una settimana circa dall'inizio dell'embargo. La sensazione è che il mercato abbia già ampiamente scontato il calo dell'output iraniano; infatti molti "clienti" avevano già ridotto, prima dell'embargo, le forniture dall'Iran, ad eccezione dei cinesi, che ovviamente manterranno fede ai loro impegni con gli alleati iraniani a dispetto dei diktat americani. Dall'Iran ci attendiamo un calo della produzione (poco meno di mezzo milione di barili al giorno) entro fine anno: l'amministrazione Trump annuncerà i dettagli definitivi sull'implementazione delle sanzioni solo allo scadere del termine del 4 novembre, data critica visto l'appuntamento elettorale del 6 novembre. Peraltro, i principali produttori OPEC e non-OPEC hanno deciso di mantenere invariata la produzione nel corso dell'ultimo vertice in Algeria, nel rispetto dell'accordo di Vienna dello scorso 22 giugno. Ora il mercato guarda con interesse al 175esimo meeting OPEC del 6 dicembre (data cambiata, in precedenza era in programma il 3 dicembre); sarà interessante capire se dopo l'embargo, l'OPEC deciderà di colmare il gap iraniano oppure no. Sul fronte venezuelano, i problemi di

liquidità del Paese continuano a provocare una contrazione della produzione, che si aggraverà fino a quando il governo Maduro resterà alla guida del Paese. Nel nostro scenario non escludiamo un calo di circa un altro mezzo milione di barili al giorno entro fine anno, a cui si dovrebbe sommare una riduzione di altri 200.000 barili al giorno entro fine 2019.



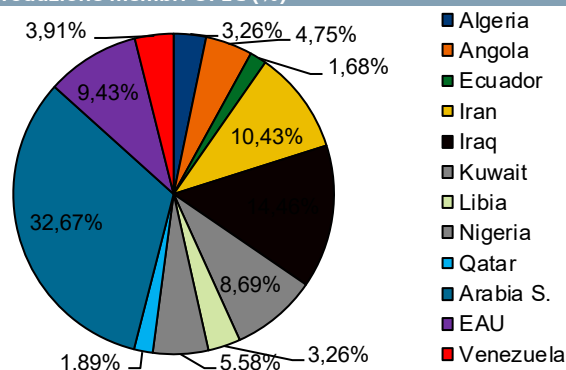
Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: revisioni al rialzo per il prezzo del petrolio. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di ottobre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) ha rivisto al rialzo le stime di offerta globale nel biennio 2018-19, trascinate dall'aumento delle estrazioni nei paesi non-OPEC, mentre ha lasciato invariate le previsioni relative alla domanda. 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 ulteriormente a 101,6 mb/g nel 2019. Per quanto riguarda invece l'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire di 2,4 mb/g a/a a 60,8 mb/g nel 2018 e di 2,3 mb/g a/a nel 2019 toccando quota 63,1 mb/g. Entrambe le stime sono state riviste al rialzo da settembre quando si prevedeva una produzione a 60,7 mb/g nel 2018 e a 62,7 mb/g nel 2019. Le estrazioni statunitensi, dopo una media di 9,4 mb/g nel 2017, dovrebbero aggirarsi intorno a 10,7 mb/g nel 2018 fino a raggiungere il record di 11,8 mb/g nel 2019; a settembre erano previste a 11,5 mb/g. L'attività nei paesi OPEC dovrebbe invece calare da 32,7 mb/g nel 2017 a 32,5 mb/g nel 2018 (in rialzo da 32,4 mb/g previsti a settembre) e 32,1 mb/g nel 2019 (in ribasso da 32,2 mb/g precedenti). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe flettere da 2,1 mb/g del 2017 a 1,7 mb/g nel corso del 2018 e a 1,3 mb/g nel 2019, entrambe le stime sono rimaste invariate rispetto allo scorso rapporto. Si prevede quindi un eccesso di domanda pari a 0,2 mb/g nel 2018 (stima rivista in marginale ribasso da 0,3 mb/g di settembre) mentre nel 2019 l'offerta dovrebbe tornare superiore alla domanda di 0,3 mb/g, in rialzo da 0,1 mb/g previsti il mese scorso. L'EIA stima dunque un prezzo del greggio in crescita a 74,43 dollari al barile (\$/b) nel 2018, in rialzo rispetto a 72,84 \$/b previsti a settembre, e 75,06 \$/b nel 2019, anch'esso in rialzo rispetto a 73,68 \$/b della stima precedente. Nel complesso, lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe posizionarsi

intorno a una media di 6,0 \$/b nel 2018 e 5,5 \$/b l'anno successivo.

OPEC: si richiede un taglio alla produzione per equilibrare il mercato. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di ottobre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato le stime per i fondamentali di domanda e offerta. La domanda mondiale è stimata in crescita di 1,5 mb/g a/a nel 2018 a 98,8 mb/g, in linea con le previsioni di settembre, e in ulteriore aumento di 1,2 mb/g a/a nel 2019 fino a raggiungere quota 100,2 mb/g. L'offerta di greggio da parte dei paesi non-OPEC è prevista in crescita a 59,8 mb/g nel 2018 (+2,2 mb/g a/a), in rialzo da 59,6 mb/g di settembre. Prevista in espansione anche la produzione nel 2019, di 2,1 mb/g a/a, a 61,9 mb/g. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessaria una correzione della produzione nei paesi OPEC di 0,8 mb/g a/a nel 2018 e 0,9 mb/g a/a nel 2019 in modo da raggiungere un'offerta di greggio intorno a 32,7 mb/g nel 2018 e 31,8 mb/g l'anno successivo. Secondo fonti secondarie, la produzione cumulata del Cartello dovrebbe essere salita marginalmente nel mese di settembre a 32,8 mb/g da 32,6 mb/g di agosto, comunque in linea con il graduale raggiungimento del "call on OPEC crude" (quantità di greggio che l'OPEC si impegna a fornire al fine di bilanciare la domanda di mercato) nel 2018. Nel 2019 però l'Organizzazione dovrebbe ridurre le estrazioni e tornare ai livelli di maggio di quest'anno per riportare l'equilibrio sul mercato. Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono cresciute ad agosto a 2841 mb, 47 mb al di sotto della media a cinque anni. In termini di copertura futura le scorte commerciali OCSE sono aumentate di 0,5 giorni in agosto, 2,5 giorni in meno rispetto alla media quinquennale.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.09.2018

IEA: si conferma un ritmo di crescita dell'offerta superiore a quello della domanda. Nell'Oil Market Report (OMR) di ottobre, l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto le proprie stime di domanda e offerta. Nel 2018 la domanda globale di greggio è attesa intorno a 99,2 milioni di barili al giorno (mb/g), da 99,3 mb/g di settembre, in crescita di 1,3 mb/d rispetto al 2017. La domanda dovrebbe crescere di 1,3 mb/g a/a nel 2019 raggiungendo i 100,5 mb/g, 0,3 mb/g in meno rispetto alla stima di settembre. Sul fronte dell'offerta, la

produzione nei paesi non appartenenti all'OPEC è prevista a 60,2 mb/g nel 2018 (+2,2 mb/g a/a, rivista al rialzo da 60,0 mb/g di settembre) e a 61,9 mb/g nel 2019 (+1,7 mb/g a/a, marginalmente in rialzo rispetto al 61,8 mb/g precedente). La produzione non-OPEC dovrebbe quindi crescere a tassi superiori alla domanda nei prossimi anni. Per riportare il mercato in equilibrio l'EIA calcola dunque una produzione OPEC pari a 32,0 mb/g nel 2018 e a 31,6 mb/g nel 2019, entrambe le stime sono state riviste al ribasso da 32,3 mb/g e 31,9 mb/g rispettivamente.

