

## Commodity: l'incertezza sulle "trade war" deprime i prezzi

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Restiamo cautamente rialzisti sul petrolio, visto il consolidamento in atto sulle quotazioni. Nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un intervallo ampio ma ormai ben delimitato fra i 50 e 60 dollari per il WTI e 60 e 70 dollari per il Brent. Il quadro di fondo resta ancorato alle previsioni di una domanda in diminuzione, a fronte di un mercato in surplus in cui si accumulano abbondanti riserve. Il focus si sposta sui Paesi dell'OPEC+ che dovrebbero mantenere i limiti di produzione. Rimane quindi un quadro di attesa in vista del meeting OPEC del 5-6 dicembre, in un clima di forte volatilità dei prezzi. I dubbi si concentrano sulle scelte arabe (viste le difficoltà dell'IPO Saudi Aramco), a cui si sommano le incertezze sul fronte commerciale. Le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda globale di greggio rappresentano però ancora rischi al ribasso per i prezzi. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra idea di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni.

**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambia il quadro sui Metalli Preziosi: la volatilità resta legata ai continui dubbi circa il possibile raggiungimento di un accordo commerciale tra USA e Cina, a cui si aggiungono le discordanti indicazioni relative a una stabilizzazione del trend di rallentamento dell'economia globale. Il fatto che quest'ultimo elemento resti presente nello scenario mantiene alta l'avversione al rischio, che però continua a scaricarsi non solo sui Preziosi ma anche su Treasury e dollaro, seguendo l'ottica del posizionamento su asset ritenuti comunque, alla lunga, vincenti in questa fase di incertezza sul conflitto commerciale. L'attuale contesto vede politiche monetarie espansive, incertezza e un quadro politico e geopolitico ancora teso, è coerente con la domanda di beni rifugio.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale a causa del rallentamento del ciclo mondiale e dell'incertezza sulle "trade war".** Continua la fase di grande incertezza, causata dai forti dubbi sugli sviluppi positivi della trattativa fra Cina e USA; riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto però in cui il ciclo mondiale mostra che il rallentamento è alle porte. Questo nonostante permangano le stime di alti livelli di deficit per il 2020, sostanzialmente per tutti i metalli. Di contro, più a lungo termine, dal 2021 in poi, ipotizziamo una diminuzione più decisa dei prezzi di tutti i metalli industriali (con un possibile ritorno ai minimi del 2016), a causa del deterioramento delle prospettive sulla domanda fisica in Cina, visto il rallentamento in atto.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Permane la cautela circa la guerra commerciale, a seguito del dialogo fra USA e Cina: l'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli. Non cambia l'analisi sul comparto: la volatilità continuerà ad essere uno dei fattori predominanti nel breve termine, mentre nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza di eventuali fenomeni meteo negativi, creando così incertezza sulla disponibilità di forniture, con la formazione di pressioni rialziste sui prezzi. Pur in una stagionalità povera di spunti specifici, ancora una volta potrebbero essere le *soft commodity* a risentire meno delle tensioni politiche globali, recitando il ruolo di valida alternativa di investimento nella rotazione degli asset in portafoglio degli investitori.

21 novembre 2019

15:02 CET

Data e ora di produzione

21 novembre 2019

15:08 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: Refinitiv Datastream

Performance commodity

(%)	2019	2018
WTI	25,8	-24,78
Brent	16,0	-19,18
Gas Naturale	-13,0	-3,80
Gasolio	12,3	-14,45
Oro	14,8	-2,36
Argento	10,6	-9,78
Rame	-1,5	-17,21
Alluminio	-5,7	-18,48
Zinco	-7,1	-25,32
Nickel	34,3	-15,29
Mais	-2,2	6,16
Fruento	2,4	16,09
Soia	2,5	-7,59
Cacao	11,0	24,79
Zucchero	6,0	-21,53
Caffè	7,7	-21,77
Cotone	-13,8	-6,84

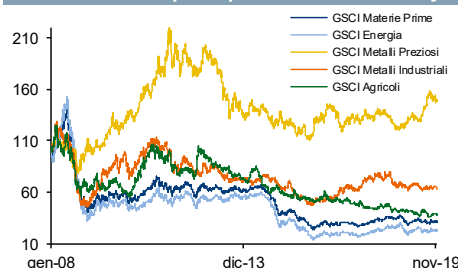
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.  
Dati al 20.11.2019

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	20.11.19	01.01.19	2 anni	5 anni
GSCI	2.458,2	11,6	0,3	-39,7
GSCI Energia	467,3	21,9	7,1	-47,3
GSCI Met. Preziosi	1.734,5	14,1	12,0	16,8
GSCI Met. Industriali	1.187,6	-0,0	-13,2	-13,7
GSCI Prod. Agricoli	328,6	-5,9	-14,1	-39,2

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 20.11.2019

### Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 20.11.2019 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: ancora stabile ma salgono i timori su ciclo e domanda di petrolio

**Commodity: la bassa crescita globale, le economie emergenti e l'impatto negativo delle "trade war" restano ancora i temi chiave.** Le risorse di base restano strettamente legate alla prospettiva di rallentamento dell'economia globale: paure che resteranno tali fino alla fine del 2020, complice anche il pessimo dato sul PIL cinese del 3° trimestre, in calo rispetto alle attese. Oltre al Fondo Monetario Internazionale, che ha significativamente rivisto al ribasso le stime della crescita mondiale, tutte le istituzioni concordano sull'aumento della probabilità di stagnazione, in particolare a patire dal 2° semestre 2020. A rendere il quadro più fosco, in relazione alle previsioni di crescita stagnante, anche l'apporto delle **economie emergenti** che (rispetto alla crisi precedente, quando avevano sostenuto il PIL globale) ora appaiono meno protagoniste in positivo. La crescita che le attende è ben distante da quella registrata nei 10 anni precedenti, principalmente a causa del grande rialzo delle materie prime. Di questo rialzo beneficiarono in particolare Brasile, Sudafrica e Russia, che hanno pagato lo scotto di divenire sistemi eccessivamente dipendenti dall'andamento delle commodity. Ora invece il rallentamento dell'economia cinese, la debolezza delle esportazioni mondiali, la forza del dollaro USA e la guerra commerciale in atto hanno messo sotto pressione i costi di produzione delle commodity e il rallentamento della domanda ha pesato su queste economie.

La "trade war" tra Stati Uniti e Cina difficilmente troverà il suo epilogo prima delle elezioni presidenziali USA; nuove tensioni potrebbero nascere inoltre tra gli Stati Uniti e altri partner commerciali, specie l'Unione Europea, riguardo al settore automobilistico. Il cauto ottimismo circa la risoluzione dei temi tariffari si è infatti esaurito piuttosto in fretta. Permane il pessimismo di Pechino sulla possibilità di raggiungere un accordo a causa della riluttanza del presidente Trump a fare marcia indietro sui dazi, già introdotti, nei confronti dei beni cinesi. I cinesi hanno inoltre lasciato intendere che un gesto di Trump, in questo senso, renderebbe l'accordo denominato "fase uno" molto più strutturale e non solo un'intesa di massima. Il tutto in vista degli ulteriori dazi sull'import cinese previsti andare in vigore dal 15 dicembre. In questo scenario si inserisce anche la "guerra commerciale" in atto dal punto di vista mediatico. I media cinesi infatti tendono ad enfatizzare come "colloqui costruttivi" sul commercio qualsiasi telefonata ad alti livelli tra Liu He (il vicepremier con delega al commercio), Mnunich (Segretario al Tesoro) e il negoziatore USA Lighthizer. Non a caso l'ultimo botta e risposta fra la Casa Bianca e Pechino vede gli americani ipotizzare una chiusura dell'accordo "fase uno" addirittura l'anno prossimo. La Cina ha immediatamente cercato di tamponare l'effetto mediatico smentendo difficoltà nei colloqui. Nel frattempo, è stata approvata la proroga di 90 giorni (16 febbraio 2020) che consente alle società USA di continuare ad avere rapporti commerciali con la cinese Huawei. Sempre sul fronte commerciale (e di supporto alla domanda di materie prime) la Camera Bassa del Parlamento giapponese ha formalmente approvato l'accordo commerciale con gli USA, siglato qualche

mese fa. Il passaggio consente ora di tagliare i dazi per l'anno prossimo, ma resta l'incertezza sulle tariffe legate ad auto e componentistica nipponici (in assenza di una calendarizzazione certa), esattamente come nella trattativa USA vs. Europa, su cui Trump ha promesso di esprimersi a breve. Infine, ribadiamo un concetto già espresso ma confermato dai movimenti sulle valute delle ultime settimane e, probabilmente, anche da qui a fine anno. Dato che le Banche centrali manterranno un atteggiamento espansivo, di supporto alle economie, per limitare l'impatto della guerra commerciale, anche le tensioni valutarie non cesseranno. Gli operatori sui cambi restano avversi alla volatilità dei mercati: di conseguenza, sceglieranno di spostarsi sulla valuta che rappresenta l'economia che è probabile risulti vincente nella guerra commerciale con la Cina, ovvero il dollaro.

