

## Commodity: tregua sui dazi ma resterà alta la volatilità

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Rinnoviamo la cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. Nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 50 e i 75 dollari. Il quadro di fondo resta quindi legato alle previsioni di una domanda in diminuzione a fronte di un mercato in surplus in cui perdurano abbondanti riserve, nonostante i Paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture siano destinate a susseguirsi. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti sauditi 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. I timori sulle 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.

**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo, ci attendiamo un rialzo contenuto dei prezzi dell'oro.** Non cambia il quadro di fondo sui Metalli Preziosi: la volatilità rimarrà un fattore costante sui mercati e questo dovrebbe sostenere ancora l'avversione al rischio degli investitori, finendo per supportare i Preziosi. L'attuale contesto, che vede politiche monetarie espansive, persistente incertezza e un quadro politico e geopolitico ancora teso, è 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 a fronte della parziale tregua e del rallentamento della crescita globale; b) il percorso di taglio dei tassi della Fed e la reazione del dollaro; c) l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Tutti aspetti che potrebbero aumentare l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi e rafforzando le nostre previsioni rialziste.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale. Nonostante permangano fondamentali positivi, le tensioni commerciali annullano qualsiasi beneficio.** In questa fase di incertezza, nonostante la tregua in atto fra Cina e USA, riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto sarà il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto di fondamentali decisamente in miglioramento, che prevedono livelli di deficit anche per il 2020 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 certificato dal calo del PIL del 3° trimestre. Alla luce dell'oggettiva difficoltà dello scenario e delle tante variabili che gravano sul comparto, ribadiamo anche questo mese l'Outlook Neutrale.

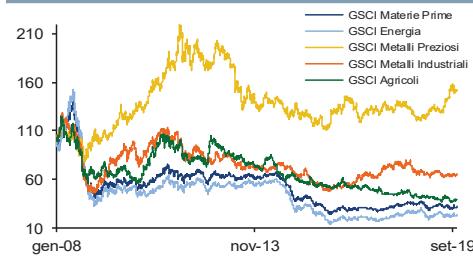
**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale grazie alla tregua fra USA e Cina.** Alla luce del cauto ottimismo sulla guerra commerciale a seguito della tregua fra USA e Cina, l'outlook passa a Moderatamente Positivo da Neutrale sugli Agricoli. La volatilità continuerà ad essere uno dei fattori alla base del settore nel breve termine, mentre nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ad eventuali eventi metereologici negativi, creando così incertezza sulla disponibilità di forniture con conseguenti tensioni rialziste sui prezzi. Ancora una volta le *soft commodity* dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, dipendendo maggiormente dai fondamentali positivi e svolgendo il ruolo di valida alternativa di investimento nella rotazione del portafoglio degli investitori.

### Performance degli indici commodity

|                      | Valore<br>24.10.19 | Var.<br>01.01.12 | % Var.<br>2 anni | % Var.<br>5 anni |
|----------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| GSCI                 | 2.463,6            | 11,8             | 4,2              | -41,1            |
| GSCI Energia         | 463,7              | 21,0             | 13,6             | -50,1            |
| GSCI Met. Preziosi   | 1.771,7            | 16,5             | 14,7             | 15,8             |
| GSCI Met.Industriali | 1.221,3            | 2,8              | -12,8            | -8,6             |
| GSCI Prod. Agricoli  | 333,6              | -4,5             | -13,2            | -36,6            |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 24.10.2019

### 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 24.10.2019 (salvo diversa indicazione).

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

25 ottobre 2019

11:59 CET

Data e ora di produzione

25 ottobre 2019

12:05 CET

Data e ora di prima diffusione

### Nota mensile

Intesa Sanpaolo  
Direzione Studi e Ricerche

Ricerca per investitori  
privati e PMI

Mario Romani

Analista Finanziario

### Outlook Setoriale\*

|              | Ott. | Set. |
|--------------|------|------|
| WTI          | +    | +    |
| Brent        | +    | +    |
| Gas Naturale | =    | =    |
| Gasolio      | =    | =    |
| Oro          | +    | +    |
| Argento      | +    | +    |
| Rame         | =    | =    |
| Alluminio    | =    | =    |
| Zinco        | =    | =    |
| Nickel       | =    | =    |
| Mais         | +    | =    |
| Frumento     | =    | =    |
| Soia         | =    | =    |
| Cotone       | +    | =    |

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

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Performance commodity

| (%)          | 2019  | 2018   |
|--------------|-------|--------|
| WTI          | 23,8  | -24,78 |
| Brent        | 14,6  | -19,18 |
| Gas Naturale | -21,2 | -3,80  |
| Gasolio      | 17,3  | -14,45 |
| Oro          | 17,1  | -2,36  |
| Argento      | 14,8  | -9,78  |
| Rame         | -1,4  | -17,21 |
| Alluminio    | -6,6  | -18,48 |
| Zinco        | 0,5   | -25,32 |
| Nickel       | 57,7  | -15,29 |
| Mais         | 3,1   | 6,16   |
| Frumento     | 2,5   | 16,09  |
| Soia         | 5,8   | -7,59  |
| Cacao        | 1,9   | 24,79  |
| Zucchero     | 2,2   | -21,53 |
| Caffè        | -5,3  | -21,77 |
| Cotone       | -10,5 | -6,84  |

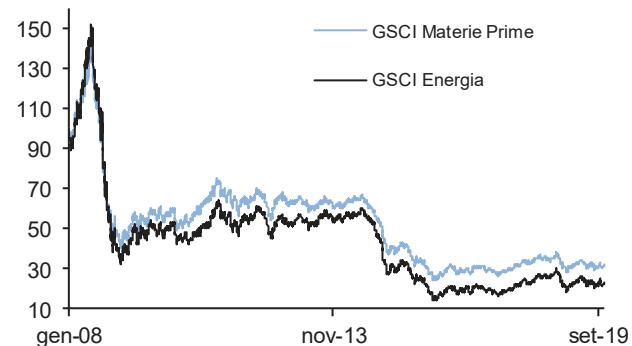
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 24.10.2019

## Energia: permane il consolidamento al rialzo ma crescono i timori sul ciclo

**Commodity:** anche l'FMI certifica la bassa crescita globale e l'impatto negativo delle "trade war". Le materie prime restano strettamente legate alla prospettiva di rallentamento dell'economia globale; questi timori permarranno fino alla fine del 2020, complice anche il pessimo dato sul PIL cinese del 3° trimestre, in calo rispetto alle attese. Il Fondo Monetario Internazionale ha significativamente rivisto al ribasso le stime della crescita mondiale. Secondo le previsioni contenute nell'ultimo World Economic Outlook 2019 (WEO), il PIL mondiale aumenterà del 3% nel 2019, lo 0,2% in meno rispetto a quanto previsto a luglio e ai minimi dalla crisi del 2008-09. La ripresa attesa per il 2020 risulta precaria, soggetta a rischi al ribasso, e dovrebbe prevedere solo una modesta accelerazione, al 3,4%. Secondo l'FMI, le politiche monetarie espansive attuate quasi simultaneamente nei Paesi avanzati e in quelli emergenti hanno consentito di contenere l'impatto negativo delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, che secondo le stime ridurranno il PIL mondiale dello 0,8% entro il 2020. La guerra commerciale 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 il settore automobilistico. Infine, visto che le Banche centrali manterranno un atteggiamento interventista per limitare l'impatto della guerra commerciale, anche le tensioni valutarie non si placheranno. Gli operatori sui cambi di tutto il mondo, intimoriti dalla volatilità dei mercati, esprimono una costante avversione al rischio "di base" e scelgono di spostarsi sulla valuta che rappresenta l'economia che è probabile possa uscire comunque vincitrice dalla fase di tensioni commerciali con la Cina, ovvero il dollaro. Questo effetto sulla valuta USA potrebbe essere smussato se la Fed, come appare probabile, taglierà nuovamente di 25pb il costo del denaro nel meeting del prossimo 30 ottobre.