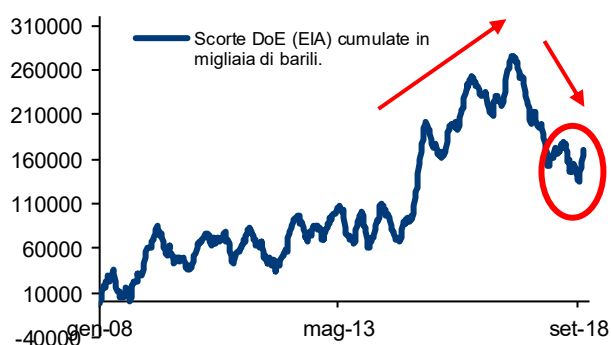
Performance di medio termine

	29.10.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	541,1	1,0	0,1	14,0	17,0
WTI (\$)	67,0	-4,4	-2,2	23,8	11,0
Gas Naturale (\$)	3,2	13,9	15,3	7,4	7,9
Gasolio (\$)	711,5	7,4	8,5	30,0	18,5

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 di 9,9 milioni di barili, nella settimana terminata il 19 ottobre. L'aumento delle scorte USA e l'incremento della produzione OPEC riducono i timori sull'offerta legati all'embargo all'Iran. Anche le scorte EIA, della medesima settimana, hanno visto un incremento superiore all'atteso: 6,34 milioni di barili a fronte di una stima di oltre 3,5 milioni di barili. Il dato viene però migliorato, nel suo segnale al mercato, dal calo più ampio del previsto delle benzine: -4,8 milioni di barili contro attese di -1,4 milioni.

WTI: scorte DoE

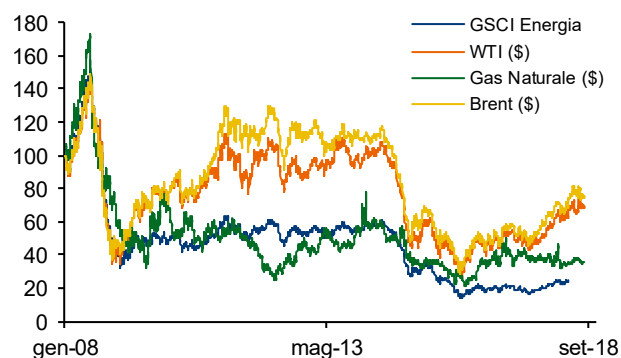


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Gas naturale: consolidamento al ribasso dei prezzi in vista dell'inverno. Nel breve, gli operatori si stanno concentrando principalmente sulle previsioni meteorologiche per il mese di novembre ed è probabile che i prezzi rimangano sotto pressione se le temperature miti si protrarranno. Tuttavia, è attesa un'ondata di freddo intenso nel Midwest USA e in Europa a partire dalla metà di novembre e questo mantiene alte le attese di un rincaro del metano. Nel concreto, però, i prezzi del gas naturale si stanno muovendo lateralmente dato

che gli operatori aspettano di verificare la coerenza delle previsioni meteorologiche prima di prendere posizioni strutturalmente rialziste. 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*. Il gas naturale è, infatti, uno dei più importanti asset statunitensi per l'Unione Europea ed è stato al centro dei colloqui fra Trump e Juncker nell'ultimo loro incontro alla Casa Bianca a fine luglio. Fonti di gas come la Russia, la Turchia, l'Asia Centrale, il Maghreb, risulteranno a breve insufficienti, a causa della crescita dei consumi UE di gas e, quindi, gli Stati Uniti pensano di iniziare a vendere molto del loro LNG (gas naturale liquefatto) anche in Europa, quadro che dovrebbe sostenere il rincaro delle quotazioni prezzi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale, quotazioni in marginale ribasso, prevale l'attesa. Temi immutati sulle materie prime, che restano deboli a causa dei timori di un rallentamento della crescita globale. I prezzi del greggio sono appesantiti dalla debolezza degli indici azionari e dai segnali di aumento dell'offerta, a cui si sommano i dubbi degli operatori circa la futura domanda di petrolio in un contesto di rallentamento globale. Nonostante l'attesa per le sanzioni USA sull'export iraniano che ridurranno l'offerta di petrolio probabilmente dal 4 novembre, il greggio ad ottobre ha perso già oltre l'8%, il maggiore calo da luglio 2016. In conclusione, i fondamentali di domanda e offerta resteranno al centro delle attenzioni degli operatori per i prossimi mesi. Sulle stime di domanda mondiale restano dubbi e si teme una fase di decise revisioni al ribasso, a causa delle crisi nei Paesi Emergenti, a cui potrebbe sommarsi il rallentamento in Europa. Infine, i dubbi sulla crescita dell'offerta OPEC dovuti all'incertezza sul calo della produzione in Venezuela e in Iran favoriscono il consolidamento dei prezzi

in un intervallo elevato, seppur abbastanza stabile. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 78 dollari al barile per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 72 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 74 dollari al barile per il 2019 e a 80 e 75 dollari al barile 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. 29.10.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	67,0	70,1	68,0	69,0	66,1
Brent (\$.)	77,3	78,0	77,0	76,0	72,0
Gas Nat. (\$)	3,2	3,2	3,2	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

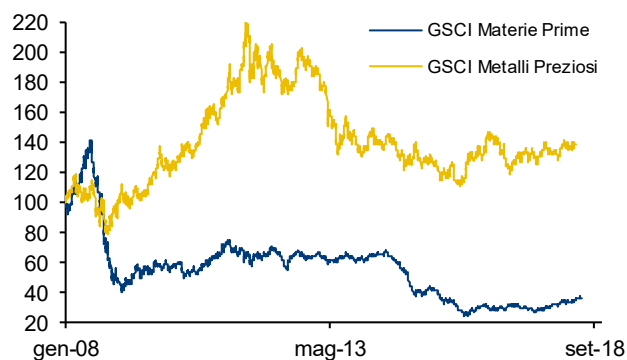
	Valore 4° trim. 29.10.18	1° trim. 2018	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	67,0	72,0	72,7	73,7	75,0
Brent (\$.)	77,3	78,0	80,0	80,0	80,0
Gas Nat. (\$)	3,2	3,2	3,2	2,8	3,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: l'avversione al rischio sostiene le quotazioni dei Preziosi

Le turbolenze sui mercati riportano il comparto poco sopra 1.450. Si interrompe il ribasso dei Preziosi, che sfruttano la ricerca di asset difensivi da parte degli investitori a seguito delle turbolenze sui mercati finanziari, anche se il settore dei metalli preziosi ha registrato complessivamente una perdita nel 3° trimestre del 2018. Dopo settimane in cui sia oro che argento non esercitavano alcun *appeal* nei confronti degli investitori, i dubbi sullo scenario macro globale (in deterioramento) e la volatilità della carta statunitense hanno innalzato l'avversione al rischio. Gli operatori hanno così ripreso a domandare asset rifugio sostenendo le quotazioni dei Preziosi. Trump prosegue nel sostenere che il rialzo dei tassi, ancora uno da qui a fine anno, rischia di frenare l'economia americana, che dovrebbe invece essere supportata dalla Fed. Questo ha dato adito a Trump per un'ulteriore critica sul futuro apprezzamento del dollaro. Tutti i metalli preziosi hanno registrato performance negative da inizio anno, con risultati peggiori per argento e platino ma l'attuale innalzamento dell'avversione al rischio potrebbe migliorare i risultati di tutti i preziosi in questa fase finale del 2018. Sui Preziosi non cambiano i temi di attenzione: a) le tensioni sui mercati legate alla guerra commerciale, che deteriorano il quadro macroeconomico; 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 stanno sostenendo la domanda di asset difensivi; d) l'andamento delle dinamiche dei prezzi globali e i dubbi sul ritorno di un'inflazione vera che non dipenda solo dal rincaro del petrolio.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	29.10.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.745,7	7,4	19,2	-42,9
GSCI Preziosi	1.454,3	-7,8	-7,1	-15,6
Oro (\$)	1226,6	-6,1	-3,4	-9,5
Argento (\$)	14,4	-15,3	-18,6	-37,3
Platino (\$)	834,7	-10,3	-14,9	-43,6
Palladio (\$)	1096,1	2,7	77,7	46,7

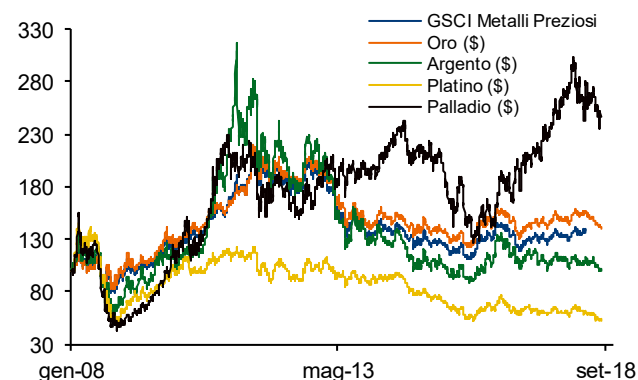
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'avversione al rischio sta supportando Oro e Argento, nonostante nessuna novità da tassi USA e dollaro forte.