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

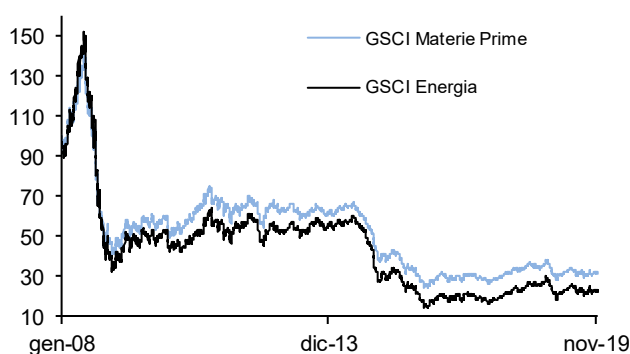
	Media				Stime	Stime
	2000-2015	2016	2017	2018	2019	2020
Algeria	102,6	102,5	91,4	104,2	129,8	109,0
Bahrain	74,1	105,7	112,6	118,4	95,1	91,8
Iran	55,9	58,4	64,8	82,0	155,6	194,6
Iraq	-	46,3	42,3	45,4	62,5	60,3
Kuwait	43,8	43,4	45,7	54,2	54,3	54,7
Libia	70,4	244,5	102,8	95,6	94,8	99,7
Oman	62,5	101,7	96,9	99,5	87,3	87,6
Qatar	45,0	54,0	50,6	50,3	48,8	45,7
Arabia Saudita	78,0	96,4	83,7	88,6	86,5	83,6
Emirati Arabi	47,6	51,1	59,8	66,7	70,2	70,0
Yemen	197,1	364,0	125,0	-	-	-

Fonte: FMI, Outlook Middle East and Central Asia, ottobre 2019, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: il petrolio consolida senza spunti rialzisti e soffre del rallentamento del ciclo e i riflessi sulla domanda.** Prezzi del petrolio stabili, a sostenere le quotazioni concorrono i commenti dell'OPEC su un rallentamento della crescita dello *shale-oil* USA per il 2020, come espresso dal Segretario generale Mohammad Barkindo. Tolto però questo fattore, restano i soliti temi di forte rallentamento della domanda petrolifera in scia alla bassa crescita mondiale. EIA, IEA e OPEC, nei loro report mensili, hanno sottolineato come un ciclo economico mondiale in rallentamento non possa che riflettersi sulla domanda di energia, in un mercato già gravato da un grosso surplus commerciale che l'OPEC si è nuovamente impegnata, dal suo lato, a contenere. L'OPEC+, in allarme per la domanda petrolifera, starebbe valutando tagli di produzione più incisivi. Ma nei *rumors* non c'è nulla di davvero nuovo: questa posizione è infatti espressa da settimane e al vertice del 5-6 dicembre mancano ancora un paio di settimane. A pesare sul petrolio anche il brutto dato sul PIL cinese del 3° trimestre, in contrazione rispetto alle attese; ciò nonostante, Pechino ha concesso ai raffinatori privati altre quote di importazione di greggio per un ammontare di 12,9 milioni di tonnellate, da impiegare entro fine anno (in aggiunta a quelle già assegnate: 153,1 milioni di tonnellate). Resta quindi un quadro di attesa e ci si proietta verso il meeting OPEC del 5-6 dicembre in un clima di incertezza, legata sia alle scelte arabe (visto anche lo scarso appeal dell'IPO Saudi Aramco) che alle mancate

certezze sul fronte commerciale. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti sauditi delle scorse settimane è stato il netto isolamento in cui è ritornato l'Iran, accusato di essere il maggiore artefice di tali accadimenti. Aspetto che ha portato a un inasprimento dell'embargo USA e che allontana la produzione iraniana da un futuro ritorno sui mercati, evitando di aggravare l'eccesso di offerta già presente e di deprimere ulteriormente i prezzi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di lungo termine

	Valore 20.11.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.458,2	11,6	0,3	-39,7
GSCI Energia	467,3	21,9	7,1	-47,3
WTI (\$)	57,1	25,8	0,5	-25,4
Brent (\$)	62,4	16,0	-0,3	-22,3
Gas Naturale (\$)	2,6	-13,0	-15,2	-40,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

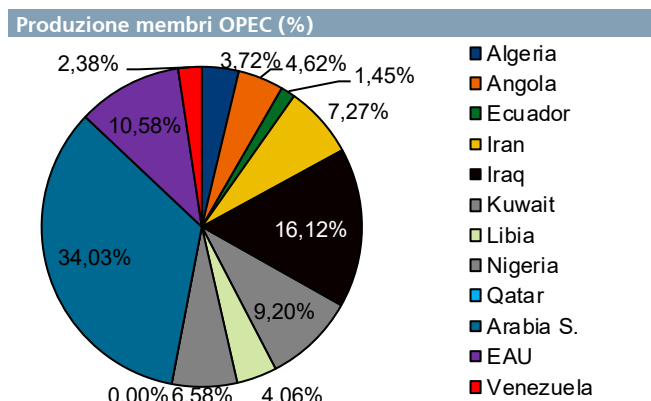
**EIA: revisioni nel complesso marginali a novembre, si confermano previsioni per un mercato in equilibrio nel 2019, ben fornito nel 2020.** Anche nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di novembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) continua a prevedere un mercato vicino all'equilibrio nell'anno in corso, più precisamente un modesto deficit di 0,03 mb/g (rivisto marginalmente al ribasso da 0,04 mb/g di ottobre) e in surplus contenuto in quello successivo di 0,3 mb/g (marginalmente al ribasso da 0,4 mb/g). La domanda globale dovrebbe attestarsi a 100,9 mb/g nel 2019, in crescita di 0,8 mb/g a/a, sostanzialmente invariata rispetto al rapporto precedente, per poi salire a 102,3 mb/g, rivista al rialzo da 102,1 mb/g precedente. Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non-OPEC è stata modestamente rivista verso l'alto sia per il 2019 che per il 2020: nell'anno in corso le estrazioni dovrebbero crescere di 2,1 mb/g a/a a 65,7 mb/g (da 65,6 mb/g precedente) mentre in quello successivo si prevede un aumento di 2,4 mb/g a/a a 68,0 mb/g (rivista da 67,8 mb/g). Secondo le stime preliminari gli Stati Uniti dovrebbero aver esportato più di quanto hanno importato in termini di prodotti petroliferi, sia a settembre (per 140mila barili al giorno) che ad ottobre (per 550mila barili al giorno); se tali stime fossero confermate dalle letture finali, sarebbe la prima volta da

quando, nel 1949, l'EIA iniziò a registrare i dati sulle transazioni di greggio. L'EIA stima dunque che, a partire dall'ultimo trimestre di quest'anno e per tutto il 2020, gli Stati Uniti dovrebbero diventare esportatori netti per una media di 750mila barili al giorno. L'offerta da parte dell'OPEC dovrebbe invece flettere di 2,2 mb/g a/a a 29,8 mb/g nell'anno in corso (invariato) e di 0,3 mb/g a 29,5 mb/g nel 2020 (rivisto da 29,6 mb/g precedente). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 1,5 mb/g del 2018 a 2,0 mb/g nel 2019 (invariata) e a 2,1 mb/g nel 2020 (rivisto al rialzo di 0,1 mb/g). L'EIA stima dunque un prezzo del Brent intorno a 63,6 dollari al barile (\$/b) in media nel 2019 e a 60,1 \$/b nel 2020. Nel 2020 lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe attestarsi intorno a 5,5 dollari (invariato) dopo i 7,1 dollari del 2019.

**IEA: invariate le stime di domanda per il 2020, scorte in calo dopo cinque mesi di aumento.** Nell'Oil Market Report (OMR) di novembre l'IEA (International Energy Agency) ha riportato come nel terzo trimestre del 2019 la domanda globale di petrolio sia cresciuta di 1,1 milioni di barili al giorno (mb/g) a/a, spinta dalla ripresa di quella cinese. Per gli ultimi tre mesi dell'anno l'IEA stima una ulteriore crescita di 1,9 mb/g, spinta non solo dall'effetto statistico sull'anno rispetto ad un quarto trimestre del 2018 particolarmente debole, ma anche da previsioni per una robusta domanda da parte del settore petrolchimico negli Stati Uniti. Nel complesso però l'IEA lascia invariate le stime di domanda per l'anno in corso, in crescita di 1,0 mb/g a 100,3 milioni di barili (mb), e per il 2020 di 1,2 mb/g a 101,5 mb. Sul fronte dell'offerta ad ottobre la produzione è cresciuta di 1,5 mb/g, grazie al ritorno alla normalità per le estrazioni in Arabia Saudita dopo l'interruzione di settembre e all'aumento dell'offerta norvegese. L'offerta non-OPEC è prevista in crescita di 1,8 mb/g a/a a 64,8 mb nel 2019 (invariato da ottobre) per poi raggiungere i 67,1 mb/g nel 2020 (rivisto al rialzo di 0,1 mb/g). Per bilanciare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC di 28,9 mb/g (al ribasso da 29,0 mb/g) nel 2020, 1 mb/g al di sotto dei livelli correnti. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei Paesi OCSE alla fine di settembre (dopo cinque mesi consecutivi di incremento) sono calate di 38,9 mb m/m a 2.944 mb, 21,5 mb al di sopra della media a cinque anni. I dati preliminari per ottobre puntano verso un calo degli inventari in Europa e negli Stati Uniti, a fronte di un rialzo in Giappone.