**Energia: il petrolio consolida sulle tensioni geopolitiche ma soffre per il rallentamento del ciclo e i riflessi sulla domanda.** Cauta fiducia sul consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti è stato il netto isolazionismo in cui è ritornato l'Iran, aspetto che ha portato a un inasprimento dell'embargo USA che allontana la produzione iraniana dal mercato. 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. A pesare sul petrolio anche il brutto dato sul PIL cinese del 3° trimestre, in contrazione rispetto alle attese. Nonostante la debolezza del ciclo cinese, un aumento del 9,4% a/a dei prodotti di raffineria, a settembre, ha evidenziato che la domanda di petrolio in Cina è rimasta comunque forte. Lo scenario di fondo resta quindi legato alle previsioni di una domanda asfittica a livello mondiale a fronte di un mercato in surplus costante in cui persistono abbondanti riserve.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

|                   | Valore<br>24.10.19 | Performance (%)<br>da inizio 2019 | Var. (%)<br>2 anni | Var. (%)<br>5 anni |
|-------------------|--------------------|-----------------------------------|--------------------|--------------------|
| GSCI              | 2.463,6            | 11,8                              | 4,2                | -41,1              |
| GSCI Energia      | 463,7              | 21,0                              | 13,6               | -50,1              |
| WTI (\$)          | 56,2               | 23,8                              | 7,8                | -30,6              |
| Brent (\$)        | 61,7               | 14,6                              | 5,5                | -28,4              |
| Gas Naturale (\$) | 2,3                | -21,2                             | -20,7              | -36,1              |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

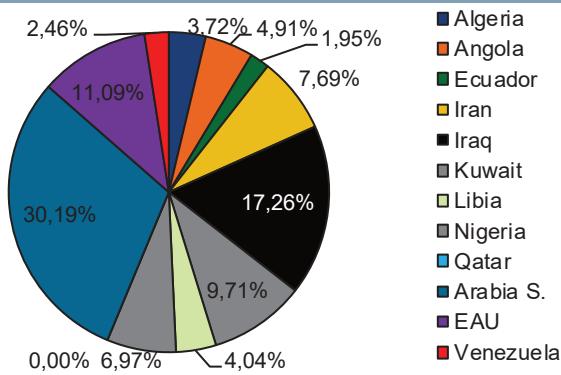
### EIA: mercato in equilibrio nel 2019, modesto surplus nel 2020.

Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di ottobre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) prevede un mercato vicino all'equilibrio nell'anno in corso, con un modesto deficit di 0,02 milioni di barili al giorno (mb/g), e in contenuto surplus di offerta, intorno a 0,3 mb/g, nel 2020. Entrambe le stime sono state riviste rispetto allo STEO di settembre, in cui si stimava un surplus di 0,2 mb/g nel 2019 e di 0,4 mb/g l'anno prossimo. Le stime di crescita per la domanda globale relative all'anno in corso sono state riviste al ribasso di 0,1 mb/g a/a a 0,8 mb/g a/a, confermando un ritmo inferiore a 1,0 mb/g come non succedeva dal 2011, mentre nel 2020 il tasso di crescita dovrebbe essere pari a 1,3 mb/g a/a, al ribasso da 1,4 mb/g a/a previsto in precedenza. La domanda dovrebbe quindi attestarsi a 100,8 mb/g nel 2019 e a 102,1 mb/g nel 2020. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non-OPEC è stata rivista verso il basso sia per il 2019 che per il 2020: nell'anno in corso le estrazioni dovrebbero crescere di 2,1 mb/g a/a a 65,6 mb/g (da 65,7 mb/g precedente), mentre in quello successivo si prevede un aumento di 2,2 mb/g a/a a 67,8 mb/g (da 67,9 mb/g di settembre). Negli Stati Uniti la produzione è attesa in crescita di 1,3 mb/g a/a nel 2019 a 12,3 mb/g, modestamente al rialzo rispetto ai 12,2 mb/g della stima precedente, mentre per il 2020 le previsioni sono state lasciate invariate a 13,2 mb/g (+0,9 mb/g a/a). L'offerta da parte dell'OPEC dovrebbe invece flettere di 2,1 mb/g a/a a 29,8 mb/g nell'anno in corso (al ribasso da 30,1 mb/g precedente) e di 0,2 mb/g a 29,6 mb/g nel 2020 (stima invariata rispetto a settembre).

Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 1,5 mb/g del 2018 a 2,0 mb/g sia per il 2019 che per il 2020. A settembre l'EIA prevedeva un prezzo del Brent intorno a 60,0 dollari al barile (\$/b) nel 4º trimestre del 2019 e a 62,0 \$/b nel 2020; nel più recente rapporto, invece, si stima un prezzo di 59 \$/b negli ultimi tre mesi dell'anno prima di scendere ulteriormente intorno a 57 \$/b entro il 2º trimestre del 2020. Nel complesso, però, nel corso del 2020 il prezzo dovrebbe aggirarsi in media intorno a 60 \$/b, implicando una ripresa nella seconda metà dell'anno. Secondo l'EIA, la revisione verso il basso delle stime di prezzo risente della maggiore incertezza circa lo scenario economico e di domanda globale nei prossimi trimestri. Nel 2020 lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe attestarsi intorno a 5,5 dollari (invariato).

**IEA: lo stop dell'attività saudita frena la produzione di settembre, revisioni al ribasso per le stime di domanda per il 2020.** Nell'Oil Market Report (OMR) di ottobre, l'IEA (International Energy Agency) ha riportato come la produzione globale di petrolio sia calata di 1,5 milioni di barili al giorno (mb/g) a 99,3 mb/g nel mese di settembre, in scia alla temporanea interruzione delle estrazioni in Arabia Saudita dopo l'attacco di metà mese. L'offerta non-OPEC è prevista in crescita di 1,8 mb/g a/a a 64,8 mb/g nel 2019 per poi raggiungere i 67,0 mb/g nel 2020 (stima invariata rispetto allo scorso rapporto). Per quanto riguarda invece la domanda, la stima per l'anno in corso è stata confermata a 100,3 mb/g, in crescita di 1,0 mb/g a/a, mentre quella per il 2020 ha subito una limatura di 0,1 mb/g a 101,5 mb/g. Per bilanciare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC di 29,0 mb/g nel 2020 (invariata da settembre). Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei paesi OCSE, alla fine di agosto, sono aumentate di 20,8 mb m/m a 2.974 mb, 43,1 mb al di sopra della media a cinque anni, mentre i dati preliminari per settembre puntano verso un calo degli stock di circa 21,7 mb.

#### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.09.2019

**OPEC: invariate le stime di domanda, modestamente al ribasso quelle di offerta, ma il quadro per l'OPEC non cambia significativamente.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di ottobre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto le proprie stime per i fondamentali di

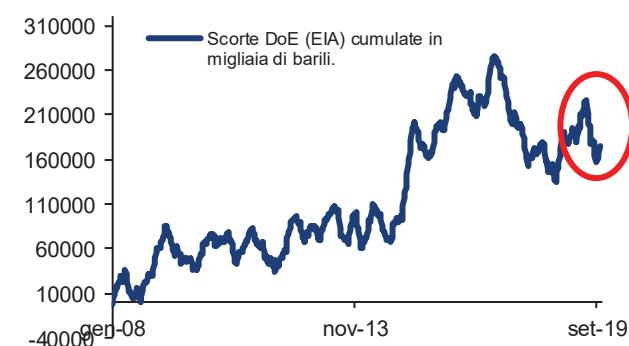
domanda e di offerta per il 2019-20. Le stime di domanda sono rimaste sostanzialmente invariate rispetto al rapporto precedente. La domanda mondiale nel 2019 è infatti prevista in crescita a 99,8 milioni di barili (rivista al ribasso di 0,04 mb/g) al giorno (mb/g) da 98,8 mb/g del 2018, per poi salire a 100,9 mb/g l'anno successivo (anch'esso limitata di 0,04 mb/g rispetto a settembre). Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire a 64,3 mb/g (al ribasso da 64,4 mb/g) nel 2019, per poi aumentare a 66,5 mb/g nel 2020 (previsione rivista da 66,7 mb/g precedente). Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,7 mb/g (in crescita di 0,1 mb/g rispetto allo scorso MOMR), cioè di 0,9 mb/g al di sotto dei livelli del 2018. Revisione al rialzo anche per la produzione necessaria per il 2020 a 29,6 mb/g da 29,4 mb/g precedente. Si stima che nel mese di settembre i paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero aver prodotto una media di 28,49 mb/g, in calo dai 29,74 mb/g di agosto, a causa del temporaneo stop delle estrazioni in Arabia Saudita e dei cali registrati in Venezuela e Iraq, che hanno più che compensato l'aumento dell'attività in Libia, Angola e Congo. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE ad agosto siano aumentate di 10,0 mb m/m a 2.937 mb, 85 mb al di sopra rispetto ai livelli dello stesso periodo dello scorso anno e ancora superiori per 11 mb alla loro media a cinque anni. Rispetto alla loro media le scorte di greggio sono calate di 21,9 mb m/m, 28 mb al di sotto della media quinquennale, mentre quelle di prodotti raffinati sono salite di 32,0 mb m/m, 39 mb al di sopra della loro media di medio termine. In termini di copertura, le scorte commerciali si sono attestate a 60,9 giorni, 1,6 giorni al di sopra dello stesso mese dello scorso anno, ma 1,2 giorni al di sotto della media quinquennale.

