

## Commodity: domina l'incertezza in vista dell'esito sui dazi

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano le valutazioni per il comparto: prosegue cioè la cauta fiducia circa il consolidamento al rialzo del prezzo del petrolio. Nei prossimi mesi i Paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture sono destinate a susseguirsi. Pesa invece negativamente il ritorno sul mercato della produzione saudita: il blocco degli impianti si è rivelato veramente ridottissimo, così come ridotta appare, nel concreto, la minor offerta di petrolio sul mercato. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti è stato il netto isolazionismo in cui è ritornato l'Iran, accusato di essere il principale artefice di tali accadimenti. Aspetto che ha portato ad un inasprimento dell'embargo USA che allontana la produzione iraniana da un prospettico ritorno sui mercati, evitando così di aggravare il surplus già presente e sostenendo i prezzi.

**Metalli Preziosi: Outlook ancora Moderatamente Positivo, permane la tensione rialzista sui prezzi.** Nei prossimi mesi, prevediamo che la volatilità rimarrà un fattore costante sui mercati e questo alimenterà l'avversione al rischio degli investitori, supportando ulteriormente il rialzo dei Preziosi. L'attuale contesto, che vede politiche monetarie espansive, persistente incertezza e un quadro politico e geopolitico estremamente teso, è coerente con la forza dei Preziosi. Ribadiamo ancora una volta come i fattori da tenere sotto controllo siano: a) l'esito delle trattative commerciali USA-Cina, visto il rallentamento della crescita globale; b) la posizione accomodante della Fed e la reazione del dollaro; c) l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente dopo gli attentati in Arabia Saudita e il nuovo isolazionismo dell'Iran.

**Metalli Industriali: Outlook Neutrale. Le tensioni commerciali annullano l'effetto positivo di fondamentali migliori.** In questa fase la volatilità giocherà un ruolo chiave sui metalli. Ribadiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe beneficiare in maniera diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto di fondamentali decisamente in miglioramento che prevedono livelli di deficit per il 2019 e il 2020 per tutti i metalli. Al contrario, più a lungo termine, dal 2021 in poi, non escludiamo 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 domestico ed i riflessi sul ciclo economico globale. Alla luce della oggettiva complessità dello scenario e delle molte variabili ancora incerte che insistono sul quadro, preferiamo ribadire il nostro Outlook Neutrale.

**Agricoli: Outlook Neutrale, immutati analisi e giudizio sul comparto.** L'outlook resta Neutrale con la volatilità che continuerà ad essere uno dei fattori dominanti sul settore nel breve termine. In un orizzonte più ampio ribadiamo, come già detto, che saranno probabilmente i prezzi dei cereali ad essere maggiormente sensibili alle aspettative legate ad eventuali eventi meteorologici negativi. Uno scenario che porrà negli operatori di mercato qualche dubbio sulla garanzia delle forniture, aumentando la pressione al rialzo sui prezzi. Aggiungiamo come le *soft commodity* dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, e i prezzi dovrebbero dipendere con maggior forza dai fondamentali positivi.

30 settembre 2019

14:30 CET

Data e ora di produzione

30 settembre 2019

14:35 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\*

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

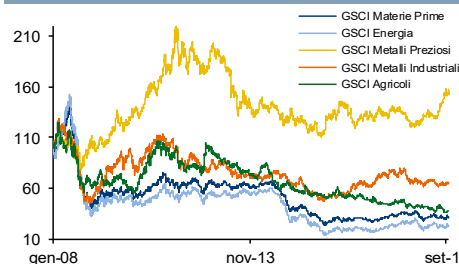
Nota: (\*) nel breve termine; +: Positivo o Mod. Positivo; -: Negativo; =: Neutrale.  
Fonte: Thomson Reuters-Datastream

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	27.09.19	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.428,2	10,2	4,4	-45,7
GSCI Energia	459,0	19,7	14,0	-55,5
GSCI Met. Preziosi	1.769,7	16,4	14,4	17,4
GSCI Met. Industriali	1.197,3	0,8	-9,8	-10,9
GSCI Prod. Agricoli	321,4	-7,9	-17,0	-35,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.09.2019

### 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

### Performance commodity

(%)	2019	2018
WTI	23,1	-24,78
Brent	15,1	-19,18
Gas Naturale	-18,2	-3,80
Gasolio	17,9	-14,45
Oro	17,2	-2,36
Argento	13,7	-9,78
Rame	-3,3	-17,21
Alluminio	-6,0	-18,48
Zinco	-6,7	-25,32
Nickel	60,9	-15,29
Mais	-0,9	6,16
Frumento	-3,2	16,09
Soia	0,1	-7,59
Cacao	3,1	24,79
Zucchero	-4,2	-21,53
Caffè	-0,9	-21,77
Cotone	-17,1	-6,84

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 27.09.2019

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.09.2019 (salvo diversa indicazione).