**IEA: crescita della domanda globale di petrolio in progressiva stabilizzazione a partire dal 2030.** Nel World Energy Outlook (WEO) l'IEA (International Energy Agency) ha stimato che la crescita della domanda globale di petrolio dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2030 grazie ai miglioramenti in termini di efficienza nell'utilizzo dei carburanti e a previsioni per una maggiore diffusione dei motori elettrici. In particolare, la domanda globale di greggio, dai 96,9 milioni di barili al giorno (mb/g) del 2018 dovrebbe aumentare di circa 1 mb/g nei prossimi cinque anni (un aumento di circa l'1% all'anno) per poi rallentare la propria crescita a soli 0,5 mb/g a partire dal 2023 e raggiungere una domanda di 105,4 mb/g nel 2030. A partire dal 2030 la crescita dovrebbe invece frenare

assestandosi ad un incremento di soli 0,1 mb/g (in sostanziale stagnazione) per arrivare a 106,4 mb/g nel 2040. Per quanto riguarda invece l'offerta, l'IEA stima che i Paesi produttori non appartenenti all'OPEC proseguiranno l'estrazione e commercializzazione fino a coprire l'85% dell'offerta globale nel 2030, mentre la quota di mercato dei Paesi OPEC+ dovrebbe restringersi al 47% (ai minimi del decennio 1980-1990). Nel complesso l'IEA stima comunque un trend di crescita per i prezzi del greggio: 90 dollari al barile nel 2030 e 103 dollari nel 2040.



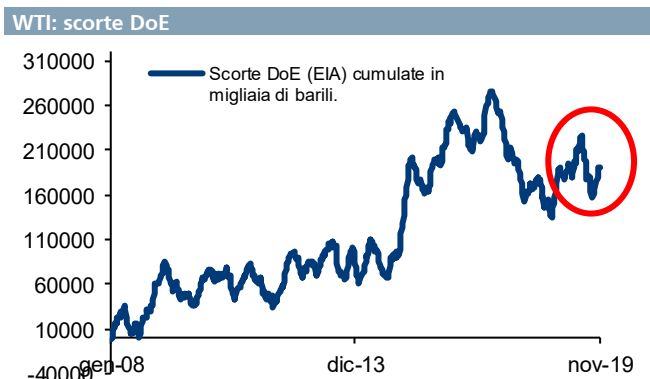
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.10.2019

**OPEC: stime di domanda e di offerta invariate rispetto ad ottobre, tornano a crescere le estrazioni OPEC dopo la frenata di settembre.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di novembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto le proprie stime per i fondamentali di domanda e di offerta per il 2019-20 che sono comunque risultate sostanzialmente invariate rispetto al rapporto del mese precedente. La domanda mondiale nel 2019 è infatti prevista in crescita di 1,0 milioni di barili al giorno (mb/g) a/a a 99,8 mb/g per poi salire a 100,9 mb/g l'anno successivo. Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire a 64,3 mb/g nel 2019 per poi aumentare a 66,5 mb/g nel 2020. Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,7 mb/g (invariata), cioè di 0,9 mb/g al di sotto dei livelli del 2018, e di 29,6 mb/d (invariata) nel 2020. Si stima che nel mese di ottobre la produzione OPEC sia tornata a salire a 29,65 mb/g dopo la frenata a 28,71 mb/g di settembre, quando aveva risentito della parziale interruzione delle estrazioni in Arabia Saudita, ma al di sotto dei 29,74 mb/g di agosto. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE di petrolio e prodotti raffinati a settembre siano calate di 23,5 mb/m a 2.945 mb, 88 mb al di sopra dei livelli dello stesso periodo dello scorso anno e ancora superiori per 28 mb alla loro media a cinque anni. In termini di copertura, le scorte commerciali si sono attestate a 60,8 giorni, 1,6 giorni al di sopra dello stesso mese dello scorso anno, ma 0,8 giorni al di sotto della media quinquennale.

**Performance di medio termine**

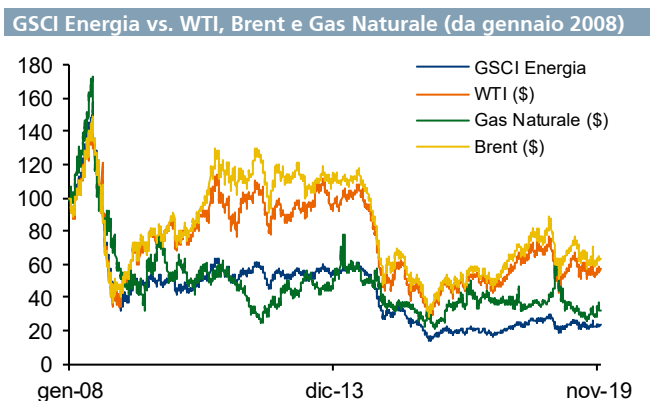
	20.11.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	467,3	4,7	-5,3	-0,8	21,9
WTI (\$)	57,1	2,6	-9,3	4,5	25,8
Gas Naturale (\$)	2,6	17,9	-2,1	-42,5	-13,0
Gasolio (\$)	573,8	0,3	-11,0	-5,3	12,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



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

**La dinamica delle scorte USA.** Ennesimo accumulo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. ha infatti evidenziato un accumulo di quasi 6 milioni di barili, dopo che tutti i principali analisti (EIA, IEA e OPEC) hanno indicato la domanda di petrolio in calo a causa del rallentamento economico. Salgono più delle attese le scorte di greggio settimanali secondo l'EIA, la divisione del Dipartimento dell'Energia americano. Le scorte sono aumentate di 1,38 milioni di barili, mentre il consenso indicava +1,15 milioni di barili (da sottolineare però il deciso calo delle scorte a Cushing in Oklahoma, il principale *trading hub* per il greggio USA). Gli stock di distillati hanno registrato un decremento di -974.000 barili (consenso: -883.000), mentre le scorte di benzine sono salite di 1,75 milioni di barili contro attese di +720.000. Le riserve strategiche di petrolio sono diminuite di 2 milioni, a 637,5 milioni di barili giornalieri.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Restiamo cautamente rialzisti sul petrolio, visto il consolidamento in atto sulle quotazioni. Nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un intervallo ampio ma ormai ben delimitato fra i 50 e 60 dollari per il WTI e 60 e 70 dollari per il Brent. Il quadro di fondo resta ancorato alle previsioni di una domanda in diminuzione a fronte di un mercato in surplus, in cui si accumulano abbondanti riserve. Il focus si sposta sui Paesi dell'OPEC+ che dovrebbero mantenere i limiti di produzione. Resta quindi un quadro di attesa in vista del meeting OPEC del 5-6 dicembre, in un clima di forte volatilità dei prezzi. I dubbi si concentrano sulle scelte arabe (viste le difficoltà dell'IPO Saudi Aramco), a cui si sommano le incertezze sul fronte commerciale. Le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresentano però ancora rischi al ribasso per i prezzi. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra idea di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni petrolifere. Confermiamo quindi il nostro outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 60 dollari al barile (invariato) per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 55 dollari al barile (invariato) per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 64,8 e 59,8 dollari al barile nel 2020 e a 60 e 54,9 dollari al barile nel 2021. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

#### Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim. 20.11.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	57,1	55,4	55,3	56,0	57,4
Brent (\$.)	62,4	62,0	60,0	60,0	60,9
Gas Nat. (\$)	2,6	2,8	2,8	2,6	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 4° trim. 20.11.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
WTI (\$)	57,1	55,0	57,0	60,0	59,8
Brent (\$.)	62,4	60,0	62,0	65,0	64,8
Gas Nat. (\$)	2,6	2,80	2,80	2,50	2,65

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: consolidano nonostante in questa fase non manchi la volatilità

**Continua il consolidamento al rialzo: +14% da inizio anno.**

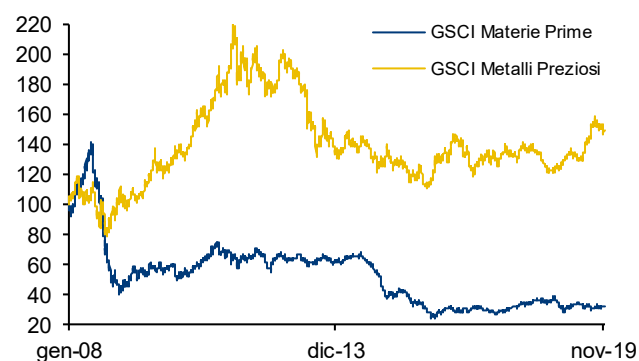
Non cambiano i temi alla base del comparto; non a caso il consolidamento, seppur ridotto rispetto al mese scorso (14% da +16,5% da inizio anno), prosegue segnando una performance positiva e in doppia cifra in vista del finale d'anno. A sostenere i Preziosi resta l'avversione al rischio sui mercati che alimenta la ricerca di beni rifugio, anche se in questa fase il cauto ottimismo intorno alla questione sui dazi sembra aver ridotto l'appeal di oro e argento da parte degli investitori. I timori sulla crescita globale restano forti, ma la forza rialzista del comparto appare meno vigorosa. Permane la questione relativa al ridotto costo opportunità di detenere metalli preziosi, che significa che gli operatori si trovano nella condizione migliore per detenere oro. Infatti, quando i tassi di interesse sono così bassi, si riduce il costo opportunità di detenere liquidità bloccata fisicamente in oro. Il motivo è legato al fatto che l'investimento in un metallo fisico non genera interessi, ovvero non produce profitti diretti. Appare chiaro come questa situazione risulti meno penalizzante nei momenti in cui i tassi sono estremamente bassi, visto che l'attuale quadro è fortemente caratterizzato da politiche monetarie espansive ad opera delle principali Banche centrali mondiali. Istituzioni che, viste l'incertezza in atto e le forti tensioni politiche e geopolitiche, sono fortemente al centro della scena con azioni di sostegno all'economia. In conclusione, a sostenere il comparto resta ancora l'incertezza legata alla questione Brexit, visto il rinvio al 31 gennaio 2020 e in vista delle elezioni politiche del 12 dicembre. Registriamo come stia crescendo il favore dei sondaggi per Boris Johnson, che pur essendo una scelta di forte intransigenza sembra venire interpretata come un'alternativa credibile e risoluta che porti alla chiusura della vicenda Brexit.

### Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	20.11.19	da inizio 2019		
GSCI	2.458,2	11,6	0,3	-39,7
GSCI Preziosi	1.734,5	14,1	12,0	16,8
Oro (\$)	1.471,5	14,8	14,7	23,0
Argento (\$)	17,1	10,6	0,7	4,4
Platino (\$)	916,6	15,3	-1,9	-25,4
Palladio (\$)	1.773,8	40,7	77,3	123,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Oro e argento consolidano in uno scenario di avversione al rischio in marginale contrazione.** L'approccio accomodante della Fed è probabile che registri una pausa nella riunione di fine anno (11 dicembre). Il dollaro consolida la posizioni contro tutte le valute, Powell ha confermato la scorsa settimana che i tassi negativi che Trump anela non sono compatibili con lo stato, ancora robusto, dell'economia USA. Una dichiarazione che di fatto conferma la pausa nel ciclo di taglio dei tassi e rafforza ulteriormente la nostra idea che, nonostante la fase di espansione monetaria della Fed, il dollaro difficilmente si indebolirà. Un quadro che non è di sostegno alle quotazioni dell'oro e parzialmente neanche dell'argento. A supporto restano le tensioni geopolitiche e le incertezze sulla crescita globale.

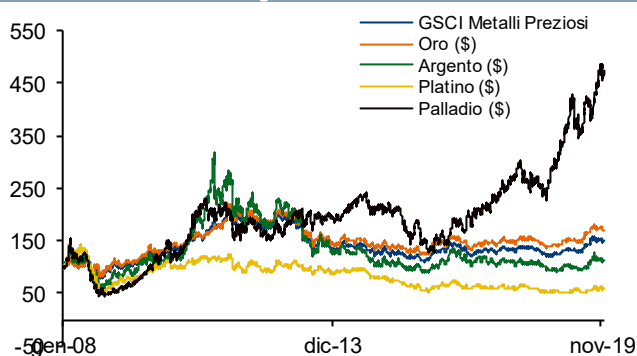
L'oro, dopo essere salito in area 1.550 dollari nei mesi estivi, ha iniziato poi un blando ritracciamento verso l'attuale area intorno a 1.450 dollari. A supportare le quotazioni restano i soliti temi: Banche centrali accomodanti impegnate in politiche monetarie caratterizzate da bassi tassi d'interesse, la diversificazione delle riserve ufficiali da parte delle Banche centrali dei Paesi emergenti (che restano le uniche ad acquistare oro) e, infine, l'aumento della volatilità che spinge gli investitori verso gli asset rifugio. I fattori contrari restano i medesimi: 1) una blanda riduzione dell'avversione al rischio, dovuta alle attese per l'accordo fra Stati Uniti e Cina sul commercio; 2) un dollaro americano forte, con la correlazione negativa tra biglietto verde e oro che è sfumata visto che in questa fase anche dollaro e Treasury USA sono percepiti come investimenti difensivi, contendendosi con l'oro le preferenze degli investitori come asset rifugio. Prevediamo un prezzo medio di 1.500 dollari per il 4° trimestre 2019 e 1.505 per tutto il 2020, cioè un profilo costante per quasi tutto il 2020.

La performance da inizio anno dell'argento si è ridotta in linea col risultato dell'intero comparto dei Preziosi, che è in frenata. Il mercato dell'argento ha una componente importante nella domanda industriale, con logiche di prezzo che si discostano da quelle dell'oro. I prezzi hanno subito un deciso ribasso

passando da 18 dollari l'oncia agli attuali 17, penalizzati sia dalla mancata domanda per la produzione industriale sia in generale a seguito della riduzione dell'avversione al rischio. In tal senso, le attese cautamente ottimistiche sulla guerra commerciale USA-Cina restano un fattore da monitorare per capire le dinamiche della domanda di beni difensivi. Prevediamo un prezzo medio di 17,5 dollari per il 4° trimestre 2019 e 18,4 dollari per tutto il 2020.

**Platino e Palladio.** Le performance da inizio anno di palladio e platino tornano a riallinearsi visto che nell'ultimo mese entrambi i metalli hanno ridotto la loro performance. Quest'anno il **platino** dovrebbe registrare un leggero surplus di mercato, mentre le previsioni sul **palladio** indicano un aumento del deficit, che dovrebbe portare a una scarsità di offerta. Sul fronte del settore auto, penalizzato dai dubbi riguardanti le tariffe che Trump dovrebbe applicare alle auto europee, la domanda di platino dovrebbe restare strutturalmente più debole rispetto a quella del palladio come conseguenza del riequilibrio delle quote di mercato tra i veicoli diesel, in contrazione, e quelli a benzina, a cui va aggiunto anche l'aumento della quota di mercato legata alle auto ibride o elettriche. Stimiamo una quotazione per il platino di 860 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2019 e 835 dollari per tutto il 2020, col livello di 1.000 dollari come forte livello di resistenza. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.600 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2019 e di 1.600 per il 2020.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	20.11.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.734,5	-2,2	15,7	19,0	14,1
Oro (\$)	1.471,5	-2,3	15,6	19,9	14,8
Argento (\$)	17,1	-0,4	18,6	17,9	10,6
Platino (\$)	916,6	7,1	12,4	8,0	15,3
Palladio (\$)	1.773,8	20,4	34,5	53,4	40,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, possibile un rialzo contenuto dei prezzi dell'oro.** Non cambia il quadro di fondo sui Metalli Preziosi: la volatilità resta legata ai continui dubbi circa il possibile raggiungimento di un accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, a cui si aggiungono, come già detto, le

discordanti indicazioni relative a una stabilizzazione del trend di rallentamento dell'economia globale. Permane un certo pessimismo in merito alla situazione dell'economia globale; il mercato continua a ritenere probabile che nella seconda metà del 2020 il rischio di una recessione americana sia alto. Il fatto che questo elemento rimanga presente nello scenario mantiene alta l'avversione al rischio, che però continua a scaricarsi non solo sui Preziosi ma anche su Treasury e dollaro, seguendo l'ottica del posizionamento su asset ritenuti comunque, alla lunga, vincenti in questa fase di incertezza e conflitto economico. L'attuale contesto, che vede politiche monetarie espansive, persistente incertezza e un quadro politico e geopolitico ancora teso, è pertanto coerente con la forte domanda di beni rifugio, come l'oro. I fattori da tenere sotto controllo restano: a) l'esito delle trattative commerciali USA-Cina; b) il rallentamento della crescita globale; c) il percorso di taglio dei tassi della Fed e il conseguente movimento del dollaro (ad oggi ancora molto forte a dispetto del processo di allentamento monetario); d) le tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Tutti aspetti di sostegno alla domanda di asset difensivi.

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

	Valore 4° trim.		1° trim. 2° trim.		Anno Anno	
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Oro (\$)	1.471,5	1.491,5	1.500,0	1.490,0	1.500,0	1.507,0
Argento (\$)	17,1	17,0	17,8	17,4	17,1	17,6
Platino (\$)	916,6	886,0	880,0	900,0	890,0	850,0
Palladio (\$)	1.773,8	1.501,0	1.412,5	1.395,0	1.350,0	1.488,8

Fonte: consenso Bloomberg

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

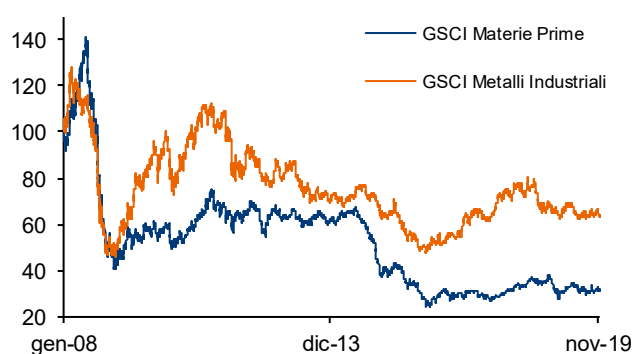
	Valore 4° trim.		1° trim. 2° trim.		Anno Anno	
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Oro (\$)	1.471,5	1.500	1.500	1.500	1.505	1.575
Argento (\$)	17,1	17,5	18,0	18,0	18,4	19,00
Platino (\$)	916,6	860	850	840	835	800
Palladio (\$)	1.773,8	1.600	1.600	1.600	1.600	1.555

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: depressi dai dubbi circa l'accordo fra Stati Uniti e Cina