#### Performance di medio termine

|                   | 24.10.19 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Energia      | 463,7    | 1,2    | -6,7   | -10,2   | 21,0    |
| WTI (\$)          | 56,2     | 0,4    | -13,8  | -16,5   | 23,8    |
| Gas Naturale (\$) | 2,3      | 3,2    | -7,9   | -27,7   | -21,2   |
| Gasolio (\$)      | 599,0    | 1,8    | -7,3   | -15,2   | 17,3    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

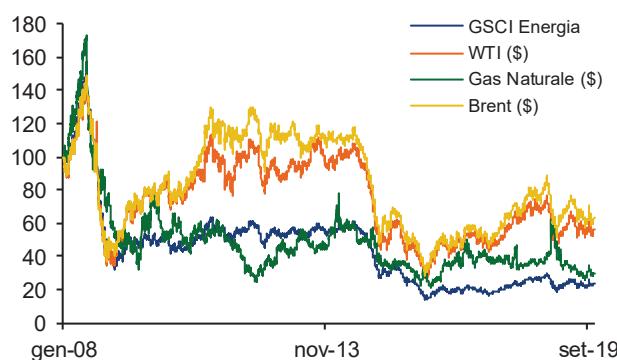
#### WTI: scorte DoE



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

**La dinamica delle scorte USA.** Ennesimo accumulo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. ha infatti evidenziato il sesto rialzo consecutivo degli stock di greggio, che rappresenta la peggior serie negativa da oltre un anno: +4 milioni e 450 mila barili di petrolio. I dati ufficiali del Dipartimento dell'Energia statunitense relativi alle scorte settimanali hanno registrato una contrazione pari a 1,6 milioni di barili (consenso a +2,75 miliardi di barili), a cui si aggiunge il calo di 3,1 mln degli stock di benzine (-2,1 mln stimati dal consenso).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Rinnoviamo la cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. Nei prossimi mesi, il prezzo del greggio resterà all'interno di un range ampio e sarà scambiato tra i 50 e i 75 dollari. Il quadro di fondo resta quindi legato alle previsioni di una domanda in diminuzione a fronte di un mercato in surplus in cui perdurano abbondanti riserve, nonostante i Paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture siano destinate a susseguirsi. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti sauditi 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. I timori sulle 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 (da 64) per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 55 dollari al barile (da 59) per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 64,8 (da 65,5) e 59,8 (da 60,5) dollari al barile nel 2020 e a 60 e 54,9 (da 55,3) 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.<br>24.10.19 | 1° trim.<br>2019 | 2° trim.<br>2020 | Anno<br>2020 | Anno<br>2021 |
|---------------|-----------------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| WTI (\$)      | 56,2                        | 56,5             | 56,0             | 56,0         | 58,0         |
| Brent (\$.)   | 61,7                        | 62,0             | 60,2             | 60,5         | 60,1         |
| Gas Nat. (\$) | 2,3                         | 2,8              | 2,8              | 2,6          | 2,7          |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|               | Valore 4° trim.<br>24.10.19 | 1° trim.<br>2019 | 2° trim.<br>2020 | Anno<br>2020 | Anno<br>2021 |
|---------------|-----------------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| WTI (\$)      | 56,2                        | 55,0             | 57,0             | 60,0         | 59,8         |
| Brent (\$.)   | 61,7                        | 60,0             | 62,0             | 65,0         | 64,8         |
| Gas Nat. (\$) | 2,3                         | 2,80             | 2,80             | 2,50         | 2,65         |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: permangono l'avversione al rischio e la ricerca di asset difensivi

Permane il consolidamento al rialzo: +16,5% da inizio anno. Il quadro dei fondamentali è sostanzialmente immutato rispetto agli scorsi mesi; non a caso il comparto consolida a +16,5% da inizio anno. A sostenere i Preziosi nella miglior performance tra le materie prime (in parallelo col rialzo dell'Energia) resta l'avversione al rischio sui mercati che alimenta la ricerca di beni rifugio, che appaiono come i principali beneficiari del clima di permanente incertezza e volatilità. Dopo che oro e argento si sono spinti ulteriormente al rialzo, a fronte di un peggioramento del clima generale, registriamo ora una fase di consolidamento. I timori sulla crescita globale restano forti, ma la spinta al rialzo per il comparto appare meno vigorosa. Resta valido il quadro relativo al ridotto costo opportunità di detenere metalli preziosi, nello specifico gli operatori si trovano nella condizione migliore per detenere oro. Quando i tassi di interesse sono bassi, infatti, si riduce il costo opportunità di detenere liquidità bloccata fisicamente nel metallo prezioso, perché il fatto che questo non generi interessi, ovvero non produca profitti diretti, è meno penalizzante nei momenti in cui i tassi sono estremamente bassi. In un quadro fortemente caratterizzato dalle politiche monetarie espansive delle principali Banche centrali mondiali, da continua incertezza e da forti tensioni politiche (Presidenziali USA alle porte) e geopolitiche (Medioriente instabile), i metalli preziosi potrebbero registrare ulteriori rialzi. Inoltre, a sostenere il comparto resta ancora l'incertezza legata alla questione Brexit, visti i dubbi sull'esito finale e l'avvicinarsi del termine del 31 ottobre.

Oro e argento consolidano in uno scenario di avversione al rischio e tassi bassi dovuti a Banche centrali espansive. L'approccio accomodante della Fed, concretizzato col taglio dei tassi del 18 settembre scorso, proseguirà probabilmente anche nel meeting del 30 ottobre, giustificato anche dai dati macro in rallentamento espressi dall'economia USA. Uno scenario che ha leggermente indebolito il dollaro, supportando il recupero dell'oro e parzialmente anche dell'argento. Ancora una volta, le tensioni geopolitiche, con l'escalation in Medio Oriente (Siria ma ancora USA e Iran), e le incertezze sulla crescita globale rappresentano l'insieme dei fattori che stanno sostenendo il comparto dei Preziosi.

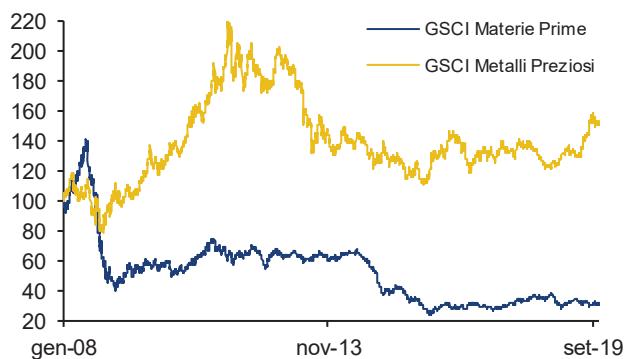
L'oro, dopo essere salito rapidamente verso quota 1.550 dollari nel mese di agosto, ha iniziato un blando ritracciamento che lo sta portando a oscillare intorno a 1.500. A supportare le quotazioni restano i temi già noti: Banche centrali accomodanti che attuano politiche monetarie caratterizzate da bassi tassi d'interesse, la diversificazione delle riserve ufficiali da parte delle Banche centrali dei Paesi Emergenti (le uniche ad acquistare oro) e, infine, l'aumento della volatilità che spinge gli investitori verso gli asset rifugio. I fattori contrari sono invece: 1) un'ipotetica riduzione dell'avversione al rischio, dovuta per esempio a un'inattesa risoluzione della guerra commerciale in atto tra Stati Uniti e Cina; 2) un dollaro americano forte nonostante l'approccio espansivo della Fed. Ricordiamo che la correlazione negativa tra biglietto verde e oro è sfumata perché, in questa fase, anche dollaro e Treasury USA sono percepiti come investimenti difensivi e quindi concorrono con l'oro nella corsa agli 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. Pensiamo infatti che il mercato abbia già scontato gran parte delle notizie negative relative al rallentamento economico globale. Permane qualche ulteriore ipotesi rialzista, ma solo nel caso che la situazione peggiori sfociando in un deciso incremento dell'avversione al rischio.

### Performance di lungo termine

|               | Valore   | Performance (%) | Var.   | Var.   |
|---------------|----------|-----------------|--------|--------|
|               | 24.10.19 | da inizio 2019  | 2 anni | 5 anni |
| GSCI          | 2.463,6  | 11,8            | 4,2    | -41,1  |
| GSCI Preziosi | 1.771,7  | 16,5            | 14,7   | 15,8   |
| Oro (\$)      | 1.501,1  | 17,1            | 17,4   | 21,9   |
| Argento (\$)  | 17,8     | 14,8            | 4,9    | 3,3    |
| Platino (\$)  | 921,5    | 15,9            | -0,2   | -26,3  |
| Palladio (\$) | 1.774,0  | 40,7            | 84,5   | 127,1  |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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

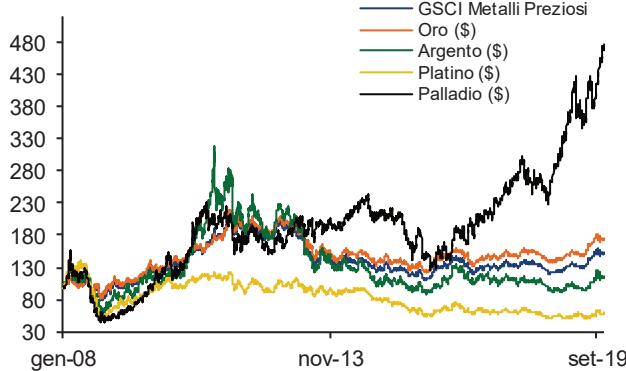


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La performance da inizio anno dell'**argento** ha accelerato ancora nell'ultimo mese (circa +15%), col metallo più allineato al risultato dell'intero comparto dei Preziosi. Nell'arco di 3 mesi l'argento ha invertito la tendenza negativa di lungo periodo, allineandosi all'oro, sulla scia della domanda degli investitori finanziari. Il mercato dell'argento ha una componente importante nella domanda industriale, con dinamiche di prezzo molto diverse rispetto all'oro. In futuro i prezzi resteranno relativamente stabili, probabilmente sostenuti da una possibile ripresa della produzione industriale il prossimo anno. Proprio per questo aspetto, l'evoluzione della guerra commerciale USA-Cina sarà un fattore da monitorare a causa dell'impatto sulla domanda industriale. Prevediamo un prezzo medio di 17,5 dollari (da 19) per il 4° trimestre 2019 e 18,4 dollari (da 19) per tutto il 2020.