L'aumento dei tassi USA e il rafforzamento del dollaro (nonostante il dissenso di Trump) hanno depresso le quotazioni dell'oro e dell'argento fino a qualche settimana fa. L'attuale rialzo dell'avversione al rischio è dovuto invece all'insieme di vari fattori: il deterioramento del quadro macro, le turbolenze in Europa e i dubbi sulla politica americana, in vista delle elezioni di *mid-term* del 6 novembre. La debole performance dell'oro di quest'anno è stata frutto della miscela tra tassi reali USA in rialzo, dollaro forte e mercati azionari in costante rialzo, soprattutto a Wall Street. Ora ci sono tutte le condizioni per un cambio delle dinamiche: i mercati azionari potrebbero invertire la tendenza e gli investitori potrebbero spostare l'attenzione sulle difficoltà USA e sul nuovo allentamento monetario in Cina. Questi fattori potrebbero spingere le quotazioni dell'oro ulteriormente al rialzo, di pari passo con la ricerca di beni rifugio da parte degli investitori. Le quotazioni dell'argento, pur restando deboli, si sono mosse al rialzo in linea con quelle dell'oro, consentendo di migliorare marginalmente la performance del 2018. L'idea di fondo però non cambia: se venisse confermato un quadro favorevole agli asset ciclici, difficilmente l'argento potrà recuperare ulteriori posizioni, ecco perché ci attendiamo quotazioni ancora deboli.

Il quadro su Platino e Palladio. Dopo un'estate che aveva enfatizzato la divergenza fra le quotazioni di platino e palladio, i mesi di settembre e ottobre hanno visto un riallineamento al rialzo dei due metalli. Le tensioni commerciali e le minacce di dazi sulle importazioni di autoveicoli stranieri negli Stati Uniti, sommati alla forza 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 in un intervallo di prezzo simile a quello del 2° trimestre, in area 1.100. L'incremento della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino prosegue e deriva semplicemente dalla dinamica del settore Auto, che vede in costante contrazione le quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il platino è impiegato infatti nei filtri di scarico dei motori diesel, che a tendere usciranno dal ciclo produttivo di autoveicoli privati. Pertanto, mentre continueranno a indebolirsi i fondamentali del platino, il mercato del palladio registrerà il settimo anno consecutivo di mercato in deficit.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore					
	4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020	
Oro (\$)	1.226,6	1.250	1.275	1.300	1.320	
Argento (\$)	14,4	15,0	15,6	15,8	16,0	
Platino (\$)	834,7	840	830	825	820	
Palladio (\$)	1.096,1	1.100	1.125	1.125	1.150	

Fonte: Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.10.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.454,3	-0,5	-7,7	-5,7	-7,8
Oro (\$)	1.226,6	0,3	-6,9	-3,9	-6,1
Argento (\$)	14,4	-7,0	-11,5	-14,2	-15,3
Platino (\$)	834,7	0,5	-7,7	-9,1	-10,3
Palladio (\$)	1.096,1	18,3	13,3	13,4	2,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, anche alla luce del recupero in atto. Partendo dal presupposto che dal prossimo anno lo scenario macroeconomico possa essere meno sfavorevole, il recupero dei Preziosi in atto deriva dalla forte avversione al rischio sui mercati delle ultime settimane. I Preziosi resteranno comunque legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. L'auspicato recupero delle quotazioni, rispetto ai minimi registrati nei mesi estivi, si è infatti puntualmente verificato ed è stato guidato solo marginalmente dal modesto rialzo dell'inflazione nelle principali aree economiche, dovuto al rincaro del petrolio. Un ruolo maggiore è stato svolto invece dall'incremento delle tensioni sui mercati finanziari in un contesto di rischio elevato per le Banche Centrali che stanno, forse con troppo anticipo, irrigidendo le proprie politiche monetarie, sottraendo così liquidità alle piazze finanziarie e favorendo l'insorgere dell'avversione al rischio, che supporta ulteriormente le quotazioni dei Preziosi. In conclusione, la sommatoria di rischi inflattivi (per ora ancora deboli), domanda industriale in scarso rialzo e forti tensioni generalizzate sta sostenendo gli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, supportato dal rialzo in atto, è confermato come Moderatamente Positivo, almeno fino alla fine del 2018.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

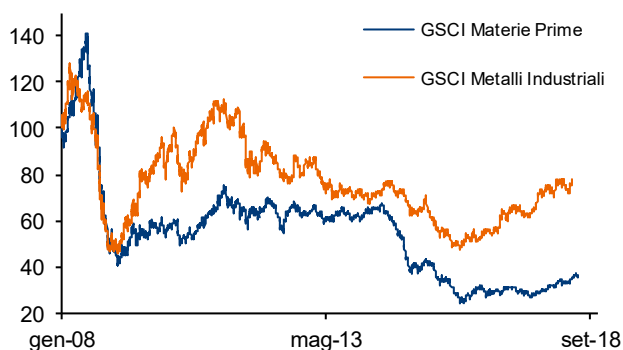
	Valore					
	4° trim. 2018	1° trim. 2019	2° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020	
Oro (\$)	1.226,6	1.225,0	1.275,0	1.260,0	1.275,0	
Argento (\$)	14,4	15,8	16,0	16,1	17,0	
Platino (\$)	834,7	840,0	862,5	935,0	931,3	
Palladio (\$)	1.096,1	1.000,0	992,5	1.010,0	1.036,3	

Fonte: consenso Bloomberg

Metalli Industriali: quadro macro in deterioramento e tariffe frenano i prezzi

Consolidano i Metalli Industriali che risentono di dazi e rallentamento economico generalizzato. Le quotazioni degli Industriali hanno avviato nelle ultime settimane una fase di consolidamento, distante dai minimi di agosto vicini a 1.200 per l'indice del comparto. Questo nonostante l'escalation di tensione tra Stati Uniti e Cina non abbia accennato a diminuire. I dati macroeconomici generali non evidenziano un rallentamento per l'economia americana, mentre indicano solo un consolidamento della crescita del PIL (6,5% in Cina nel 3° trimestre) per quella asiatica, il che condiziona positivamente i fondamentali e dovrebbe favorire una ripresa dei prezzi, che invece scontano al momento una situazione ancora di incertezza e crisi. Il tutto in un periodo dell'anno che solitamente vede movimenti erratici delle quotazioni e il riposizionamento strategico da parte dei fondi d'investimento. Le aspettative degli operatori sono quindi per una dinamica delle quotazioni che a dispetto del recente recupero registrano, in molti casi, scambi schiacciati a ridosso dei minimi di periodo. In conclusione, i metalli di base cercano di riguadagnare il terreno perso, ma la guerra commerciale sembra destinata a rimanere un freno per i mercati nel prossimo futuro. Le tensioni fra USA e Cina si sono propagate anche ai Paesi Emergenti generando una correlazione negativa che potrebbe perdurare ancora. Il nodo chiave restano le elezioni di medio termine previste per il 6 novembre negli Stati Uniti. L'esito delle elezioni ci dirà se l'amministrazione Trump uscirà più o meno rafforzata dal rinnovo del Congresso e, di conseguenza, quanto spazio di manovra avrà e con che forza politica il presidente Trump potrà perseguire le sue battaglie commerciali. Sebbene il quadro negativo descritto sia sostanzialmente legato a fattori esogeni ai Metalli, il comparto resta per gran parte dei suoi componenti in una situazione di deficit. 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.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