I dubbi sugli sviluppi commerciali fra USA e Cina deprimono il comparto. Gli Industriali hanno registrato una brutta performance mensile (-1,9%) in novembre in scia ai dubbi sulla conclusione della trattativa commerciale fra USA e Cina. Il comparto dei Metalli industriali, pur godendo di fondamentali forse fra i più positivi all'interno delle materie prime, resta legato all'economia cinese e, di conseguenza, risulta quello più penalizzato dal prosieguo della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina. Il rallentamento del ciclo economico cinese, frutto delle lungaggini nella trattativa sui dazi, si è infatti concretizzato nel valore del PIL del 3° trimestre (in calo ai minimi dagli anni '90) e si sta riverberando anche sulla crescita globale, con ovvie conseguenze anche sulla domanda di metalli. Non a caso la Banca centrale cinese (PBoC) ha tagliato il tasso di interesse *loan prime rate* (LPR) a un anno, a 4,15% da 4,20%, nell'ennesima azione volta a stimolare l'economia. Secondo le previsioni, la maggior parte dei metalli dovrebbe vedere un mercato in deficit sia per questo finale di 2019 che per l'intero 2020. Le scorte mondiali sono in contrazione, i prezzi bassi scoraggiano il riciclo/recupero dei materiali e gli investimenti infrastrutturali e produttivi sono frenati (se non addirittura azzerati) nell'incertezza del futuro. In aggiunta, quest'anno non avremo nemmeno la classica stagionalità positiva, legata ai "fermo impianto" obbligatori decisi dalla Cina per contrastare l'emissione di anidride carbonica. Le autorità di Pechino hanno promosso il ricorso a combustibili più ecologici per il riscaldamento durante il rigido inverno nel nord della Cina, dove bruciare il carbone rappresenta una delle principali fonti di inquinamento atmosferico, scongiurando il blocco delle industrie metallurgiche. Le autorità cinesi in merito prevedono che la quota di energie pulite usate per il riscaldamento dovrebbe salire al 70% entro il 2021, sostituendo 150 milioni di tonnellate di carbone. Alla luce di questo quadro, risulta difficile ipotizzare un recupero forte delle quotazioni, almeno nel breve.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 20.11.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.458,2	11,6	0,3	-39,7
GSCI Industriali	1.187,6	-0,0	-13,2	-13,7
Rame (\$)	5.875,0	-1,5	-15,0	-12,6
Alluminio (\$)	1.741,0	-5,7	-16,4	-15,3
Zinco (\$)	2.338,5	-7,1	-26,8	4,2
Nickel (\$)	14.360,0	34,3	21,0	-13,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: rallenta l'economia nel 3° trimestre.** Nel 3° trimestre la crescita del **PIL cinese** ha rallentato a 6,0% a/a da 6,2% a/a (consenso 6,1% a/a), il ritmo più lento dai primi anni '90. Non si escludono ulteriori rallentamenti nei prossimi trimestri, nonostante politiche fiscali e monetarie più accomodanti, in scia a un contesto globale ancora incerto e a segnali di debolezza per le dinamiche economiche domestiche.

**Cina: altri sintomi di rallentamento.** Le indagini di fiducia iniziano a mostrare segnali di recupero, ma al momento il quadro economico rimane debole, con la stringa di dati di ottobre che ha stentato ad offrire indicazioni di significativa ripresa per il ciclo. Gli **indici PMI Caixin** di ottobre hanno infatti evidenziato un'accelerazione dell'attività manifatturiera ai massimi dal febbraio del 2017 (51,7 da 51,4 di settembre), con una ripresa diffusa a produzione e ordinativi, in particolare quelli per l'esportazione, con il sotto-indice relativo su livelli coerenti con tassi di crescita comparabili a quelli pre-guerra commerciale. Secondo l'Istituto che conduce l'indagine, se tali segnali di ripresa dovessero proseguire anche nei prossimi mesi, si potrebbe assistere a una progressiva stabilizzazione dell'attività nel settore manifatturiero. In modesto calo invece l'indice relativo ai **servizi** (51,1 da 51,3 precedente), ai minimi da febbraio, con le imprese intervistate che riportano però un aumento delle nuove commesse. Da entrambi i settori emergono però segnali di rallentamento delle assunzioni e di minori pressioni sui prezzi da parte delle imprese. L'**indice composito** scende dunque a 52,0 da 53,1 precedente.

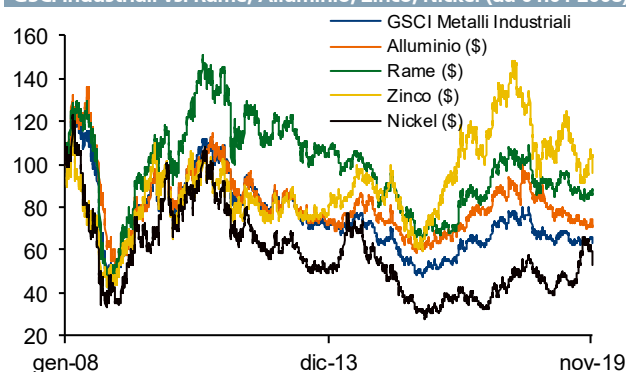
Sul fronte dei dati reali di ottobre, invece, le **esportazioni** sono calate di 0,9% a/a dopo la flessione di 3,2% a/a del mese precedente, ma in misura minore rispetto al 3,9% a/a previsto, mentre le **importazioni** si sono contratte di 6,4% a/a dopo il calo di 8,3% a/a di settembre (rivisto verso l'alto da -8,5% a/a). I dati migliori delle attese sulle esportazioni riflettono il recupero dell'export verso la Corea del Sud dopo il calo del mese precedente e l'accelerazione della crescita di quello verso gli altri paesi asiatici, l'Unione Europea e il Regno Unito, che compensano in parte la prosecuzione della flessione delle vendite negli Stati Uniti (-16,2% a/a da -21,9% a/a). Rallenta la **produzione industriale** a 4,7% a/a da 5,8% a/a (consenso 5,4% a/a), frenata dalla decelerazione dell'attività mineraria (3,9% a/a da 8,1% a/a) e manifatturiera (4,6% a/a da 5,6% a/a) a fronte di una riaccelerazione per la produzione di



energia (6,6% a/a da 5,9% a/a). A livello settoriale si evidenzia in particolare la contrazione nel tessile, per la prima volta da aprile, e nel primario, su cui continua a pesare la peste suina. Prosegue anche il rallentamento degli **investimenti** (5,2% a/a da 5,4% a/a da inizio anno), che continua a nascondere la divergenza tra investimenti privati, in continua decelerazione, e quelli più vivaci del settore pubblico. Il Governo ha implementato una serie di misure per stimolare gli investimenti strutturali, come l'abbassamento dei requisiti di capitale per i nuovi progetti e l'emissione di nuove obbligazioni per supportare gli investimenti da parte delle autorità locali, ma è comunque possibile che la dinamica degli investimenti rimanga debole anche nei prossimi mesi, frenata da una domanda interna ancora fiacca. Sul fronte dei consumi, infatti, la crescita delle **vendite al dettaglio** ha decelerato a 7,2% a/a da 7,8% a/a precedente, con un rallentamento diffuso alle zone urbane e rurali, mentre restano in calo le immatricolazioni di auto, che continuano a risentire della fine degli incentivi. Il **settore immobiliare** registra una crescita dei prezzi delle case nuove ancora contenuta: +0,5% m/m, come a settembre, con la variazione tendenziale che frena ulteriormente a 8,0% da 8,6% precedente. Frenata dei prezzi immobiliari anche per le case esistenti, con 13 città sulle 70 rilevate che riportano prezzi su livelli inferiori rispetto a quelli registrati nello stesso mese del 2018.

**La PBoC taglia i tassi.** La Banca centrale cinese (People's Bank of China, PBoC) ha inaspettatamente tagliato il tasso sulle operazioni di *repurchase agreements* a sette giorni a 2,50% da 2,55%, per la prima volta dall'ottobre del 2015. La decisione si unisce alle misure espansive già intraprese precedentemente (l'ultima a inizio mese con un taglio di 5pb sul tasso di riferimento per i prestiti) e conferma la volontà della PBoC di far fronte ai nuovi segnali di rallentamento per l'economia cercando però di bilanciare la necessità di supportare la crescita e di evitare l'aumento degli squilibri finanziari. La PBoC si trova inoltre in un complesso contesto inflattivo: le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno infatti evidenziato un'accelerazione dell'**inflazione headline** a 3,8% a/a da 3,0% a/a di settembre, spinta da prezzi della carne suina in crescita al 101,3% a/a. È quindi la componente alimentare che spinge al rialzo l'inflazione *headline* a fronte però di una dinamica *core* stabile a 1,5% a/a, ormai al di sotto del target del 2% da più di un anno. I rischi sul fronte dei prezzi, anche in scia alla deflazione che sta colpendo i **prezzi alla produzione** (-1,6% a/a da -1,2% a/a), sono prevalentemente verso il basso, ma il marcato rialzo che colpisce uno dei prodotti più importanti per i consumatori cinesi, la carne suina, e il conseguente effetto sulle aspettative degli agenti economici limitano lo spazio di manovra per la Banca centrale, che potrebbe proseguire nel suo percorso di riduzione del costo del denaro, con ulteriori limature sia del tasso a sette giorni che di quello sui prestiti, ma a piccoli passi e con un approccio cauto.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame: Cile, tensioni commerciali e rallentamento economico deprimono le quotazioni.** Le manifestazioni popolari in Cile hanno portato a una decisa svalutazione del peso cileno, sceso al minimo quadriennale, un movimento ribassista accelerato dalla difficile situazione in cui versa l'economia, aggravata dal rallentamento globale. La produzione in Cile, il più grande paese produttore di rame al mondo, è diminuita del 2%; in questo scenario la Banca centrale cilena ha ridimensionato le previsioni di prezzo medio del rame per il periodo 2019-21 a 6.170 e 6.390 dollari per tonnellata, addossando la responsabilità all'impatto della guerra commerciale USA-Cina. Glencore, il gigante delle materie prime, ha riscontrato difficoltà nell'estrazione di rame durante i primi nove mesi dell'anno. L'accelerazione delle estrazioni nella regione del Katanga (Repubblica Democratica del Congo) ha permesso di limitare i danni e ridurre le perdite rispetto al 1° semestre. Questo però non è servito a compensare i danni economici relativi ai lavori di manutenzione alla fonderia di Mopani, nello Zambia, o la vendita e l'esaurimento di giacimenti in Sud America. Il saldo mondiale del rame raffinato, corretto per le variazioni delle quantità cinesi nei magazzini, ha indicato un deficit di mercato di circa 297.000 tonnellate. Uno scenario che alimenta i timori di una possibile ulteriore frenata per il settore del metallo raffinato, che è stato alla base della crescita dei prezzi del rame negli anni passati. Prevediamo per il rame un prezzo di 5.800 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 5.788 dollari in media per l'intero 2020.