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

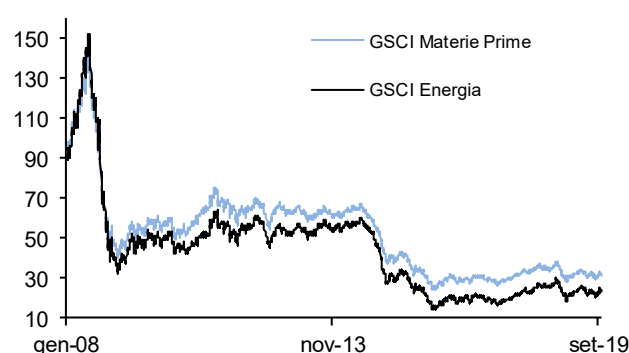
## Energia: le tensioni in Medio Oriente supportano il consolidamento al rialzo

**Commodity ancora indebolite dalla guerra commerciale e dalla bassa crescita globale.** Il principale driver per le materie prime resta la prospettiva di rallentamento dell'economia globale, timori che permarranno fino alla fine del 2020. Da inizio anno i dati macroeconomici hanno deluso le attese nella maggior parte delle aree e i timori di un rallentamento della crescita globale si sono intensificati. Anche 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 ed altri partner commerciali, specie l'Unione Europea, riguardo il settore automobilistico. In aggiunta, a amplificare l'avversione al rischio che spinge lontani gli investitori dalle commodity contribuisce la Brexit; anche le tensioni politiche in Asia probabilmente si intensificheranno. Le mosse espansive delle Banche centrali e dei Governi, gli eventi geopolitici e i dati negativi macroeconomici innescheranno verosimilmente molta volatilità, pur con gli investitori alla ricerca di extra-rendimenti, visto il quadro di tassi di interesse bassissimi. Infine, visto che le Banche centrali manterranno un atteggiamento interventista per limitare l'impatto della guerra commerciale, anche le tensioni valutarie non si placheranno. La riunione di settembre del FOMC si è conclusa con un taglio di soli 25pb dei tassi americani. Trump ovviamente non ha mancato di ribadire il suo disappunto per la prudenza della Fed sui tassi e per il mancato indebolimento della valuta. L'apprezzamento del dollaro in atto, a nostro avviso, non è altro che la conseguenza della percezione di rischi crescenti in termini di prospettive di crescita, soprattutto legati alle tensioni commerciali. 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. Un quadro che lascia più di un dubbio sul possibile deprezzamento del dollaro, almeno nel breve, nonostante le lamentele di Trump per tassi (e dollaro) ritenuti troppo "forti" e di ostacolo al ciclo economico statunitense, ma anche in vista delle Presidenziali di fine 2020.

**Energia: il petrolio consolida sulle tensioni USA-Iran, dopo gli attacchi in Arabia Saudita.** I recenti eventi terroristici che hanno coinvolto le strutture produttive in Arabia Saudita hanno innescato un deciso *rally* rialzista del petrolio, poi parzialmente ridottosi con le prese di beneficio delle ultime sedute. Il rialzo delle quotazioni poggiava sulla iniziale ipotesi che il blocco della produzione saudita creasse un vuoto di offerta consistente (e per lungo tempo), cosa poi ampiamente smentita. Un quadro che non ha fatto altro che rafforzare il nostro Outlook già cautamente ottimistico: lo scenario vede, almeno nel breve periodo, la possibilità di un consolidamento dei prezzi del petrolio su livelli più alti rispetto a qualche settimana fa. Col passare dei giorni, sgombrato il campo da ipotesi di prolungata assenza della produzione, a dominare il mercato è il brusco stop al processo di dialogo fra USA e Iran, viste le accuse di essere il mandante degli atti terroristici con il