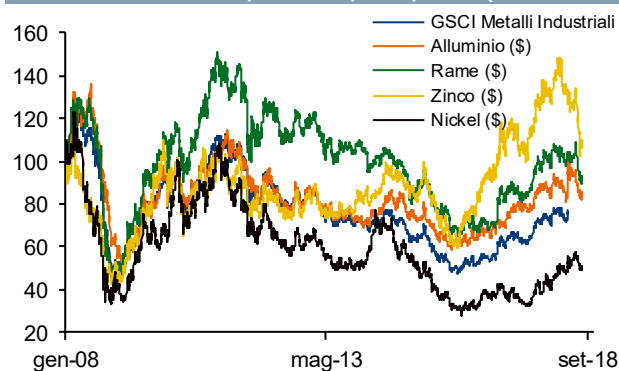
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.10.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.745,7	7,4	19,2	-42,9
GSCI Industriali	1.245,7	-14,0	16,8	-10,4
Rame (\$)	6.160,0	-15,0	27,2	-15,5
Alluminio (\$)	1.984,0	-12,5	15,4	4,8
Zinco (\$)	2.680,5	-19,7	12,1	38,7
Nickel (\$)	11.755,0	-7,9	12,7	-20,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina: dazi e chiusure programmate in vista dell'inverno. Se guardiamo ai movimenti del paniere dei Metalli Industriali a Londra, vediamo come l'indice LME sia calato del 15% da quando, ai primi di giugno, sono stati introdotti i dazi contro la Cina. Gli operatori sui metalli hanno deciso scientemente di ignorare i fondamentali specifici del comparto, spaventati dagli effetti della guerra commerciale, e di porre solo quest'ultima componente al centro delle proprie scelte di investimento. Il tutto in vista della cosiddetta Fase III, che colpirà 267 miliardi di dollari di importazioni americane dalla Cina, visto che le trattative fra USA e Cina non stanno minimamente progredendo. Questa volta, i beni colpiti saranno soprattutto quelli più orientati al consumatore e con ogni probabilità ci sarà uno shock politico negativo, in termini di consenso, in Cina. Tutto questo si sta verificando prima dell'inverno, che vedrà la Cina ancora impegnata nel suo piano di chiusure invernali di molti impianti siderurgici, volto a preservare la qualità dell'aria, a risparmiare energia e a consentire un miglioramento della qualità della vita della popolazione dal punto di vista ambientale. Il Governo cinese ha infatti approvato un nuovo piano triennale (2018-2020) per la riduzione dell'inquinamento, soprattutto atmosferico, rafforzando il percorso di maggior sensibilità ecologica avviato con la presidenza di Xi Jinping a fine 2012. In realtà gli sforzi fatti dalla Cina nella lotta contro l'inquinamento sarebbero superficiali. È quanto emerge da un'inchiesta del Ministero dell'Ambiente cinese che accusa 4 regioni di aver falsificato la conformità agli standard imposti dal Governo. Nel mirino

sarebbero finite le province di Henan e Yunnan, così come la regione del Guangxi e parti della provincia del Guangdong vicino a Hong Kong. Va inoltre ricordato che in particolare la provincia di Henan fa parte del distretto siderurgico più grande della Cina ed è una delle zone dove le chiusure degli impianti rischiano di provocare il maggior dissenso da parte dei lavoratori, costretti a una sorta di cassa integrazione a causa del fermo macchine. Nonostante il precedente mancato rispetto delle norme, il piano antismog invernale partirà nuovamente in Cina; al centro dei provvedimenti ci saranno ancora una volta Pechino, il porto di Tianjin e le regioni, altamente industrializzate, del Nordest della Cina, come Hebei e Shandong. Questa volta, le amministrazioni locali dovranno garantire un taglio del consumo di carbone del 10% entro il 2020. Le aziende metallurgiche vedranno un limite nella produzione di acciaio e alluminio. La regione dell'Hebei, in particolare, limiterà la capacità produttiva a 200 milioni di tonnellate fino al 2020 (contro, ad esempio, i 286 milioni del 2013). Resta il timore che gli imprenditori possano essere orientati a spostare le proprie attività nel Sudest asiatico (Malaysia e Thailandia su tutti), dove i governi non hanno ancora adottato limitazioni così stringenti come quelle cinesi. Sappiamo però che il potere di convincimento del Governo centrale sarà in grado, come successe lo scorso inverno, di dissuadere i soggetti dal porre in atto comportamenti dannosi per l'economia cinese. Rimane comunque la preoccupazione che, viste la crisi e le tensioni sul comparto dei metalli, il piano di chiusure concordato possa essere meno ferreo dello scorso anno, evento che avrebbe un impatto negativo sulle già depresse quotazioni dei metalli. Viceversa, un ferreo rispetto delle chiusure concordate potrebbe portare effetti positivi sui prezzi dei metalli, amplificando il deficit già esistente di prodotti lavorati.

Cina: rallenta ancora la crescita nel 3° trimestre, non si escludono interventi fiscali a supporto dell'espansione. Nel 3° trimestre il PIL cinese è salito di 6,5% a/a, in calo da 6,7%. Si conferma dunque il trend di rallentamento del gigante asiatico. Tra le fonti di incertezza continuano a prevalere, sul fronte estero, le tensioni con gli Stati Uniti: i rapporti tra i due governi restano freddi e non sembrano, almeno per il momento, emergere segnali di riavvicinamento. Sul fronte interno, invece, i più recenti dati economici dipingono un quadro variegato con produzione industriale e vendite al dettaglio in decelerazione ma tassi ancora positivi e investimenti in lieve recupero. Le autorità di Pechino non hanno inoltre escluso un allentamento delle politiche finalizzate a controllare l'espansione creditizia e hanno ipotizzato nuove manovre espansive per favorire i consumi e stimolare la crescita domestica. Sul fronte del **commercio internazionale**, le esportazioni sono avanzate di 14,5% a/a nel mese di settembre, in accelerazione da 9,1% a/a di agosto grazie al deprezzamento del renminbi, che ha contrastato l'effetto dei dazi statunitensi, ormai a pieno regime, e una minore domanda globale. In crescita, ma su ritmi inferiori

rispetto ai mesi precedenti, le importazioni, registrate in aumento di 14,3% a/a da 19,9% precedente a causa della correzione dei prezzi delle materie prime e di uno sfavorevole effetto statistico sull'anno. Sono state proprio le importazioni a risentire di più della guerra commerciale con Washington: nel 3° trimestre il flusso commerciale dagli USA alla Cina ha rallentato a +4% a/a da +13,6% a/a dei tre mesi precedenti. Le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno invece accelerato a +12,9% a/a da +11,3% a/a del 2° trimestre dell'anno grazie a dinamiche valutarie che favoriscono i prodotti cinesi. Nel complesso, però, si prevede un rallentamento del commercio estero nei prossimi mesi, come peraltro segnalato dai dati sugli ordinativi esteri provenienti dagli indicatori anticipatori. Le rilevazioni dell'Istituto Caixin relative al mese di settembre hanno infatti visto il proseguimento della decelerazione dell'indice PMI manifatturiero a 50,0 da 50,6 precedente, al quarto mese di calo. L'indice relativo ai servizi segnala invece una domanda interna ancora positiva e si attesta in recupero a 53,1 dopo il minimo di 51,5 toccato in agosto. La **produzione industriale** è rallentata a 5,8% a/a in settembre da 6,1% a/a di agosto, mentre gli investimenti fissi sono avanzati marginalmente a 5,4% a/a da 5,3% a/a precedente, rimanendo comunque su tassi di crescita modesti rispetto agli standard dell'economia cinese. Nello specifico, si è verificata una stabilizzazione degli investimenti infrastrutturali e un'accelerazione di quelli nel settore manifatturiero, che hanno compensato una marginale decelerazione dell'attività nel settore immobiliare. Le vendite al dettaglio di beni di consumo hanno rallentato a 6,4% a/a da 6,6% a/a precedente in termini reali, sulla scia di minori vendite di automobili, mentre in termini nominali sono state registrate in crescita di 9,2% a/a da 9,0% a/a per effetto di una maggiore inflazione. La dinamica di crescita cumulata da inizio anno è rimasta stabile a 9,3%, ma instradata su un trend di progressivo rallentamento.