**Muta ancora il quadro su Platino e Palladio.** Le performance da inizio anno di palladio e platino tornano a differenziarsi a causa dello scivolone del platino nell'ultimo mese. Il temporaneo distacco tra prezzi finanziari e fondamentali reali dei due metalli è quindi venuto meno e gli investitori sono tornati a concentrarsi sulle opposte prospettive della domanda dei due metalli. 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. 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 netto calo, e quelli a benzina, a cui si somma anche l'aumento della fetta di mercato legata alle auto ibride o elettriche. Prevediamo una quotazione per il platino di 860 dollari l'oncia (da 825) nel 4° trimestre 2019 e 835 dollari (da 825) 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 (da 1.500) nel 4° trimestre 2019 e di 1.600 (da 1.550) per il 2020.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|                  | 24.10.19 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI M. Preziosi | 1.771,7  | 6,1    | 17,4   | 21,3    | 16,5    |
| Oro (\$)         | 1.501,1  | 6,3    | 17,5   | 22,0    | 17,1    |
| Argento (\$)     | 17,8     | 8,7    | 18,9   | 21,6    | 14,8    |
| Platino (\$)     | 921,5    | 5,9    | 3,8    | 11,4    | 15,9    |
| Palladio (\$)    | 1.774,0  | 15,7   | 25,1   | 60,5    | 40,7    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, ci attendiamo un rialzo contenuto dei prezzi dell'oro.** Non cambia il quadro di fondo sui Metalli Preziosi: la volatilità rimarrà un fattore costante sui mercati e questo dovrebbe sostenere ancora l'avversione al rischio degli investitori, finendo per supportare i Preziosi. L'attuale contesto, che vede politiche monetarie espansive, persistente incertezza e un quadro politico e geopolitico ancora teso, è 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 a fronte della parziale tregua e del rallentamento della crescita globale; b) il percorso di taglio dei tassi della Fed e la reazione del dollaro; c)

l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Tutti aspetti che potrebbero ampliare ulteriormente l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi e rafforzando le nostre previsioni rialziste.

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

|               | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno    | Anno    |
|---------------|-----------------|----------|----------|---------|---------|
|               | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020    | 2021    |
| Oro (\$)      | 1.501,1         | 1.487,5  | 1.480,0  | 1.475,0 | 1.500,0 |
| Argento (\$)  | 17,8            | 17,0     | 17,3     | 16,9    | 17,0    |
| Platino (\$)  | 921,5           | 886,0    | 880,0    | 900,0   | 900,0   |
| Palladio (\$) | 1.774,0         | 1.437,5  | 1.325,0  | 1.362,5 | 1.350,0 |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|               | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno  | Anno  |
|---------------|-----------------|----------|----------|-------|-------|
|               | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020  | 2021  |
| Oro (\$)      | 1.501,1         | 1.500    | 1.500    | 1.500 | 1.505 |
| Argento (\$)  | 17,8            | 17,5     | 18,0     | 18,0  | 19,00 |
| Platino (\$)  | 921,5           | 860      | 850      | 840   | 835   |
| Palladio (\$) | 1.774,0         | 1.600    | 1.600    | 1.600 | 1.555 |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: ancora in attesa dell'esito della diatriba commerciale

**La tregua fra USA e Cina consente un marginale recupero.** Gli Industriali si sono allontanati dai minimi di agosto/settembre sfruttando la tregua fra Cina e USA. Il comparto dei metalli industriali, pur godendo di fondamentali forse fra i più positivi all'interno dell'universo delle materie prime, resta legato all'economia cinese e, di conseguenza, risulta il maggiormente 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 e in maniera diretta sulla domanda di metalli industriali. I metalli, infatti, sono risorse decisamente cicliche che viaggiano di pari passo con la forza (o meno) dell'economia cinese, e di conseguenza globale. Tuttavia, secondo le previsioni, la maggior parte dei metalli dovrebbe vedere un mercato in deficit sia per questo 2019 che per il 2020. Le scorte mondiali sono in restringimento, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria (il riciclo/recupero) e gli investimenti infrastrutturali e produttivi languono nell'incertezza del futuro. Alla luce di questo quadro, confermiamo l'idea che qualora ci si focalizzasse sulle caratteristiche specifiche del comparto, superando le tensioni esterne, ci sarebbe maggior agio per un recupero solido delle quotazioni.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

|                  | Valore<br>24.10.19 | Performance (%)<br>da inizio 2019 | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|
| GSCI             | 2.463,6            | 11,8                              | 4,2              | -41,1            |
| GSCI Industriali | 1.221,3            | 2,8                               | -12,8            | -8,6             |
| Rame (\$)        | 5.880,0            | -1,4                              | -16,1            | -12,1            |
| Alluminio (\$)   | 1.724,0            | -6,6                              | -21,1            | -12,4            |
| Zinco (\$)       | 2.532,3            | 0,5                               | -22,0            | 12,1             |
| Nickel (\$)      | 16.860,0           | 57,7                              | 42,1             | 12,3             |

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

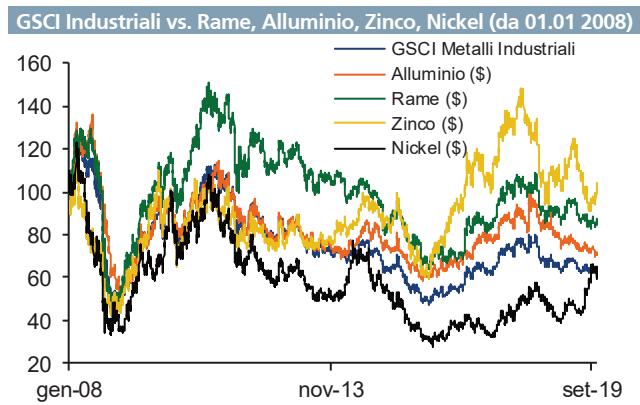
(consenso 6,1% a/a), il ritmo più lento dai primi anni '90. Non si escludono ulteriori rallentamenti nei prossimi trimestri, nonostante politiche fiscali e monetarie più accomodanti, in scia a un contesto globale ancora incerto e a segnali di debolezza per le dinamiche economiche domestiche.

Gli **indici PMI** di settembre rilevati dall'Istituto Caixin hanno evidenziato un miglioramento dell'attività manifatturiera cinese a 51,4 da 50,4 precedente, ai massimi dal febbraio del 2018, grazie a un'accelerazione della produzione a fronte però di un nuovo calo degli ordinativi per l'export, confermando la debolezza della domanda estera. In calo, invece, l'indice relativo ai servizi, a 51,3 da 52,1 di agosto. Nel complesso, le indagini, seppur segnalando una stabilizzazione dell'attività con l'indice composito a 51,9 da 51,6 precedente, continuano a riflettere il rallentamento della domanda globale per l'export cinese.

Sul fronte dei dati reali, il mese di settembre non ha offerto particolari segnali per una significativa ripresa dell'attività cinese. A settembre la dinamica commerciale cinese ha infatti rallentato ulteriormente, con le **esportazioni** che, dopo la flessione di 1,0% a/a di agosto, si sono contratte di 3,2% a/a (contro attese per un calo più contenuto di 2,8% a/a), mentre le **importazioni** sono scese di 8,5% a/a dopo la contrazione di 5,6% a/a del mese precedente; erano previste in diminuzione di 6,0% a/a. I dati risentono del marcato calo del commercio con gli Stati Uniti (-20,6% a/a da -17,4% a/a, in flessione del 14,8% da inizio anno), che risente dei nuovi dazi imposti nel mese in esame, con Hong Kong (-11,7% a/a da -6,7% a/a) e con la Corea del Sud (-20,3% a/a da -11,3% a/a). Il "mini-accordo" raggiunto a Washington l'11 ottobre ha impedito l'ennesimo rialzo dei dazi ma non sembrerebbe tale da innescare una riaccelerazione del commercio con gli Stati Uniti e da rimuovere l'incertezza e i rischi che frenano la domanda globale. La **produzione industriale** è salita di 5,8% a/a da 4,4% a/a precedente, al di sopra delle attese per un aumento più contenuto a 4,9% a/a, grazie a una ripresa dell'attività manifatturiera (5,6% a/a da 4,3% a/a), al marcato rialzo di quella mineraria (5,8% a/a da 4,4% a/a) e a una dinamica stabile per la produzione di energia (5,9% a/a, come ad agosto). I segnali di debolezza continuano però ad emergere dagli **investimenti fissi**, che rallentano a 5,4% a/a da 5,5% a/a precedente, con il progressivo aumento di quelli delle imprese a proprietà statale che non riesce a frenare il continuo rallentamento di quelli privati. È possibile che la dinamica degli investimenti rimanga debole anche nei prossimi mesi, frenata dal rallentamento della domanda e da una dinamica dei prezzi alla produzione sfavorevole. Sul fronte dei consumi, invece, le **vendite al dettaglio** sono salite di 7,8% a/a da 7,5% a/a di agosto, mentre le immatricolazioni di automobili sono scese di 6,3% a/a dopo che nel mese precedente si erano contratte di 7,7% a/a. Il **settore immobiliare** continua a risentire di un rallentamento della crescita dei prezzi delle case nuove: +0,5%

m/m da +0,6% m/m precedente, con la variazione tendenziale che frena a 8,6% a/a da 9,1% a/a di agosto.

Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno evidenziato un'**inflazione** che a settembre ha raggiunto il 3,0% a/a da 2,8% a/a precedente. Come nei mesi precedenti, però, la misura *headline* continua a risentire del marcato aumento dei prezzi alimentari (11,2% a/a da 10,0% a/a, che subisce l'effetto della peste suina sui prezzi delle carni) e nasconde una dinamica *core*, al netto delle componenti alimentare ed energetica, che si conferma a 1,5% a/a come ad agosto, con rischi prevalentemente verso il basso. Prosegue la deflazione dei prezzi alla produzione (-1,2% a/a da -0,8% a/a), intensificando non solo i rischi al ribasso per i prezzi al consumo ma anche per l'attività cinese, soprattutto industriale, con effetti particolarmente dannosi sui profitti aziendali e con effetti a strascico anche sulla capacità delle imprese di far fronte agli elevati livelli di debito e sugli investimenti, che potrebbero frenare ulteriormente. Nei prossimi mesi dovremmo continuare ad assistere a un'inflazione *headline* in crescita, una *core* stabile e a prezzi dei produttori ancora deboli. La peste suina ha infatti colpito in maniera significativa gli allevamenti e il deficit di offerta dovrebbe continuare a spingere i prezzi al rialzo, mentre un'attività economica domestica e internazionale in rallentamento non dovrebbe offrire particolari spunti di irrobustimento per i **prezzi alla produzione**. Dopo il taglio sul tasso LPR a un anno (quello di riferimento per i prestiti) di settembre la Banca centrale potrebbe, nei prossimi mesi, continuare ad allentare progressivamente, e a piccoli passi, la politica monetaria, cercando di bilanciare le necessità di supportare l'economia e di evitare l'esacerbarsi degli squilibri finanziari.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro sui singoli metalli.** **Rame:** le tensioni commerciali sono più forti del calo delle scorte. Il rame non sembra in grado di capitalizzare le notizie positive lasciandosi schiacciare dalle tensioni commerciali. Le scorte ufficiali nei magazzini del London Metal Exchange e dello Shanghai Futures Exchange sono in calo ma non riescono a sostenere i prezzi. A supportare il recupero delle quotazioni del rame dovrebbe contribuire anche una serie di incidenti e rallentamenti

produttivi che ha messo in forse circa l'8% della produzione mineraria globale. Anche dal lato cinese non ci sono news positive; l'associazione che riunisce i maggiori raffinatori del paese (il China Smelter Purchase Team) ha deciso di incrementare il livello minimo dei costi di raffinazione (ovvero lo sconto richiesto alle miniere sul materiale grezzo rispetto alla quotazione del rame raffinato) del 20% rispetto al trimestre precedente. Infine, si è registrato un ennesimo dato negativo sui prezzi delle case in Cina, in rallentamento per il quarto mese consecutivo a settembre. Uno scenario che alimenta i timori di una possibile ulteriore frenata per un settore 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:** permane una scarsa tensione rialzista in un quadro non roseo. Il quadro resta non favorevole all'alluminio anche se, in vista dell'inverno, aumentano le attese per il rinnovo delle chiusure forzate degli impianti per abbattere i livelli di inquinamento in Cina. E' probabile però che le chiusure non saranno così aggressive come negli scorsi anni e l'effetto positivo sui prezzi più sfumato. 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 e nell'indebolimento della domanda espressa dall'industria elettronica e automobilistica. Pur essendoci stata nel corso del 2019 una leggera diminuzione nella produzione di alluminio (-0,5%), l'offerta rimarrà superiore alla domanda. Prevediamo un prezzo di 1.750 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 1.740 dollari in media per l'intero 2020. **Zinco:** i fondamentali solidi non favoriscono il recupero delle quotazioni. Benché il mercato dello zinco raffinato resterà probabilmente ancora in deficit anche nel 2020, dopo il deficit del 2019, il prezzo è andato di pari passo con il sentimento (negativo), strettamente connesso alle tensioni commerciali. 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:** Indonesia e Filippine ma anche sospetti sulla manipolazione dei prezzi. I fondamentali del nickel sono tra i più solidi nel comparto dei metalli pur derivando quasi totalmente da fattori politici esterni e non da veri e propri elementi specifici legati alla domanda/offerta di nickel. 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. Altro fattore rialzista è l'aspettativa di maggiori consumi per le batterie in futuro, legati al diffondersi dell'auto elettrica. Resta un sospetto di fondo legato alla possibile manipolazione del prezzo da parte di alcuni operatori, a causa del forte contrasto tra i segnali di debolezza che arrivano dal mercato fisico del nickel e la situazione all'LME, dove tutto sembra invece suggerire un'estrema ma al contempo sospetta, scarsità di metallo. 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**

|                       | 24.10.19 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-----------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Met. Industriali | 1.221,3  | 0,0    | -2,3   | -3,0    | 2,8     |
| Rame (\$)             | 5.880,0  | -2,1   | -7,6   | -5,6    | -1,4    |
| Alluminio (\$)        | 1.724,0  | -5,6   | -7,2   | -13,5   | -6,6    |
| Zinco (\$)            | 2.532,3  | 3,1    | -11,1  | -6,6    | 0,5     |
| Nickel (\$)           | 16.860,0 | 19,8   | 36,8   | 38,8    | 57,7    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale.** Nonostante permangano fondamentali positivi, le tensioni commerciali annullano qualsiasi beneficio. In questa fase di grande incertezza, nonostante la tregua in atto fra Cina e USA, riconfermiamo l'idea secondo cui il comparto sarà il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto di fondamentali decisamente in miglioramento, che prevedono livelli di deficit anche per il 2020 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 certificato dal calo del PIL del 3° trimestre. Alla luce dell'oggettiva difficoltà dello scenario e delle tante variabili incerte che gravano sul comparto, ribadiamo anche questo mese il nostro Outlook Neutrale.

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

|                | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno   | Anno   |
|----------------|-----------------|----------|----------|--------|--------|
|                | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020   | 2021   |
| Rame (\$)      | 5.880,0         | 5.800    | 5.900    | 6.000  | 5.906  |
| Alluminio (\$) | 1.724,0         | 1.775    | 1.800    | 1.775  | 1.788  |
| Zinco (\$)     | 2.532,3         | 2.400    | 2.350    | 2.400  | 2.375  |
| Nickel (\$)    | 16.860,0        | 16.300   | 16.000   | 15.000 | 14.900 |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|                | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno   | Anno   |
|----------------|-----------------|----------|----------|--------|--------|
|                | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020   | 2021   |
| Rame (\$)      | 5.880,0         | 5.800    | 5.800    | 5.800  | 5.788  |
| Alluminio (\$) | 1.724,0         | 1.750    | 1.750    | 1.750  | 1.740  |
| Zinco (\$)     | 2.532,3         | 2.350    | 2.300    | 2.300  | 2.295  |
| Nickel (\$)    | 16.860,0        | 16.300   | 16.000   | 16.000 | 15.938 |

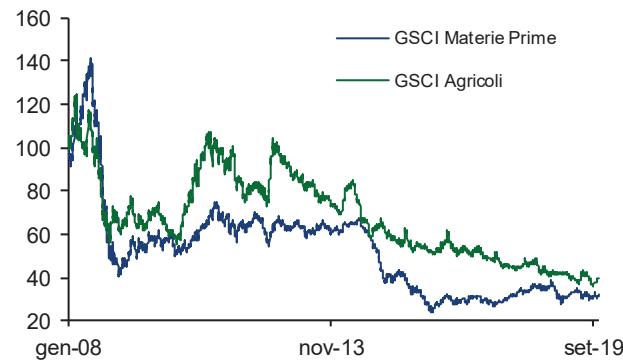
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: dopo il calo estivo, prosegue il recupero anche ad ottobre

**Agricoli: prosegue il marginale recupero, complice la tregua commerciale fra USA e Cina.** Si intensifica il marginale recupero per le materie prime agricole a ottobre, di pari passo con la tregua sul commercio fra USA e Cina. 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 legata al confronto più aspro fra le parti durante le trattative commerciali. In questo contesto si era inserita anche la volatilità di diverse valute di alcuni Paesi emergenti che sono anche importanti paesi produttori.