conseguente inasprimento delle sanzioni. Nelle scorse settimane il petrolio registrava un forte storno, proprio nell'ipotesi che finisse l'embargo iraniano e che l'ingente produzione del Paese tornasse su un mercato già strutturalmente gravato da surplus di offerta. Il cambio di scenario degli ultimi giorni allontana decisamente questa ipotesi, scongiurando un aggravio del surplus che ridarà sostegno ai prezzi petroliferi.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.09.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.428,2	10,2	4,4	-45,7
GSCI Energia	459,0	19,7	14,0	-55,5
WTI (\$)	55,9	23,1	8,2	-38,7
Brent (\$)	61,9	15,1	7,6	-34,6
Gas Naturale (\$)	2,4	-18,2	-20,1	-41,7

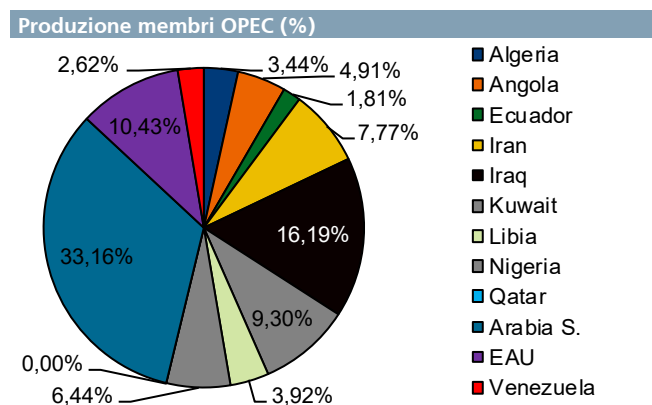
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### EIA: confermato il quadro di surplus per il 2019 e 2020, revisioni al ribasso per la domanda e al rialzo per l'offerta.

Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) di settembre, l'EIA (U.S. Energy Information Administration) prevede un surplus di offerta per l'anno in corso di 0,2 mb/g e di 0,4 mb/g nel 2020. Le previsioni per i consumi di greggio sono state riviste verso il basso di 0,1 mb/g rispetto al rapporto di agosto sia per il 2019 che per il 2020. I consumi sono attesi in crescita di 0,9 mb/g nel 2019 a 100,8 mb/g, mentre nel 2020 è previsto un rialzo a 102,2 mb/g. Se tali previsioni dovessero realizzarsi, il 2019 sarebbe il primo anno dal 2011 con una domanda in crescita annua a meno di 1,0 mb/g. Per quanto riguarda l'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe espandersi di 2,2 mb/g a 65,7 mb/g nel 2019 (rivista al rialzo da 65,6 mb/g di agosto) prima di crescere di ulteriori 2,2 mb/g l'anno successivo a 67,9 mb/g (al rialzo da 67,8 mb/g precedente). La produzione negli Stati Uniti è prevista crescere a 12,2 mb/g nel 2019 (al ribasso da 12,3 mb/g di agosto) da 11,0 mb/g dell'anno precedente, prima di salire a 13,2 mb/g nel 2020 (al ribasso da 13,3 mb/g del rapporto precedente). I

Paesi appartenenti all'OPEC dovrebbero, invece, ridurre le estrazioni di 1,9 mb/g a/a a 30,0 mb/g nel 2019 (al ribasso da 30,1 mb/g scorso) e a 29,6 mb/g nel 2020 (anche questa stima è stata limata da 29,8 mb/g di agosto). Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 1,5 mb/g nel 2018 a 2,1 mb/g nel 2019, prima di attestarsi a 2,0 mb/g nel 2020. Ad agosto l'EIA prevedeva un prezzo del Brent stabile a 65 dollari al barile (\$/b) nel secondo trimestre del 2019 e in media nel 2020; nel rapporto di settembre, alla luce delle dinamiche di domanda e offerta descritte, si stima un prezzo intorno a 60,0 \$/b nel quarto trimestre del 2019 e 62,0 \$/b nel 2020. Nel 2020 lo spread tra il prezzo del Brent e quello del WTI dovrebbe attestarsi intorno a 5,5 dollari.