Cina: crescono ancora i prezzi delle case. I prezzi delle case nuove crescono di 1,0% m/m nel mese di settembre, in moderato rallentamento da 1,5% m/m del mese precedente. La variazione su base annua è però consistente e in continua crescita a 9% a/a da 8% a/a precedente. In accelerazione anche i prezzi delle case esistenti, che nel mese di settembre sono stati registrati in incremento annuo di 6,9% a/a da 6,2% a/a di agosto. Si conferma dunque un mercato in surriscaldamento, con il Governo che ha già espresso la volontà di modificare la normativa fiscale (a partire dal 2020) nel tentativo di correggere le distorsioni presenti e ridurre le speculazioni immobiliari.

Cina: l'inflazione resta in crescita. Le rilevazioni per il mese di settembre hanno registrato un'inflazione in crescita a 2,5% a/a da 2,3% a/a di agosto, trascinata ancora una volta dai prezzi dei beni alimentari, mentre rallentano le pressioni provenienti dalle altre componenti. Sul fronte dei **prezzi alla produzione**, l'indice PPI cresce di 3,6% a settembre da 4,1% a/a, sospinto prevalentemente dal rincaro del petrolio e dalla componente

alimentare. 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. Sul fronte della politica monetaria, la PBoC ha infatti annunciato un taglio del coefficiente di riserva obbligatoria di 100 punti base nelle scorse settimane al fine di liberare fondi per circa 1200 miliardi di yen. Va aggiunto che la Banca centrale si è lasciata aperta la possibilità di un ulteriore taglio del coefficiente di riserva obbligatoria entro fine anno, mantenendo però invariati il tasso repo a 7 giorni e i tassi ufficiali, a meno di inaspettati peggioramenti dello scenario economico.

Rame: se la domanda cinese dovesse aumentare si amplificherebbero le tensioni sui prezzi. Le quotazioni del rame hanno recuperato quasi 500 dollari rispetto ai minimi registrati ad agosto (area 5.800), toccando un massimo a 6.251,50 dollari per tonnellata (a metà settembre). Il movimento al rialzo del metallo è favorito da un rafforzamento dell'euro contro il dollaro, anche se la vera motivazione alla base delle ricoperture delle posizioni ribassiste è la necessità degli operatori di coprirsi dai rischi di movimenti al rialzo delle quotazioni. Da segnalare poi la pubblicazione di dati sulle scorte ufficiali di Shanghai in discesa di oltre 20.000 tonnellate, una contrazione significativa che conferma il trend positivo dei consumi cinesi. Nonostante il timore di un rallentamento economico cinese, il mercato del rame rimane in deficit di 45.000 tonnellate; la stessa BHP Billinton prevede un aumento della domanda di rame che potrebbe essere pari a 1,6 milioni di tonnellate (7% della domanda annuale). Se la domanda cinese dovesse continuare a crescere, lo scorporo tra domanda e offerta potrebbe ampliarsi, generando ulteriori pressioni sui prezzi.

Alluminio: i casi Norsk Hydro e Rusal al centro del comparto. Uno dei temi che ha interessato maggiormente il mercato dell'alluminio sembra risolversi, ovvero la norvegese Norsk Hydro ha siglato una serie di accordi in Brasile consentendo alle autorità giudiziarie di sbloccare l'attività di Alunorte, la più grande raffineria di allumina del mondo. Dal febbraio di quest'anno l'impianto aveva dimezzato la produzione a causa del mancato rispetto delle norme ambientali. La vicenda aveva contribuito a creare forti tensioni sui prezzi della materia prima da cui si ricava l'alluminio. La ripresa delle forniture da Alunorte non basterà tuttavia a colmare del tutto le carenze di allumina anche perché il ritorno a pieno regime dell'impianto non sarà immediato e potrebbero servire mesi per riavviare il 100% della capacità. Non a caso, l'amministratore delegato di Norsk Hydro ha dichiarato di aspettarsi un deficit nel mercato dell'alluminio il prossimo anno. Restano quindi molte incognite, in primis i tagli di produzione in Cina legati al piano antimog invernale. Senza dimenticare il caso Rusal, viste le difficoltà nel rifornirsi dalla società russa, se non verranno revocate le sanzioni USA. Per ora il gigante dell'alluminio ha guadagnato un altro mese di tempo dagli Stati Uniti. Le

sanzioni slittano di nuovo, dal 12 novembre al 12 dicembre; il Dipartimento del Tesoro USA ha spiegato che Rusal ha fornito modifiche sostanziali della *governance*, allontanandosi dal magnate russo Oleg Deripaska, sospettato di attività anti-americane e destinatario delle sanzioni, ottenendo così la proroga di un mese. Nel concreto, ci sarà semplicemente più tempo per tagliare le relazioni commerciali col gruppo russo, nell'ipotesi che risulti effettivamente necessario. Un altro aspetto infatti da non sottovalutare è quello politico, legato alle scelte di Trump. Questa dilatazione delle tempistiche allontana ulteriormente l'ipotesi di annullamento delle sanzioni a Rusal dalle fondamentali elezioni di *mid-term*, che si terranno il 6 novembre negli Stati Uniti. Il mercato infatti non esclude che alla fine, visto il disagio eccessivo creato sull'alluminio dalla minaccia di sanzioni a Rusal, gli Stati Uniti possano decidere delle sanzioni più blande se non addirittura annullarle in toto.

Nickel: fondamentali ancora positivi, ma restano i timori sulle Filippine. Il nickel ha toccato i minimi a ottobre, scendendo a 12.330 dollari a tonnellata (23 ottobre). Un andamento anomalo, dal momento che le scorte di nickel sono ai minimi da cinque anni e questo fattore dovrebbe sostenere i prezzi. Infatti, i magazzini del London Metal Exchange (LME) avevano circa 400.000 tonnellate di nickel lo scorso anno, mentre ora le scorte ammontano a sole 220.000 tonnellate, in progressiva discesa. Sul mercato permane inoltre il rischio di ulteriori limiti al settore minerario per motivi ambientali nelle Filippine, tema che ormai accompagna la politica del maggior produttore di nickel del mondo da almeno 3 anni. Si prevede dunque un prezzo per il nickel intorno a 13.500 dollari (da 14.000 della nostra precedente stima) nel 4° trimestre e 15.000 nel 2019.

Zinco: mercato ancora in deficit, non mancano spunti per un possibile recupero. Le scorte di zinco a garanzia nei magazzini dell'LME sono scese sotto le 100.000 tonnellate, a settembre, dalle quasi 240.000 tonnellate registrate nel mese di agosto e sono vicine ai minimi a 10 anni. Il mercato globale dello zinco ha registrato un deficit di 292.000 tonnellate nei primi otto mesi dell'anno; come si evince dal report dell'International Lead Zinc Study Group (ILZSG), ad agosto il disavanzo era di 76.200 tonnellate. La produzione cinese di zinco a settembre è diminuita del 10,1% su base annua a 456.000 tonnellate, in parte a causa dell'inizio delle chiusure invernali. La Cina rappresenta quasi la metà della produzione mondiale di zinco raffinato per un ammontare di circa 13,5 milioni di tonnellate. È anche il più grande consumatore del metallo. Alla luce di questo scenario, prevediamo un recupero dello zinco con un prezzo medio di 2.625 dollari nel 4° trimestre e di 2.800 dollari per l'intero 2019.