**Il punto sulla trattativa commerciale fra USA e Cina.** Dopo diversi mesi di tensioni crescenti, gli incontri che si sono tenuti a Washington il 10 e l'11 ottobre tra Cina e Stati Uniti, in cui sono stati coinvolti direttamente il vicepremier cinese Liu He e il presidente statunitense Trump, si sono conclusi con un "mini-accordo" che ha sancito una tregua temporanea nella guerra commerciale tra i due paesi. Il rialzo dei dazi dal 25% al 30% su 250 miliardi di merci cinesi importate negli Stati Uniti, programmato per il 15 ottobre, è stato sospeso, ma nel complesso le concessioni di Pechino sono state modeste e sostanzialmente quasi invariate rispetto a quelle offerte nei precedenti round di negoziazione. I rappresentanti cinesi si sono infatti impegnati ad acquistare fino a 50 miliardi di dollari di prodotti agricoli USA (senza però specificare tempi di attuazione) e hanno aperto a una maggiore trasparenza sulle dinamiche valutarie, sulla proprietà intellettuale e sulla liberalizzazione dei servizi finanziari. Al momento non è ancora stato pubblicato un documento che racchiuda l'accordo raggiunto e i dettagli verranno discussi nei negoziati tecnici in programma nelle prossime settimane. Il Segretario al Commercio statunitense ha però sottolineato come l'accordo tra i due Paesi non debba necessariamente essere siglato il mese prossimo, in occasione del forum APEC (Asia-Pacific Economic Cooperation) in Cile. Evento in cui Trump dovrebbe incontrare il presidente Xi Jinping e che sembrava l'occasione mediatica giusta per la tanto agognata intesa.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

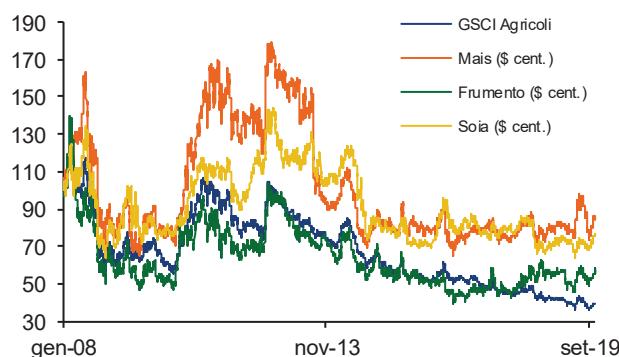
|                     | Performance di lungo termine |                                   |                  |                  |
|---------------------|------------------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|
|                     | Valore<br>24.10.19           | Performance (%)<br>da inizio 2019 | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
| GSCI                | 2.463,6                      | 11,8                              | 4,2              | -41,1            |
| GSCI Agricoli       | 333,6                        | -4,5                              | -13,2            | -36,6            |
| Mais (\$ cent)      | 386,8                        | 3,1                               | 10,2             | 9,6              |
| Frumento (\$ cent.) | 516,0                        | 2,5                               | 18,5             | -0,3             |
| Soia (\$ cent)      | 933,3                        | 5,8                               | -4,3             | -4,5             |
| Cotone (\$ cent)    | 64,7                         | -10,5                             | -6,7             | 1,3              |
| Cacao               | 2.463,0                      | 1,9                               | 18,2             | -19,2            |
| Zucchero            | 12,3                         | 2,2                               | -13,3            | -24,9            |
| Caffè (arabica)     | 96,5                         | -5,3                              | -21,7            | -49,6            |
| Caffè (robusta)     | 1.207,0                      | -19,9                             | -40,0            | -40,5            |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di ottobre: revisione al rialzo per le scorte globali di frumento, al ribasso per quelle di mais e di soia nel 2019-20.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di ottobre, 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. Nella stagione 2019-20 le stime dell'USDA prevedono scorte globali di **frumento** in crescita del 3,6% rispetto allo scorso anno a 288 milioni di tonnellate (mt), rivisto al rialzo da 287 mt del rapporto di settembre. Le stime di produzione sono state riviste marginalmente verso il basso a 765,2 mt da 765,5 mt, ma comunque in crescita del 4,8% rispetto alla stagione 2018-19. Limatura anche per le previsioni di domanda di 1 mt a 755 mt, in crescita di 2,5% dall'annata precedente. Un'offerta in crescita a tassi superiori rispetto alla domanda implica dunque un aumento del rapporto scorte-consumi al 38,1% da 37,9% stimato a settembre e da 37,7% della scorsa stagione. Nuova revisione al ribasso dopo quella di settembre invece per le scorte di **mais**: stimate in calo del 6,6% a/a a 303 mt da 306 mt del rapporto precedente; la revisione non riflette però una significativa modifica delle stime di domanda e offerta ma una variazione delle scorte iniziali, che sono previste a 324 mt da 330 mt del rapporto precedente. Sostanzialmente invariate rispetto a settembre le stime di produzione a 1.104,0 mt da 1.104,9 mt, in calo di 1,7% rispetto al 2018-19, mentre la domanda è prevista in calo rispetto alla stagione precedente di 1,3% a 1.125 mt da 1.128 mt del WASDE precedente. Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi attestarsi a 26,9% (al ribasso da 27,1% di settembre) da 28,4% del 2018-19. Per la **soia** l'USDA prevede scorte in flessione del 13,3% a/a (dopo l'aumento di 13,8% registrato nel 2018-19) a 95 mt (riviste al ribasso da 99 mt di settembre). La produzione è prevista in calo a 339 mt (rivista da 341 mt precedente) da 359 mt della scorsa stagione (-5,5% a/a), mentre i consumi dovrebbero aumentare a 352 mt (modestamente al ribasso da 353 mt della stima precedente) da 345 mt dell'annata 2018-19 (+2,0% a/a). Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi normalizzarsi a 27,0% (28,1% nel WASDE precedente) da 31,8% del 2018-19.

Infine, per quanto riguarda i prodotti derivati le scorte di farina di soia dovrebbero contrarsi di 1,0% a/a a 11,1 mt (a settembre erano previste a 11,9 mt) da 11,3 mt del 2018-19. Il rapporto scorte-consumi dovrebbe portarsi a 4,7% (al ribasso) da 4,9% della scorsa stagione, in scia all'aumento dei consumi a ritmi superiori alla produzione. Invariate le previsioni per le scorte di olio di soia che si confermano in calo a 3,7 mt da 3,8 mt del 2018-19. La stima per il rapporto scorte-consumi è quindi confermata a 6,4% da 6,8% della scorsa stagione.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

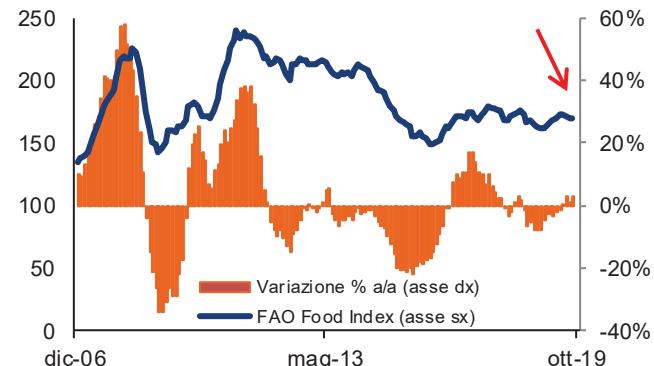
|                     | 24.10.19 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|---------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Agricoli       | 333,6    | -2,9   | -2,9   | -2,9    | -4,5    |
| Mais (\$ cent.)     | 386,8    | -7,6   | 11,3   | 7,1     | 3,1     |
| Frumento (\$ cent.) | 516,0    | 3,3    | 18,7   | 5,9     | 2,5     |
| Soia (\$ cent.)     | 933,3    | 5,8    | 8,6    | 10,9    | 5,8     |
| Cotone (\$)         | 64,7     | 1,3    | -16,0  | -16,8   | -10,5   |
| Cacao               | 2.463,0  | 0,0    | 9,0    | 15,3    | 1,9     |
| Zucchero            | 12,3     | 2,5    | -0,5   | -12,0   | 2,2     |
| Caffè (arabica)     | 96,5     | -4,5   | 6,6    | -19,8   | -5,3    |
| Caffè (robusta)     | 1.207,0  | -9,0   | -11,8  | -27,9   | -19,9   |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: prezzi stagnanti a settembre.** Nel mese di settembre l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari è rimasto invariato rispetto alla media del mese precedente ma in rialzo di 3,3% rispetto a settembre 2018. La flessione dei prezzi dello zucchero è stata compensata dal rialzo dei listini delle carni e degli oli vegetali, a fronte di un calo solo marginale per i prezzi dei prodotti lattiero-caseari e una sostanziale stagnazione per i cereali. Nel complesso, l'indice dei prezzi dei cereali ha infatti registrato una modesta flessione di 0,1% m/m (-3,9% a/a) ma i diversi comparti hanno registrato andamenti divergenti: la crescita degli scambi ha trainato i prezzi del frumento a settembre ma un'offerta ancora abbondante tiene sotto pressione le quotazioni, che risultano ancora inferiori ai livelli dello scorso anno (-11% a/a). I prezzi del mais hanno risentito di un'offerta ancora elevata, mentre la minore domanda di importazioni di riso ha più che compensato il calo stagionale della produzione. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è invece salito di 1,4% m/m, raggiungendo i livelli massimi in più di un