**Alluminio: storno in linea col settore.** Il quadro resta non favorevole all'alluminio anche alla luce della mancanza del rinnovo delle chiusure forzate degli impianti in Cina, volte ad abbattere i livelli di inquinamento. Avevamo già sottolineato come le chiusure non sarebbero state comunque aggressive come negli scorsi anni e l'effetto positivo sui prezzi sarebbe stato decisamente più sfumato o, nei fatti, totalmente assente. L'attività industriale si sta contraendo in Cina e in Giappone, due paesi che sono i maggiori consumatori di alluminio nella regione, con evidenti impatti negativi sui livelli di domanda. Il calo delle richieste va ricercato nell'abbondanza di offerta in Asia, anche a seguito degli accordi commerciali fra molti paesi

asiatici. La Cina rimuoverà la sua imposta sulle importazioni di lega di alluminio grezzo dal Pakistan dal 1° dicembre, quando entrerà in vigore la seconda fase dell'Accordo di libero scambio tra i due paesi. L'imposta sulle importazioni dal Pakistan è ora fissata al 5% e scenderà a zero come per gli altri paesi dell'Associazione delle Nazioni del Sud-Est Asiatico (ASEAN). I dati delle dogane cinesi hanno mostrato che la Cina ha importato 18.706 tonnellate di lega di alluminio a settembre, dato in aumento del 16,9% rispetto allo scorso mese e del 140% rispetto allo scorso anno. Prevediamo un prezzo di 1.750 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 1.740 dollari in media per l'intero 2020.

**Zinco: cala la domanda di zinco, ne soffrono le quotazioni.** La domanda di molti metalli si sta indebolendo a causa del rallentamento globale. In linea con questo trend, anche la domanda globale di zinco diminuirà. Secondo l'International Lead and Zinc Study Group (ILZSG), la domanda globale di zinco dovrebbe scendere dello 0,1% quest'anno, raggiungendo 13,67 milioni di tonnellate. Nel 2020 aumenterà invece dello 0,9% a 13,80 milioni di tonnellate. Dopo due anni di discesa, dovrebbe riprendersi la domanda in Cina: +0,6% nel 2019. Nonostante il forte calo della produzione automobilistica, l'output del settore della zincatura è aumentato nei primi sette mesi del 2019 rispetto allo stesso periodo del 2018. Il merito è soprattutto dell'edilizia privata e delle infrastrutture pubbliche. Si stima che la domanda cinese possa crescere di un altro 1,2% nel 2020. In Europa la domanda dovrebbe scendere del 3,7% quest'anno, sulla scia delle flessioni in Germania e nel Regno Unito. Il motivo del calo inglese va ricercato anche nella liquidazione di British Steel, ancora in attesa di un compratore che rilevi la società in difficoltà. La domanda europea per il 2020 è stimata a +0,5%. Vanno male anche i consumi di zinco in India e in Giappone, con una previsione di ripresa nel 2020 per l'India e un ulteriore declino per la domanda nipponica. La produzione mineraria di zinco dovrebbe aumentare del 2% quest'anno e del 4,7% nel 2020. Alla base della crescita l'aumento della produzione australiana, a seguito della messa in funzione delle miniere di Woodlawn, di Dugald River e della miniera Lady Loretta nel portafoglio di Glencore. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.350 dollari nel 4° trimestre 2019 e ancora di circa 2.295 dollari per l'intero 2020.

**Nickel: deciso storno dopo lo shock legato alle scelte di Indonesia e Filippine.** A fine agosto, l'Indonesia ha annunciato l'introduzione di un divieto di esportazione di minerale contenente nickel da gennaio 2020, due anni prima di quanto inizialmente ipotizzato. Discorso simile per le Filippine, che sono il 2° produttore al mondo con 340.000 tonnellate; anche questa nazione intende avere un maggior controllo sulle proprie riserve di minerale ma inizialmente è parsa avvantaggiarsi del blocco indonesiano. Un quadro che ha spinto al rialzo il nickel nelle scorse settimane, grazie anche alla domanda di materiale per il comparto delle auto elettriche. In realtà, in particolare verso la Cina, la domanda è scesa di circa

l'1% nei primi nove mesi dell'anno, proprio a causa del rallentamento cinese e in particolare del settore Auto, con un forte effetto negativo anche sulle quotazioni del nickel. Prevediamo per il nickel un prezzo di 16.300 dollari nel 4° trimestre 2019 e di circa 15.900 dollari per l'intero 2020.

#### Performance di medio termine

	20.11.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.187,6	-0,3	-0,3	-4,3	-0,0
Rame (\$)	5.875,0	2,5	-2,0	-5,8	-1,5
Alluminio (\$)	1.741,0	-2,1	-3,1	-10,9	-5,7
Zinco (\$)	2.338,5	5,5	-14,1	-11,6	-7,1
Nickel (\$)	14.360,0	-9,3	19,0	30,3	34,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale. Il rallentamento del ciclo mondiale e l'incertezza sulle "trade war" affossano i metalli.** Continua la fase di grande incertezza, causata dai forti dubbi sugli sviluppi positivi della trattativa fra Cina e USA; riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto però in cui il ciclo mondiale mostra che il rallentamento è alle porte. Questo nonostante permangano le stime di alti livelli di deficit per il 2020, sostanzialmente per tutti i metalli. Di contro, più a lungo termine, dal 2021 in poi, ipotizziamo una diminuzione più decisa dei prezzi di tutti i metalli industriali (con un possibile ritorno ai minimi del 2016), a causa del deterioramento delle prospettive sulla domanda fisica in Cina, visto il rallentamento del PIL del 3° trimestre, certificato anche dalle mosse di politica monetaria espansiva della PBoC. Alla luce della complessità dello scenario e dell'incertezza generale che grava sul comparto, ribadiamo il nostro outlook Neutrale.

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

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.875,0	5.800	5.900	6.000	5.906	5.925
Alluminio (\$)	1.741,0	1.750	1.800	1.775	1.763	1.875
Zinco (\$)	2.338,5	2.415	2.400	2.400	2.375	2.350
Nickel (\$)	14.360,0	16.300	16.000	16.000	15.127	15.100

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 4° trim.		1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.875,0	5.800	5.800	5.800	5.788	5.244
Alluminio (\$)	1.741,0	1.750	1.750	1.750	1.740	1.670
Zinco (\$)	2.338,5	2.350	2.300	2.300	2.295	2.148
Nickel (\$)	14.360,0	16.300	16.000	16.000	15.938	15.469

Fonte: Intesa Sanpaolo

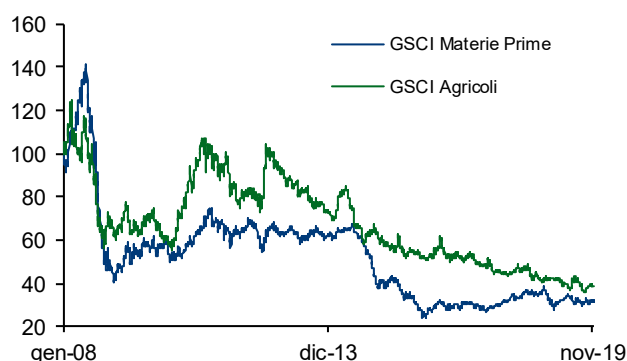
## Prodotti Agricoli: pausa nel recupero da ottobre, prevale la cautela sui dazi

**Agricoli: consolida il marginale recupero, complice l'ipotesi di accordo commerciale fra USA e Cina.** Pausa nel trend di recupero per le materie prime agricole, iniziato in ottobre. L'ipotesi di accordo commerciale tra USA e Cina resta sullo sfondo, ma salgono i timori di una tregua con contenuti scarsi, e dunque poco efficace. Ricordiamo che nel corso dell'estate la maggior parte dei prodotti agricoli aveva registrato ampie oscillazioni di prezzo, dovute in particolare ai rischi legati alle condizioni meteo, ai timori sulle forniture e alla volatilità connessa all'aspro confronto fra le parti sulle tariffe, durante le trattative commerciali. Quadro su cui aveva pesato, in modo determinante, anche la volatilità di diverse valute di alcuni Paesi emergenti, che sono anche importanti produttori agricoli.