Performance di medio termine					
	29.10.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.245,7	-3,5	-11,2	-9,7	-14,0
Rame (\$)	6.160,0	-1,4	-9,5	-10,3	-15,0
Alluminio (\$)	1.984,0	-5,3	-12,0	-8,3	-12,5
Zinco (\$)	2.680,5	0,9	-14,3	-17,0	-19,7
Nickel (\$)	11.755,0	-15,2	-13,9	0,7	-7,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo ma permangono dubbi e timori sul quadro macroeconomico globale. Continuano le tensioni commerciali, ora in modo trasversale fra le economie e non più solo fra USA e Cina, col forte coinvolgimento anche delle economie emergenti e delle loro valute. Nel breve periodo non scartiamo l'idea che possano svilupparsi forti pressioni al ribasso, derivanti dai rischi commerciali e dal sentiment di mercato negativo. Resta l'idea che ci possa essere un moderato recupero sul finale del 4° trimestre, dettato da una maggiore attenzione per i fondamentali dei singoli metalli, che anche questo mese sembrano aver mantenuto la loro connotazione positiva. Questa previsione ci consente di riconfermare, con prudenza, un Outlook Moderatamente Positivo. Il recupero dei Metalli Industriali dovrà però attendere l'allentamento delle preoccupazioni macroeconomiche e politiche nei Paesi Emergenti. Resta infine l'ostacolo delle *mid-term elections* americane del 6 novembre; pensiamo però che difficilmente nuove sanzioni saranno annunciate, indipendentemente dal risultato politico ottenuto da Trump.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali					
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.10.18	2018	2019	2019	2020
Rame (\$)	6.160,0	6.450	6.600	6.850	6.895
Alluminio (\$)	1.984,0	2.100	2.100	2.113	2.175
Zinco (\$)	2.680,5	2.704	3.369	2.750	2.955
Nickel (\$)	11.755,0	13.550	12.500	13.650	13.676

Fonte: consenso Bloomberg

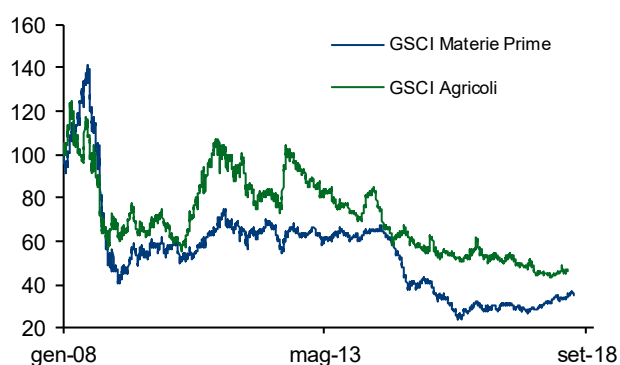
Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali					
	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	29.10.18	2018	2019	2019	2020
Rame (\$)	6.160,0	6.400	6.400	6.500	7.000
Alluminio (\$)	1.984,0	2.200	2.300	2.400	2.400
Zinco (\$)	2.680,5	2.625	2.700	2.800	2.900
Nickel (\$)	11.755,0	13.500	14.500	15.000	16.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: tensione a causa delle tariffe, possibile ripresa nel 2019

Agricoli ancora depressi dalle tensioni commerciali. Nel corso dell'estate gli Agricoli hanno registrato una forte volatilità che è sfociata nei minimi di comparto (area 340) in settembre. Le pressioni ribassiste si sono concentrate principalmente sui prezzi della soia e del mais, che hanno corretto al ribasso perché influenzati dall'introduzione delle tariffe cinesi sulle importazioni di beni agricoli dagli Stati Uniti. La breve ripresa delle quotazioni di ottobre non sembra sufficiente per cambiare la nostra opinione sul comparto. Permangono i rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica di quei Paesi esposti al comparto degli Agricoli. Rafforziamo pertanto il nostro elenco di temi da monitorare: 1) le condizioni meteo in relazione alla produzione agricola mondiale per l'anno prossimo, 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, specie in vista delle elezioni di *mid-term* del 6 novembre, quando sarà interessante capire i rapporti di forza in seno al Congresso per stabilire quanto l'Amministrazione Trump voglia proseguire su questa strada.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



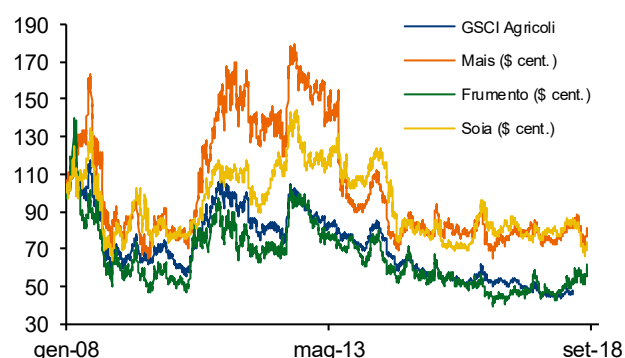
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var. %	Var. %
	29.10.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.745,7	7,4	19,2	-42,9
GSCI Agricoli	358,6	-5,6	-21,7	-43,8
Mais (\$ cent.)	366,8	4,6	3,3	-14,8
Frumento (\$ cent.)	507,3	18,8	24,2	-24,9
Soia (\$ cent.)	839,0	-11,8	-16,2	-34,8
Cotone (\$ cent.)	77,2	-1,9	9,0	-0,9
Cacao	2195,0	16,0	-20,4	-17,5
Zucchero	13,5	-10,9	-39,1	-26,8
Caffè (arabica)	114,3	-9,5	-31,0	6,8
Caffè (robusta)	1668,0	-2,7	-23,8	12,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di ottobre: prospettive in miglioramento per gli agricoli, si confermano deboli i fondamentali per la soia. Il rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha rivisto le stime riguardanti i fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19. Le scorte globali di **frumento** sono attese in contrazione a 260,2 milioni di tonnellate (mt) nel 2018-19 da 274,9 mt del 2017-18. Le stime sono state però riviste al rialzo da 261,3 mt calcolate a settembre. Previsti in crescita anche i consumi, a 745,6 mt, dato rivisto al ribasso dai 746,1 mt stimati a settembre, rispetto a 741,2 mt della stagione precedente. Revisione al ribasso di 2,1 mt anche per la produzione che, nel 2018-19, dovrebbe calare a 730,9 mt da 758,7 mt dello scorso anno. Nel complesso il rapporto riserve/consumi dovrebbe quindi restare stabile a 35% come nel 2017-18, in linea con le stime di settembre. Previste in calo anche le scorte internazionali di **mais** a 159,4 mt nel 2018-19 (riviste peraltro al rialzo da 157,0 mt di settembre) da 198,2 mt del 2017-18, sulla scia di una domanda superiore all'offerta. Si prevede infatti una produzione di mais intorno a 1068,3 mt (in marginale ribasso da 1069,0 mt di settembre), da 1034,2 mt della scorsa stagione, contro una domanda in crescita a 1107,2 mt (in rialzo da 1106,1 mt della stima precedente) da 1063,8 mt del 2017-18. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi scendere a 14,4% rispetto a 18,6% del 2017-18, anche se in lieve rialzo dal 14,2% stimato a settembre. Rimangono deboli le dinamiche di domanda e offerta per la **soia**, con un rapporto riserve/consumi in crescita a 31,7% (al di sopra del 30,7% stimato a settembre) da 28,7% del 2017-18, a fronte di scorte previste in crescita e di un raccolto superiore alla domanda di consumo. Le scorte globali di soia dovrebbero infatti salire a 110,0 mt nel 2018-19 (riviste al rialzo da 108,3 del rapporto di settembre) da 96,7 mt della scorsa stagione. I fondamentali deboli sono confermati anche dall'ennesima revisione al rialzo delle stime sulla produzione a 369,5 mt da 369,3 mt di settembre; nella stagione 2017-18 la produzione si era fermata

a 337,5 mt. Invariate rispetto a settembre le stime relative alla domanda: dovrebbe attestarsi a 353,0 mt da 336,8 mt dell'annata precedente.