anno, spinto da olio di palma e di colza a fronte di un calo per quello di soia e di semi di girasole. L'indice dei prezzi dell'**olio di palma** ha beneficiato della maggiore domanda cinese e indiana, mentre i prezzi di quello di colza sono stati trainati dal calo della produzione europea e da una maggiore domanda come carburante in scia al maggior prezzo del greggio. I prodotti derivati dalla soia e dai semi di girasole hanno invece registrato una minore domanda globale e un'offerta in crescita nell'area del Mar Nero. L'indice dei prodotti lattiero-caseari è sceso di 0,6% m/m ma resta su livelli superiori dell'1,3% rispetto allo stesso mese dello scorso anno. Il calo dei prezzi di burro e formaggio è imputabile principalmente a ragioni stagionali: ad esempio, in Nuova Zelanda la produzione di latte è nel suo periodo di picco. Allo stesso tempo, i prezzi del latte in polvere sono saliti in scia alla maggiore domanda di importazioni e al calo dell'offerta europea. Contenuto il rialzo dell'indice dei **prezzi delle carni** (+0,8% m/m), che beneficiano delle maggiori importazioni di ovini e bovini in Cina a fronte di quotazioni stabili per il pollame. L'indice dello **zucchero** si conferma in marcato calo: -3,9% m/m da -4,0% m/m precedente. Le quotazioni del dolcificante hanno subito il calo dei prezzi energetici, che ha disincentivato la lavorazione di canna da zucchero per ottenere etanolo in Brasile.

#### FAO Food Index dal dicembre 2006

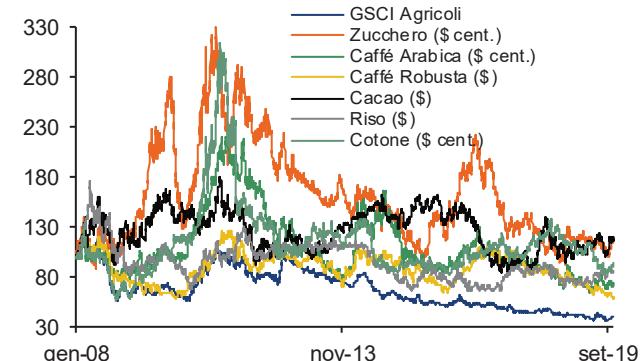


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: revisione al ribasso per la produzione di cereali nel 2019-20.** La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di mercato per i cereali, ha rivisto al ribasso le previsioni di offerta per la stagione in corso di 2,2 milioni di tonnellate (mt) a 2.706 mt da 2.653 mt dell'annata precedente (+2,0% a/a). La limatura risente di attese per una minore produzione di riso e frumento, che ha più che compensato i rialzi previsti per i cereali secondari. La produzione di frumento è stata rivista al ribasso di 1 mt rispetto al rapporto precedente a 766 mt, ma comunque su livelli ai massimi storici. La lieve correzione è dovuta alla siccità che sta colpendo l'Australia, solo parzialmente compensata dalla revisione verso l'alto delle previsioni per i raccolti europei. Per quanto riguarda invece il 2020, nell'Emisfero boreale la semina è già in corso e le prime indicazioni puntano verso un aumento delle aree coltivate in Russia a fronte invece di condizioni climatiche sfavorevoli in Ucraina. Revisione al rialzo di 2,5 mt per la produzione di

cereali secondari a 1.427 mt da 1.405 mt della stagione precedente, a causa del rialzo delle stime per il raccolto brasiliano, ormai vicino al completamento, e dell'allargamento delle aree coltivate negli Stati Uniti. Per quanto riguarda il 2020, la produzione brasiliana di cereali dovrebbe confermarsi robusta, spinta da condizioni metereologiche favorevoli e dal rialzo da parte del Governo del prezzo minimo per il mais, che dovrebbe favorire le coltivazioni. È stata invece rivista al ribasso la stima per il raccolto globale di riso di 3,8 mt a 513,5 mt, sostanzialmente sui livelli del 2018 (-0,8%); la limatura risente dei ritardi nella semina in India e di condizioni climatiche sfavorevoli negli Stati Uniti, che hanno ridotto le aree coltivate; ci sono inoltre indicazioni per una riduzione delle coltivazioni in Cina e nelle Filippine. Nella stagione in corso i consumi di cereali dovrebbero ammontare a 2.714 mt (da 2.715 mt dello scorso rapporto), in crescita di 1,3% da 2.678 mt della stagione precedente. La nuova stima deriva da previsioni per un maggiore consumo di frumento (762 mt da 760 mt precedente e 747 mt nel 2018), sia ad uso alimentare che per l'allevamento di bestiame, grazie a prezzi ancora contenuti e ampie disponibilità. Solo marginale, invece, la revisione al ribasso per i consumi di cereali secondari, che dovrebbero comunque mantenersi su livelli record a 1.436 mt da 1.422 mt del 2018-19. Le previsioni per il consumo di riso indicano invece una revisione della stima precedente a 516 mt da 514 mt, ma ancora in rialzo di 1,1% rispetto alla stagione 2018-19, spinte da attese per un maggior consumo alimentare. A fronte delle revisioni effettuate si prevedono perciò scorte finali di cereali a 850 mt (in rialzo da 847 mt della stima precedente) ma comunque in calo del 2,0% rispetto ai loro livelli di inizio stagione. Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi attestarsi al 30,4%, sostanzialmente invariato rispetto al 30,3% dello scorso rapporto e in modesto calo dal 31,9% della passata stagione. A livello di singoli comparti, si prevede un aumento delle scorte di frumento (273 mt da 269 mt del 2018-19 e 274 mt nel rapporto precedente, il secondo livello più elevato nella storia), mentre sono attese in calo quelle di riso (179 mt da 183 mt) e di cereali secondari (398 mt da 415 mt). Il commercio internazionale di cereali è previsto mantenersi sui volumi della scorsa stagione a 415 mt (+0,7% a/a, invariato rispetto al rapporto precedente). L'aumento atteso negli scambi di frumento, riso e orzo dovrebbe sostanzialmente compensare i cali previsti per mais e sorgo. In particolare, le esportazioni globali di frumento sono attese rimbalzare di 3,4% a/a nel 2019-20 dopo la flessione di 5,2% a/a della stagione precedente, grazie a un aumento delle importazioni asiatiche e africane. Anche le esportazioni di riso dovrebbero tornare a crescere di 3,5% a/a dopo il calo di 5,2% a/a del 2018, spinte dalla maggiore domanda africana. Infine, le esportazioni di mais, seppur in calo a 161 mt da 165 mt precedente, dovrebbero confermarsi su volumi record.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cotone:** scorte previste in aumento nel 2019-20. Il rapporto annuale dell'ICAC (International Cotton Advisory Committee) stima per la stagione 2018-19 (che sta terminando) una produzione globale a 25,7 milioni di tonnellate (mt) (in calo da 26,8 mt della stagione precedente), a fronte di una domanda a 26,7 mt. La stagione dovrebbe quindi terminare con una flessione delle scorte a 17,8 mt da 18,7 mt del 2017-18, ai livelli minimi dal 2011-12. Il calo della produzione dovrebbe essere imputabile a condizioni metereologiche sfavorevoli che hanno limitato i raccolti in India, Stati Uniti, Pakistan e Australia, che hanno più che compensato la crescita registrata in Brasile, dove i raccolti dovrebbero raggiungere un record di 2,7 mt. Nella stagione 2019-20 dovremmo però assistere a una nuova crescita delle scorte, che dovrebbero tornare a 18,7 mt, con quelle cinesi che dovrebbero raggiungere il livello record di 10,5 mt. L'aumento delle scorte dipende da un ritorno alla crescita dell'offerta a 27,7 mt, spinta dai maggiori raccolti indiani e pakistani e da un moderato aumento della produzione nei paesi dell'Africa occidentale. Anche la domanda è prevista in aumento, ma a tassi inferiori rispetto all'offerta, a 26,9 mt. L'accelerazione della produzione indiana è stata segnalata anche dall'USDA FAS (United States Department of Agriculture, Foreign Agricultural Service), che ha stimato un raccolto di 6,3 mt per la stagione 2019-20, un nuovo massimo storico grazie a condizioni metereologiche molto favorevoli e a un aumento delle aree coltivate ad un record di 13 milioni di ettari.