### La Cina annuncia "un'intesa di massima" sui dazi con gli USA.

Il mercato scommette ancora sul possibile accordo tra Washington e Pechino sul commercio mondiale. In una nota, il Ministero del Commercio cinese ha reso noto, negli scorsi giorni, di aver raggiunto "un consenso in linea di principio" con gli USA sulle principali preoccupazioni commerciali. Lo sblocco delle contrattazioni sarebbe da attribuire ad una telefonata fra il vicepremier Liu He (con delega al commercio), il Rappresentante USA per il commercio Lighthizer e il Segretario al Tesoro Mnuchin. Meno enfatica la conferma della Casa Bianca, che parla di "progressi in una varietà di aree con le delegazioni che sono nella fase di risoluzione delle questioni in sospeso". Le questioni in sospeso, come ormai noto, sono quelle relative al furto della proprietà intellettuale e al trasferimento forzato di tecnologia. Pare invece che i capitoli dell'accordo sui servizi finanziari e sulle valute siano, sorprendentemente, chiusi. Lo scorso mese, USA e Cina erano giunti ad una tregua sui dazi al fine di rasserenare il clima intorno alla cosiddetta "fase uno" dell'accordo sul commercio. Una fase che, a detta dello stesso Trump, rappresenterebbe circa il 60% dell'intesa di lungo termine. Pur senza effettivi dettagli, è iniziata la ricerca dell'occasione mediatica e politica "migliore" per la firma di questo accordo. Saltato l'appuntamento del 16-17 novembre al vertice per la Cooperazione Economica Asia-Pacifico in Cile, per i disordini in corso nel Paese, si cerca ora una data per l'incontro fra tra Trump e Xi Jinping. In questo clima di cauto ottimismo resta però il timore che il peso specifico dell'intesa possa risultare al di sotto delle attese di mercato.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 20.11.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.458,2	11,6	0,3	-39,7
GSCI Agricoli	328,6	-5,9	-14,1	-39,2
Mais (\$ cent)	366,8	-2,2	6,3	-1,6
Frumento (\$ cent.)	515,5	2,4	21,4	-5,8
Soia (\$ cent)	905,0	2,5	-8,5	-12,9
Cotone (\$ cent)	62,2	-13,8	-12,2	4,1
Cacao	2.682,0	11,0	28,7	-6,8
Zucchero	12,8	6,0	-14,3	-20,8
Caffè (arabica)	109,7	7,7	-10,7	-41,6
Caffè (robusta)	1.349,0	-10,4	-26,5	-35,0

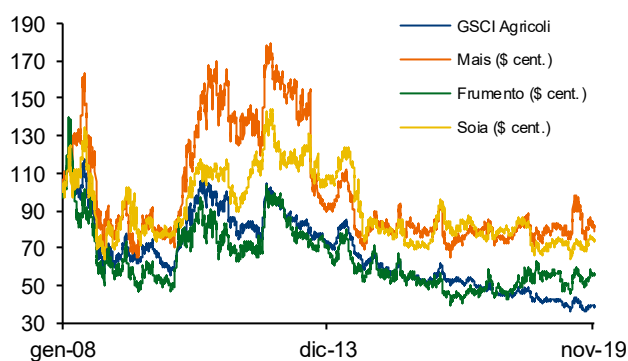
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il WASDE di novembre: riviste ancora al rialzo le scorte di frumento e in ribasso quelle di mais, ma si conferma il quadro di ottobre.

Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di novembre, il Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture) ha pubblicato le revisioni mensili per i fondamentali di domanda e offerta globale per i cereali relativi alla stagione 2019-20. L'USDA prevede scorte finali di **frumento** per la stagione 2019-20 a 288,3 milioni di tonnellate (mt), al rialzo da 287,8 del WASDE di ottobre, in aumento del 3,7% da 277,9 mt del 2018-19. La produzione è prevista crescere del 4,7% rispetto alla stagione 2018-19 a 765,6 mt (rivista da 765,2 mt) da 731,3 mt; la revisione riflette stime per una maggiore produzione in Unione Europea, Russia e Ucraina, che dovrebbero più che compensare i cali in Argentina e Australia. La domanda dovrebbe invece crescere a 755,2 mt (marginalmente al rialzo da 755,1 mt precedenti) da 736,1 mt del 2018-19 (+2,6% a/a). Il rapporto scorte/consumi è quindi previsto attestarsi a 38,2% da 37,8% della stagione precedente. Terza revisione consecutiva al ribasso invece per le scorte finali di **mais** a 296,0 mt da 302,6 del rapporto precedente e in calo da 320,1 mt del 2018-19. Corrette verso il basso anche le stime di offerta a 1.102,2 mt da 1.104,0 mt precedente, in calo del 2,0% rispetto a 1.125,0 mt del 2018-

19 mentre le previsioni di domanda sono state riviste al rialzo a 1.126,3 mt da 1.125,5 mt di ottobre, con gli utilizzi che dovrebbero calare di 1,8% da 1.146,7 mt della stagione 2018-19. Il rapporto scorte/consumi è quindi atteso a 26,3% nel 2019/20 (rivisto al ribasso da 26,9% di ottobre) in calo da 27,9% dell'annata precedente. Per la **soia** l'USDA prevede scorte in flessione del 13,0% a/a dopo l'aumento di 10,6% subito nel 2018-19 a 95,4 mt (riviste al rialzo da 95,2 mt di ottobre). La produzione è attesa in calo a 336,6 mt (rivista da 339,0 mt precedente) da 358,2 mt della scorsa stagione (-6,0% a/a) mentre i consumi dovrebbero aumentare a 349,6 mt (al ribasso da 352,3 mt) da 344,2 mt dell'annata 2018-19 (+1,6% a/a). Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi normalizzarsi a 27,2% (27,0% ad ottobre) da 31,9% del 2018-19, al di sotto anche del 29,3% del 2017-18. Infine, per quanto riguarda i prodotti derivati, le scorte di farina di soia dovrebbero contrarsi di 6,8% a/a a 10,8 mt (11,1 mt ad ottobre) da 11,5 mt del 2018-19. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe portarsi a 4,6% da 5,0% della scorsa stagione. Le scorte di olio di soia dovrebbero terminare il 2019-20 in calo a 3,4 mt (rivisto da 3,7 mt precedente) da 3,7 mt della stagione 2018-19; il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi calare a 6,0% da 6,7% precedente.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

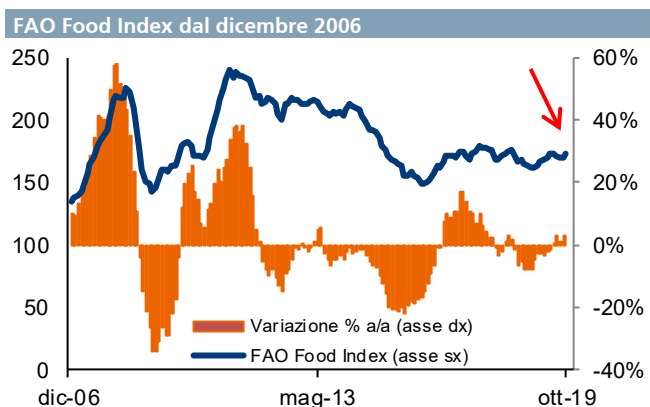
Performance di medio termine

	20.11.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	328,6	4,5	4,5	4,5	-5,9
Mais (\$ cent.)	366,8	1,2	-7,0	1,4	-2,2
Frumento (\$ cent.)	515,5	11,5	7,7	3,4	2,4
Soia (\$ cent.)	905,0	5,2	10,1	2,5	2,5
Cotone (\$)	62,2	4,0	-7,5	-18,7	-13,8
Cacao	2.682,0	24,8	12,4	25,1	11,0
Zucchero	12,8	11,9	8,0	0,6	6,0
Caffè (arabica)	109,7	20,0	24,3	-0,9	7,7
Caffè (robusta)	1.349,0	4,3	2,7	-15,6	-10,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: prezzi in rialzo ad ottobre per la prima volta da maggio 2019.** Ad ottobre l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha fatto registrare il primo rialzo dei listini da maggio 2019 con un aumento di 1,7% m/m (+6,0% a/a)

trainato dai maggiori corsi di zucchero, cereali, carni e oli vegetali che hanno più che compensato il modesto calo fatto registrare dalle quotazioni dei prodotti lattiero-caseari. I prezzi dei **cereali** sono saliti di 4,2% m/m (anche se restano inferiori di circa l'1% rispetto ad ottobre dello scorso anno) spinti dal marcato rialzo delle quotazioni internazionali del frumento, che hanno beneficiato di aspettative per raccolti ridotti in Argentina e Australia e di una domanda internazionale robusta. In rialzo anche i prezzi del mais sull'onda di una maggiore domanda e di preoccupazioni circa i raccolti negli Stati Uniti e condizioni climatiche sfavorevoli per le coltivazioni argentine. In calo invece i corsi del riso, frenati da una debole domanda e da prospettive per abbondanti raccolti della varietà basmati. In rialzo anche i prezzi degli **oli vegetali** (+0,5% m/m) con l'indice relativo che tocca i massimi da ottobre dello scorso anno. Il contenuto aumento nasconde il terzo incremento consecutivo delle quotazioni dell'olio di palma, a fronte di cali per i listini di olio di semi di girasole e di colza. I prezzi dell'olio di palma continuano a beneficiare dell'aumento delle importazioni e di aspettative per un calo dell'offerta nei due principali Paesi produttori, a cui si associano le norme del Governo indonesiano circa i maggiori utilizzi di **biofuel** a partire dal 2020. In calo dello 0,7% m/m i prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, in flessione per il secondo mese consecutivo, che restano comunque su livelli superiori del 5,6% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. La contrazione dei prezzi riflette le quotazioni inferiori del formaggio, che hanno più che compensato i rialzi messi a segno dal latte in polvere, sia intero che scremato. Il calo dei prezzi del formaggio risente dei maggiori volumi disponibili per l'esportazione, mentre il rialzo del latte in polvere beneficia della più elevata domanda di importazioni dai Paesi asiatici. In stabilizzazione i prezzi del burro dopo quattro mesi consecutivi di calo. Nono mese di fila di aumento per i prezzi delle **carni** (+0,9% m/m). Salgono i corsi delle carni ovine, bovine e suine mentre scendono quelli del pollame. Rimbалzo per lo **zucchero** che, dopo la flessione di 3,9% m/m di settembre, torna a salire di 5,8% m/m grazie ad aspettative per fondamentali più favorevoli nel corso della stagione 2019/20. In particolare, le coltivazioni di canna da zucchero in India risultano ridimensionate di circa il 10% rispetto all'annata precedente: ciò dovrebbe riflettersi in una significativa contrazione della produzione. Previsioni di calo anche per l'offerta thailandese, attesa in calo di circa il 7% a/a, penalizzata da condizioni metereologiche particolarmente secche. Nel complesso si conferma però la volatilità dei prezzi dello zucchero che risentono del mutevole clima indiano, dell'andamento delle quotazioni internazionali del greggio e del real brasiliano.