Performance di medio termine					
	29.10.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	358,6	-5,0	-5,0	-5,0	-5,6
Mais (\$ cent.)	366,8	-0,1	-6,6	5,2	4,6
Fruento (\$ cent.)	507,3	-7,2	-1,0	19,4	18,8
Soia (\$ cent.)	839,0	-4,1	-19,2	-13,7	-11,8
Cotone (\$)	77,2	-14,2	-8,9	12,4	-1,9
Cacao	2.195,0	-1,7	-23,0	3,8	16,0
Zucchero	13,5	24,1	20,3	-7,7	-10,9
Caffè (arabica)	114,3	3,4	-5,1	-9,8	-9,5
Caffè (robusta)	1.668,0	0,9	-3,4	-16,0	-2,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Mais: pesano le tensioni commerciali fra USA e Cina. Come già detto, dal mese di luglio la Cina ha iniziato l'imposizione del dazio del 25% sulle importazioni di cereali dagli Stati Uniti, azione di evidente rappresaglia nei confronti delle tariffe imposte dal Governo americano sui beni prodotti in Cina ed esportati in USA. Questo non ha impedito però al mais di recuperare dai minimi di luglio, ribaditi a settembre, sotto 340 e riportarsi in area 370. 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.

Fruento: si conferma l'impatto minore dai dazi cinesi, consolida in area 500. Anche se, come soia e mais, il frumento appare inserito nella lista dei beni agricoli su cui la Cina intende rivalersi, il grano sta subendo un impatto minore dai dazi cinesi e questo gli ha consentito di consolidare in area 500. Nella stagione 2018-19 il mercato mondiale di frumento è stimato in deficit per la prima volta da sei anni a questa parte, a causa dei danni dovuti alle ondate di caldo e siccità nell'Unione Europea, in Russia e Australia, mentre i consumi dovrebbero comunque aumentare. Alla luce di questo scenario stimiamo un prezzo medio di 500 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 e 490 centesimi per l'intero 2019, anche perché le scorte mondiali restano di gran lunga al di sopra della media storica.

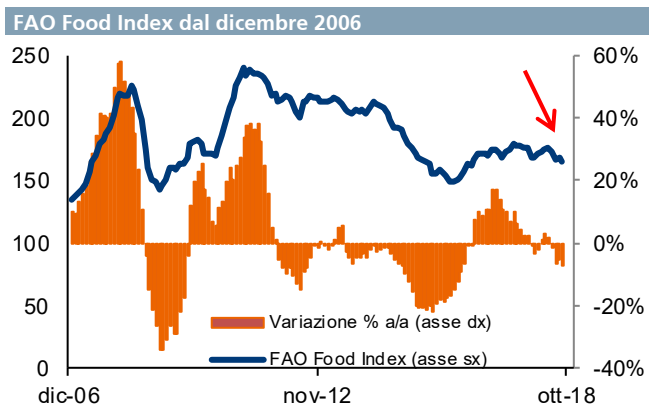
Soia: le tariffe cinesi rischiano di influenzare le elezioni di mid-term in USA. La soia resta la commodity agricola più colpita dalla rappresaglia cinese nei confronti dei dazi americani. La Cina, infatti, è il primo consumatore al mondo di soia e ha importato l'88,7% del suo fabbisogno nel 2017-2018, mentre il consumo totale ammonta a 106 milioni di tonnellate. A causa della guerra commerciale, la Cina ha imposto tariffe del 25% sui germogli di soia e sul mais. La decisione ha avuto un forte impatto sugli agricoltori del Midwest, che alle elezioni di metà mandato del 6 novembre potrebbero fare una scelta diversa da quella repubblicana, minando la forza dell'Amministrazione Trump. In termini di milioni di dollari,

solo gli aerei rappresentano un'esportazione più significativa verso la Cina: questo fa capire il peso di questo comparto nell'economia USA. Durante una visita allo stato dell'Iowa, Trump ha promesso che sarà possibile utilizzare benzina con più etanolo. Se i contadini si sono sentiti rassicurati sul fatto che la soia prodotta in eccesso e non più destinata al mercato alimentare cinese possa finire nel ciclo della produzione dei carburanti, consensi inferiori sono stati espressi dall'industria del petrolio. Secondo il progetto di Trump, comunque, le raffinerie potranno comprare e vendere crediti per usare l'etanolo da mescolare alla benzina, meccanismo che dovrebbe evitare di scaricare ulteriore pressione sul comparto petrolifero, costretto ad assorbire la sovrapproduzione di etanolo derivante dalla soia in eccesso. Alla luce di questo quadro, pensiamo a un prezzo medio della soia di 860 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2018 (dai precedenti 830) e 900 centesimi per l'intero 2019.

FAO: cala l'indice dei prezzi alimentari a settembre, in aumento le scorte dei cereali di base. Nel mese di settembre i prezzi delle materie prime agricole sono scesi di 1,4% m/m (-7,4% a/a), a fronte di un aumento delle scorte dei cereali di base. L'indice dei **prezzi dei cereali** è stato infatti registrato in calo di 2,8%, indebolito dall'ingente produzione di mais negli USA. Prosegue il calo anche per i **prezzi del riso**, così come per quelli del grano, che hanno risentito della maggiore attività in Russia. Si confermano in contrazione anche i **corsi degli oli vegetali** che, all'ottavo mese di declino, registrano un'ulteriore flessione di 2,3%, ai minimi da tre anni. Il comparto risente delle ampie scorte di olio di palma, che spingono il prezzo al ribasso del 25% su base annua. Quarto mese consecutivo di calo anche per i **prodotti lattiero-caseari** che a settembre scendono di 2,4% m/m. Esprimono solo una marginale correzione i prezzi della carne. In crescita di 2,6% m/m lo zucchero, con pressioni al rialzo provenienti dalla siccità in Brasile e da una stagione dei monsoni al di sotto delle attese in Asia. Nel complesso però la variazione sull'anno rimane negativa, in calo del 21%.

FAO: riviste al rialzo le stime per la produzione di cereali nel 2018. La FAO prevede un raccolto mondiale di cereali di 2.591 milioni di tonnellate (mt) nel 2018, al rialzo rispetto alle stime precedenti ma comunque inferiore del 2,4% rispetto al 2017. Il clima particolarmente secco dovrebbe limitare i raccolti di grano in Australia e Canada, che potrebbero essere però compensati dalle produzioni algerine e russe. Per quanto riguarda invece il mais, la produzione record negli USA dovrebbe più che compensare le revisioni al ribasso sui raccolti russi. Infine, la produzione di riso, spinta dalle piantagioni asiatiche, è stimata in crescita di 1,3%, andando a superare persino i massimi toccati lo scorso anno. La stagione 2018-19 dovrebbe concludersi con scorte in calo del 7%, a 751,3 mt, a causa dei prelievi in Russia e UE. Complessivamente il commercio globale di cereali è previsto rallentare di 1,0% nella stagione 2018-19, a 417 mt. Nello specifico è il commercio di

grano e riso che dovrebbe contrarsi, mentre quello di mais potrebbe accelerare.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Focus Zucchero: Brasile ed Europa al centro del comparto. Il mercato dello zucchero ha visto un deciso rialzo delle quotazioni nel mese appena trascorso. Il comparto risente però di alcune dinamiche in Brasile ed in Europa. **Brasile:** il report quindicinale di UNICA Group evidenzia un marcato calo nella produzione di zucchero del Brasile a settembre. Nella seconda metà del mese la produzione di zucchero è stata infatti quantificata da UNICA in 1,28 milioni di tonnellate, volume che sottende un calo del 55% rispetto allo stesso periodo del 2017; in calo del 19,8% la produzione di etanolo, che si attesta a 1,63 miliardi di litri. Sempre durante la seconda metà di settembre la percentuale di canna da zucchero dedicata alla produzione di biocarburante risulta pari al 66,9%, un aumento significativo rispetto al 53,4% della stagione precedente. Tra il primo aprile ed il primo ottobre la quantità di canna lavorata è stimata in 457,93 milioni di tonnellate, in calo del 2,3% rispetto alla stagione precedente, quando vennero lavorate 468,67 milioni di tonnellate di prodotto. Nel medesimo periodo, la produzione di zucchero è stimata da UNICA in 22,27 milioni di tonnellate, volume che evidenzia un netto calo rispetto ai 29,34 milioni di tonnellate prodotti nel 2017; in crescita del 51,9% la produzione di etanolo a 24,4 miliardi di litri. Infine, il Governo brasiliano ha fatto ricorso all'Organizzazione mondiale del commercio (WTO) contro la Cina per le tariffe doganali aggiuntive imposte sullo zucchero. **Europa:** 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: Costa d'Avorio e Ghana comunicano le stime di raccolta e prezzi del cacao. Costa d'Avorio e Ghana (i due stati africani confinanti che pesano per il 60% della produzione globale di cacao) hanno annunciato, come da tradizione, il prezzo che sarà corrisposto ai coltivatori locali in cambio del