**Focus cacao.** A settembre i prezzi internazionali del cacao sono saliti di oltre il 15% in scia all'incertezza relativa al nuovo sistema di prezzo per i contratti sul raccolto 2020-21 di cacao ivoriano e ghanese. Il nuovo sistema è stato annunciato a luglio dai governi dei due principali paesi produttori e prevede un sovrapprezzo di 400 dollari la tonnellata sui future quotati a Londra, per migliorare le condizioni di vita dei coltivatori in un mercato internazionale del cacao dove questi ultimi percepiscono solo una componente minoritaria del giro d'affari complessivo. I prezzi hanno tuttavia risentito della difficoltà dei partecipanti al mercato ad adattarsi al nuovo sistema. A livello di fondamentali, le ultime stime dell'ICCO (International Cocoa Organization) pubblicate nel bollettino trimestrale di agosto

hanno rivisto verso l'alto sia le stime di domanda che di offerta confermando un quadro di modesto surplus per il mercato, anche se in misura minore rispetto a quanto precedentemente previsto. La produzione è prevista in crescita di 4,3% a/a nel 2018-19 a 4,85 milioni di tonnellate (mt), in rialzo da 4,83 mt, mentre i consumi sono attesi in aumento di 4,1% a/a a 4,78 mt, rivisto da 4,75 mt. La stagione dovrebbe quindi terminare con scorte in aumento di 1,0% a/a a 1,74 mt, riviste però al ribasso da 1,76 mt precedente, e con un rapporto scorte-consumi pari a 36,4% (rivisto da 37,0%) da 37,5% del 2017-18. Nel complesso, però, la domanda rimane solida, soprattutto in Asia: i dati sulle macinature di cacao forniti dalla Cocoa Association of Asia hanno evidenziato una crescita di 14,7% a/a nel 3° trimestre del 2019 a 225.356 tonnellate. In calo invece l'attività nel Nord America (-7,4% a/a) a 119.004 tonnellate e in sostanziale stagnazione in Europa (-0,1% a/a) a 344.890 tonnellate. Sul fronte dell'offerta permane tuttavia il rischio del virus CSSV in Ghana che colpisce le coltivazioni.

**Caffè: la produzione in Brasile cala secondo le recenti stime CONAB.** Il Coffee Market Report di settembre, a cura dell'ICO (International Coffee Organization), stima che la produzione mondiale 2018-19 di caffè sia del 3,7% superiore rispetto a quella della precedente stagione, e pari a 168,87 milioni di sacchi. La produzione di Arabica e Robusta è aumentata nel 2018-19, anche se la maggior parte dell'aumento è da attribuirsi alla varietà Robusta, che è cresciuta del 6,7% a 66,04 milioni di sacchi rispetto alla campagna 2017-18. La produzione di Arabica è invece aumentata dell'1,8% a 102,68 milioni di sacchi. La produzione è aumentata in tutte le regioni ad eccezione del Messico e dell'America Centrale, dove il raccolto è diminuito dello 0,8% a 21,47 milioni di sacchi. Quasi la metà del caffè mondiale è stata prodotta in Sud America, dove la produzione è stimata in aumento del 4,8% a 80,95 milioni di sacchi nella stagione 2018-19. La produzione è cresciuta del 4,6% in Asia e Oceania a 48,46 milioni di sacchi, mentre la produzione in Africa è aumentata solo dell'1,9% a 17,99 milioni di sacchi. L'export della varietà Arabica da ottobre 2018 ad agosto 2019 è cresciuto dell'11,3% rispetto al 2017-18, poiché le maggiori esportazioni di prodotti colombiani e brasiliani hanno più che compensato il calo delle spedizioni di altri produttori. L'export di Robusta è aumentato del 5,6% a 42,84 milioni di sacchi nei primi undici mesi della stagione 2018-19. Il Vietnam è il maggiore esportatore mondiale di caffè Robusta e le sue spedizioni totali sono aumentate del 3,9% a 24,97 milioni di sacchi. Il consumo di caffè globale è aumentato del 2,1% nella stagione 2018-19 a 164,82 milioni di sacchi. Il consumo nei paesi importatori è cresciuto del 2,4% a 114,51 milioni di sacchi, mentre il consumo dei paesi esportatori è aumentato dell'1,3% a 50,31 milioni di sacchi, quantità che rappresenta il 30,5% del consumo mondiale. La produzione di caffè nel 2018-19 ha superato il consumo globale di 4,05 milioni di sacchi, concretizzando così il 2° anno di surplus nel mercato

con +5,48 milioni di sacchi. Questa eccedenza ha contribuito ai bassi prezzi del caffè nel 2019.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo da Neutrale grazie alla tregua fra USA e Cina.** Alla luce del cauto ottimismo sulla guerra commerciale a seguito della tregua fra USA e Cina, l'outlook passa a Moderatamente Positivo da Neutrale sugli Agricoli. La volatilità continuerà ad essere uno dei fattori alla base del settore nel breve termine, mentre nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ad eventuali eventi metereologici negativi, creando così incertezza sulla disponibilità di forniture con conseguenti tensioni rialziste sui prezzi. Ancora una volta le *soft commodity* dovranno risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, dipendendo maggiormente dai fondamentali positivi e svolgendo il ruolo di valida alternativa di investimento nella rotazione del 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 (da 480) centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e una media di 503 (da 498) centesimi di dollaro per il 2020. Stimiamo per la **soia** un prezzo di 925 (da 875) centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e 940 (da 890) centesimi di dollaro per il 2020.

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

|                     | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno  | Anno  |
|---------------------|-----------------|----------|----------|-------|-------|
|                     | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020  | 2021  |
| Mais (\$ cent.)     | 386,8           | 412,5    | 410,0    | 422,5 | 410,0 |
| Frumento (\$ cent.) | 516,0           | 487,5    | 485,0    | 487,5 | 473,0 |
| Soia (\$ cent.)     | 933,3           | 880,0    | 900,0    | 940,0 | 913,0 |
| Cotone (\$)         | 64,7            | 63,0     | 66,0     | 70,0  | 70,0  |
| Cacao               | 2.463,0         | 2.440    | 2.425    | 2.440 | 2.450 |
| Zucchero            | 12,3            | 12,5     | 12,7     | 12,5  | 13,1  |
| Caffè (arabica)     | 96,5            | 105,0    | 110,0    | 110,0 | 110,0 |
| Caffè (robusta)     | 1.207,0         | 1.392    | 1.463    | 1.475 | 1.488 |

Fonte: consenso Bloomberg

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

|                     | Valore 4° trim. | 1° trim. | 2° trim. | Anno  | Anno  |
|---------------------|-----------------|----------|----------|-------|-------|
|                     | 24.10.19        | 2019     | 2020     | 2020  | 2021  |
| Mais (\$ cent.)     | 386,8           | 390      | 420      | 450   | 458   |
| Frumento (\$ cent.) | 516,0           | 520      | 510      | 500   | 503   |
| Soia (\$ cent.)     | 933,3           | 925      | 930      | 940   | 940   |
| Cotone (\$)         | 64,7            | 63,0     | 64,0     | 64,0  | 64    |
| Cacao               | 2.463,0         | 2.490    | 2.490    | 2.490 | 2.490 |
| Zucchero            | 12,3            | 12,4     | 12,4     | 12,4  | 12    |
| Caffè (arabica)     | 96,5            | 100      | 110      | 112   | 113   |
| Caffè (robusta)     | 1.207,0         | 1.250    | 1.275    | 1.300 | 1.294 |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

|   |   |
|---|---|
| Barrel                                    | Barile  |
| Bilancia commerciale                      | Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)   |
| Bilancia dei pagamenti                    | Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)  |
| Bilancia delle partite correnti           | Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).                                   |
| BTU                                       | British Thermal Unit - Unità termica inglese  |
| Bushel                                    | Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre  |
| CAGR                                      | Compound Average Growth Rate: tasso   |
| CFTC                                      | CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)  |
| COMEX                                     | Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago  |
| CONAB                                     | Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano  |
| CRB                                       | Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Thomson Reuters, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.  |
| Debito pubblico                           | Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)   |
| Debito estero                             | Emissioni di titoli in valuta   |
| Default                                   | Insolvenza  |
| Disavanzo (o fabbisogno) pubblico         | Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche   |
| Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario | Deficit al netto degli interessi sul debito   |
| DJPM                                      | Dow Jones Previous Metal Index  |
| EPA                                       | Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente  |
| Fenabrade                                 | 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 formatasi 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                                    | Unita 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                                     | Unita 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, espresa 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-Datstream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espresa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 30.09.2019.

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.intesasanpaolo.com](http://www.intesasanpaolo.com)) e per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI ([https://markethub.bancaimi.com/home\\_public.html](https://markethub.bancaimi.com/home_public.html)).

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo [http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/contentData/view/link?id=\\_CNT-05-00000004DF584](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/contentData/view/link?id=_CNT-05-00000004DF584).

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/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 separatezza 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 Emissenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scriptlsir0/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  
Andrea Volpi

#### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

**Editing:** Cristina Baiardi