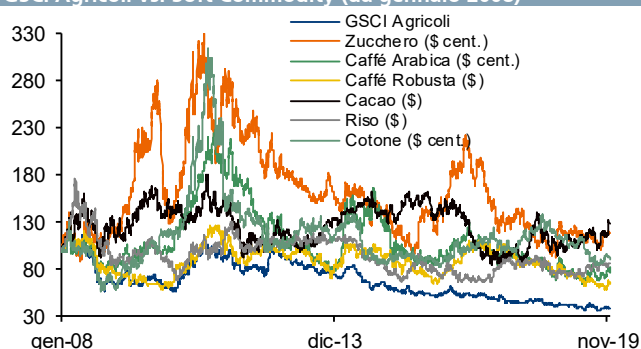


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: nuova revisione al ribasso per le stime di produzione.** La FAO, nel rapporto di novembre sui fondamentali di mercato per i cereali, ha rivisto al ribasso, per il secondo mese consecutivo, le previsioni di offerta per la stagione in corso di 2,3 milioni di tonnellate (mt) a 2.704 mt. Ad ottobre le stime erano già state tagliate di 2,2 mt ma, nel complesso, la produzione globale di cereali nel 2019/20 dovrebbe comunque risultare superiore a quella della stagione precedente di circa 47 mt (+1,8% a/a). Se nel rapporto del mese precedente le limitature erano concentrate tra riso e frumento, in quello più recente il taglio delle stime è diffuso a frumento, mais e orzo a fronte di previsioni sostanzialmente invariate rispetto ad ottobre per il riso. La produzione di **frumento** è stata rivista al ribasso di 1 mt rispetto al rapporto precedente a 765 mt (ad ottobre aveva subito un'ulteriore revisione verso il basso di 1 mt) ma comunque su livelli ai massimi storici e in aumento del 4,5% rispetto alla scorsa stagione. Le limitature riflettono prospettive per un raccolto meno abbondante in Australia (a causa della siccità che sta colpendo il Paese) e in Kazakistan, che dovrebbero più che compensare le attese per una produzione superiore a quanto precedentemente previsto in Unione Europea e Ucraina. Per quanto riguarda invece la stagione 2020/21, nell'Emisfero boreale la semina è in corso. In Unione Europea il terreno secco ha ritardato la semina, soprattutto nei Paesi dell'Est. La siccità ha colpito anche l'Ucraina: ciò dovrebbe riflettersi in minori aree coltivate rispetto alla stagione corrente. Invece in Russia, grazie a condizioni meteo favorevoli e alle politiche governative finalizzate a stimolare le esportazioni, le aree coltivate dovrebbero superare quelle del 2019/20. Nell'Emisfero australe le coltivazioni di frumento inizieranno a partire dal prossimo anno. Revisioni al ribasso di 1,3 mt per la produzione di **cereali secondari** a 1.425 mt, comunque in aumento di 1,2% rispetto alla stagione precedente. La siccità in Australia dovrebbe limitare i rendimenti delle coltivazioni di orzo, così come quella registrata in Messico dovrebbe frenare i raccolti di mais. Per quanto riguarda la stagione 2020/21, nell'Emisfero australe la semina del mais è già in corso: le coltivazioni sudafricane, il principale produttore africano, sono previste in espansione grazie anche a condizioni meteorologiche favorevoli. In Sudamerica invece le aree coltivate dovrebbero restare

pressoché invariate rispetto alla stagione 2019/20 ma il clima secco potrebbe minare i rendimenti. Sostanzialmente invariata la stima per il raccolto globale di **riso** a 513,4 mt, che dovrebbe quindi confermarsi sui volumi della stagione precedente. Le revisioni verso l'alto per le stime di produzione in India, Bangladesh e Vietnam compensano le correzioni per Thailandia, Indonesia e Giappone. Nella stagione in corso i consumi dovrebbero ammontare a 2.709 mt (al ribasso da 2.714 mt dello scorso rapporto), in crescita di 1,2% dalle 2.678 mt della stagione precedente. La nuova stima risente di previsioni per un minor consumo di frumento (760 mt da 762 mt precedenti e 748 mt nel 2018/19) che rimane comunque su livelli record. Contenuta anche la revisione per i consumi di cereali secondari che dovrebbero comunque mantenersi su livelli record a 1.434 mt (1.436 mt precedenti) da 1.431 mt del 2018-19. Le stime per maggiori utilizzi di orzo (+5% a/a) sono state bilanciate dalle revisioni al ribasso per quelli di sorgo. Le previsioni per il consumo di riso sono invece rimaste sostanzialmente invariate a 516 mt e in rialzo da 510 mt della stagione precedente. Non subiscono significative revisioni le stime per le scorte globali di cereali a 850 mt, che si confermano in calo di 1,5% rispetto ai loro livelli di inizio stagione. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi attestarsi al 30,4%, invariato rispetto allo scorso rapporto e in modesto calo dal 31,8% della stagione precedente. A livello di singoli prodotti agricoli si prevede un aumento delle scorte di frumento (275 mt da 270 mt del 2018/19, 273 mt nel rapporto precedente, il secondo livello più elevato nella storia), con la maggior parte dell'accumulo concentrato in Cina. Si confermano invece le stime per un calo delle scorte finali di cereali secondari (394 mt da 409 mt del 2018/19, rivisto al ribasso da 398 mt del rapporto precedente), con un rapporto scorte/consumi a 26,2% (rivisto da 26,5%) da 28,6% dell'annata precedente. In particolare, il calo delle scorte cinesi e previsioni per un raccolto deludente negli Stati Uniti dovrebbe riflettersi in una flessione di 25 mt (-7% a/a) delle scorte globali di mais. I magazzini di riso dovrebbero invece terminare la stagione con scorte vicine ai livelli iniziali (181 mt da 183 mt, rivisto marginalmente da 179 mt) portando il rapporto scorte/consumi a 22,7% (rivisto da 22,2%) da 22,4% della scorsa stagione. Il commercio internazionale in cereali è previsto mantenersi sui volumi della scorsa stagione a 415 mt (+0,7% a/a, invariato rispetto al rapporto precedente).

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	366,8	390	420	450	458	490
Frumento (\$ cent.)	515,5	520	510	500	503	500
Soia (\$ cent.)	905,0	925	930	940	940	950
Cotone (\$)	62,2	63,0	64,0	64,0	64	64
Cacao	2.682,0	2.490	2.490	2.490	2.490	2.490
Zucchero	12,8	12,4	12,4	12,4	12	12,4
Caffè (arabica)	109,7	100	110	112	113	120
Caffè (robusta)	1.349,0	1.250	1.275	1.300	1.294	1.360

Fonte: Intesa Sanpaolo

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Permane la cautela circa la guerra commerciale, a seguito del dialogo fra USA e Cina: l'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli. Non cambia l'analisi sul comparto: la volatilità continuerà ad essere uno dei fattori predominanti nel breve termine, mentre nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza di eventuali fenomeni meteo negativi, creando così incertezza sulla disponibilità di forniture con la formazione di pressioni rialziste sui prezzi. Pur in una stagionalità povera di spunti specifici, ancora una volta potrebbero essere le *soft commodity* a risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, dipendendo maggiormente dai fondamentali positivi e recitando il ruolo di valida alternativa di investimento nella rotazione degli asset in portafoglio degli investitori. Prevediamo per il mais una quotazione media di 390 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e di 458 centesimi per il 2020. L'idea è che il **mais** possa scambiare stabilmente in un intervallo di 340-500 centesimi. Per il **frumento** è atteso un prezzo medio di 520 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e una media di 503 centesimi di dollaro per il 2020. Stimiamo per la **soia** un prezzo di 925 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e 940 centesimi di dollaro per il 2020.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	20.11.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	366,8	390,0	397,5	402,5	405,0	411,0
Frumento (\$ cent.)	515,5	500,0	500,0	500,0	483,5	481,0
Soia (\$ cent.)	905,0	890,0	900,0	940,0	913,0	930,0
Cotone (\$)	62,2	65,0	66,0	70,0	70,0	69,9
Cacao	2.682,0	2.435	2.425	2.440	2.450	2.464
Zucchero	12,8	12,5	12,6	12,5	13,1	13,8
Caffè (arabica)	109,7	105,0	110,0	110,0	105,0	103,5
Caffè (robusta)	1.349,0	1.355	1.395	1.408	1.400	1.360

Fonte: consenso Bloomberg

## 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 Refinitiv, 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, Refinitiv 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 25.10.2019.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.



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

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

## Certificazione dell'analista

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

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

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

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

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

### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi  
Fulvia Riso  
Andrea Volpi

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Maria Giovanna Cerini, Cristina Baiardi