prodotto. In passato il prezzo corrisposto dal Ghana era nettamente più alto rispetto a quello della Costa d'Avorio, e questo aveva favorito un incremento delle attività di commercio illegale (contrabbando), portando ad una eccessiva destabilizzazione del mercato. Nel corso degli ultimi due anni, il mercato è stato caratterizzato da una fase di surplus. Quest'anno, invece, le dinamiche di domanda ed offerta evidenziano come la richiesta in aumento compenserà i raccolti abbondanti, producendo così un lieve deficit che, secondo un sondaggio a cura di Bloomberg, si attesterà a circa 50.000 tonnellate nel corso della stagione 2018 - 2019. Le stime sulla produzione non mostrano importanti scostamenti rispetto al raccolto precedente: la Costa d'Avorio registrerà probabilmente un raccolto di circa 2 milioni di tonnellate, il Ghana una produzione di circa 877.000 tonnellate, entrambe in linea con la stagione precedente. Sul fronte meteo, i coltivatori di Ghana e Costa d'Avorio appaiono soddisfatti delle condizioni meteorologiche, contraddistinte da un buon mix di pioggia e sole in grado di favorire lo sviluppo delle colture. Le previsioni per il 2019 (che vedono una combinazione meteo data dalla possibile formazione del fenomeno de El Niño e venti di Harmattan potenzialmente intensi) restano ancora un fattore di rischio per i raccolti. Va detto che, con l'avvicinarsi del fine anno, molte case di previsione meteo hanno lasciato intendere che ridurranno, nei loro scenari di previsione, le probabilità che si generi il fenomeno de El Niño e questo ha contribuito a smorzare le attese di impennata delle quotazioni del prodotto. Infine, resta alta l'attenzione per la robustezza finanziaria degli operatori del settore. L'industria del cacao sta ancora scontando la devastante crisi economica palesatasi nella stagione scorsa, quando l'insolvenza di Saf-Cacao, in Costa d'Avorio, mise in crisi anche gli operatori più solidi. A tal proposito, il Conseil du Cafe-Cacao della Costa d'Avorio (l'organo che presiede e regola il comparto del cacao nel Paese), ha deciso di negoziare esclusivamente con coltivatori che rispettino i parametri fissati dal Governo. Quest'ultimo ha introdotto criteri più rigidi per l'assegnazione dei finanziamenti e ha inasprito le garanzie per gli operatori del settore, in un contesto che vede le banche perdere potere di contrattazione con i singoli coltivatori o trasformatori del cacao.

Focus Cotone: gli uragani nel Sud degli Stati Uniti potrebbero incidere sulla produzione di cotone. Tra agosto e ottobre il future sul cotone ha evidenziato un ampio movimento ribassista, passando da area 90 dollari a poco sopra i 75 dollari, per poi consolidare in area 80 dollari. Il tema di queste ultime settimane, che potrebbe ricreare un po' di tensione rialzista sulle quotazioni del cotone, è quello relativo agli uragani nel Sud degli Stati Uniti. Circa quattro milioni di acri di terreno sono stati distrutti dall'uragano Michael in Florida e Georgia. Il prezzo delle perdite per i due Stati nel solo legname è stimato a USD 2,3 miliardi complessivamente. Nella sola Georgia, le perdite nel settore agricolo supereranno probabilmente i 4 miliardi di dollari, secondo i primi dati

prodotti dal Dipartimento dell'Agricoltura USA. Proprio in Georgia erano attesi alti raccolti di cotone, prima dell'uragano Michael. Il Dipartimento dell'Agricoltura stima che le perdite di cotone saranno comprese tra i 300 e gli 800 milioni di dollari, a seconda di ciò che potrà essere raccolto dai campi danneggiati o distrutti. Infine, secondo l'Institute of Food and Agricultural Sciences dell'Università della Florida, circa il 90% del raccolto di cotone della Florida è rimasto nei campi quando Michael ha colpito e potrebbe essere stato quindi potenzialmente distrutto nella sua interezza. Questo quadro, come detto, potrebbe portare ad una riduzione della produzione USA di cotone che potrebbe scaricarsi anche sulla dinamica globale dei prezzi, premendo al rialzo sulle quotazioni del cotone.

Focus caffè: la forza del real spinge i prezzi al rialzo. Le quotazioni del caffè, dopo aver raggiunto un picco nel 2014, si sono dimostrate particolarmente volatili e sensibili alle dinamiche valutarie. In particolare la varietà arabica ha risentito della debolezza del real brasiliano fino a raggiungere il prezzo, ai minimi dal 2005, di 92 dollari a contratto a settembre di quest'anno, prima di registrare una netta inversione di tendenza mettendo a segno, in meno di un mese, un guadagno di oltre il 30%. La maggiore spinta al rialzo sembrerebbe provenire dalla forza relativa della valuta brasiliana, che ha beneficiato delle dinamiche politiche interne: la vittoria di Jair Bolsonaro, il candidato dell'estrema destra, ha infatti spinto al rialzo il real brasiliano sia contro euro che contro dollaro. Se si dovesse verificare un ulteriore apprezzamento del real nei prossimi mesi, i corsi del caffè ne potrebbero senz'altro beneficiare. Per quanto riguarda invece la produzione, secondo le stime di settembre del Coffee Board of India i coltivatori indiani hanno subito perdite per oltre 82.000 tonnellate a causa delle forti piogge e delle inondazioni che hanno colpito i due stati indiani dove si concentra la produzione, con possibili effetti negativi anche nei prossimi anni.

Ribadiamo l'Outlook Neutrale. Non accennano a diminuire le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Lo stallo nelle trattative ha di fatto confermato come alle tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio (50 miliardi di dollari, di pari entità rispetto ai maggiori dazi USA) si siano sommate anche quelle entrate in vigore il 24 settembre (pari a 60 miliardi di dollari), senza che nessuna soluzione sia stata trovata. Le ritorsioni cinesi, attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi, sono scontate dal mercato: questo ha provocato un leggero recupero delle quotazioni dai minimi di settembre. Rafforziamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni. 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, che difficilmente potranno essere riassorbiti dal sistema nel corso di una sola annata agricola. Confermiamo invece la nostra

cautela sull'ammontare del recupero dei prezzi per questo finale di 2018.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	29.10.18	2018	2019	2019	2020	
Mais (\$ cent.)	366,8	370,0	380,0	390,0	393,5	404,1
Fruento (\$ cent.)	507,3	531,5	522,5	482,5	490,0	480,0
Soia (\$ cent.)	839,0	865,4	890,0	950,0	925,0	977,5
Cotone (\$)	77,2	83,1	80,0	75,0	80,0	81,5
Cacao	2.195,0	2.288	2.400	2.558	2.450	2.525
Zucchero	13,5	11,0	11,7	12,3	12,1	12,0
Caffè (arabica)	114,25	115,0	125,2	106,0	115,0	115,0
Caffè (robusta)	1.668,0	1.535	1.535	1.535	1.730	1.785

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	
	29.10.18	2018	2019	2019	2020	
Mais (\$ cent.)	366,8	360	350	350	350	370
Fruento (\$ cent.)	507,3	500	500	500	490	495
Soia (\$ cent.)	839,0	860	880	900	900	900
Cotone (\$)	77,2	85	86	88	90	90
Cacao	2.195,0	2.250	2.400	2.400	2.450	2.600
Zucchero	13,5	13,0	12,5	12,0	12,3	12,0
Caffè (arabica)	114,25	120	125	132	135	138
Caffè (robusta)	1.668,0	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 Precious 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 25.09.2018.

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 Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

Note Metodologiche

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/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, Maria Giovanna Cerini