**IEA: scenario invariato con offerta non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda.** Nell'Oil Market Report (OMR) di settembre, l'IEA (International Energy Agency) ha sostanzialmente confermato le previsioni del mese precedente per quanto riguarda la domanda, che nel 2019 dovrebbe raggiungere i 100,4 mb/g (con un aumento di 1,1 mb/g a/a) e nell'anno successivo 101,7 mb/g (con un aumento di 1,3 mb/g a/a). Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non-OPEC è prevista in crescita di 1,9 mb/g a/a a 64,8 mb/g nel 2019, per poi raggiungere i 67,0 mb/g nel 2020. L'IEA conferma dunque, per il 2019 e il 2020, un quadro in cui l'offerta dei Paesi non-OPEC cresce più velocemente della domanda. Per bilanciare il mercato sarebbe quindi necessaria una produzione OPEC di 30,0 mb/g nel 2019 (invariato dal rapporto precedente) e una produzione di 29,0 mb/g nel 2020 (al ribasso da 29,1 mb/g). Secondo l'IEA nel mese di giugno, complici i tagli alla produzione, gli Stati Uniti hanno momentaneamente superato la Russia e l'Arabia Saudita, diventando i primi esportatori mondiali con 9 mb/g di greggio. L'IEA non esclude che nei mesi successivi le esportazioni statunitensi possano aumentare di ulteriori 4 mb/g. Sul fronte delle scorte commerciali, quelle dei Paesi OCSE, alla fine di luglio, sono aumentate di 1,5 mb m/m a 2.931 mb, 19,7 mb al di sopra della media a cinque anni.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.08.2019

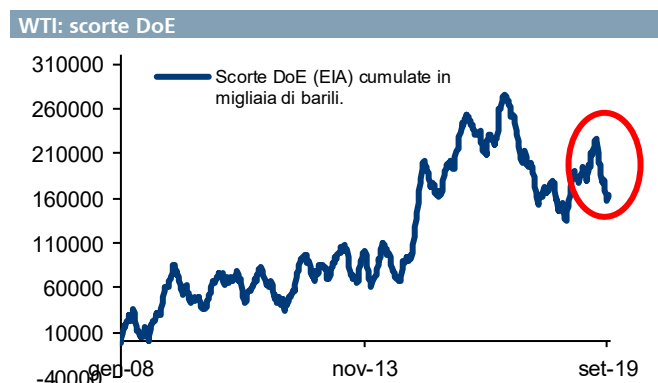
**OPEC: il rallentamento globale pesa sulle stime di domanda per il 2019-20.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di settembre, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha rivisto le proprie stime per i fondamentali di

domanda e di offerta per il 2019-20. La domanda mondiale nel 2019 dovrebbe crescere di 1,1 mb/g a/a a 99,9 mb/g (rivisto al ribasso di 0,1 mb/g del rapporto di agosto), per poi salire di ulteriori 1,1 mb/g nel 2020 (al ribasso di 0,1 mb/g) in scia a previsioni di crescita globale più contenute. Sul fronte dell'offerta, quella dei Paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire di 2,0 mb/g a/a a 64,4 mb/g (invariato) nel 2019, e raggiungere i 66,7 mb/g nel 2020 (rivisto al ribasso di 0,1 mb/g). Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC di 30,6 mb/g nel 2019, in calo di 1,0 mb/g rispetto al 2018; è prevista in calo anche la quota necessaria nel 2020 di 1,2 mb/g a/a a 29,4 mb/g. Entrambe le misure sono invariate rispetto al MOMR di agosto. Si stima che nel mese di agosto i Paesi OPEC dovrebbero aver prodotto una media di 29,74 mb/g, in rialzo dai 29,61 mb/g di luglio in scia alla maggiore attività estrattiva in Arabia Saudita, Nigeria e Emirati Arabi. Infine, l'OPEC calcola che le scorte OCSE a luglio siano scese di 10,5 mb m/m a 2.944 mb, 108 mb al di sopra rispetto ai livelli dello stesso periodo dello scorso anno e ancora superiori per 36 mb alla loro media a cinque anni. Rispetto alla media le scorte di greggio, seppur in calo di 41,3 mb m/m, restano superiori di 20 mb, mentre quelle di prodotti raffinati sono salite di 30,8 mb m/m, 55 mb al di sopra della loro media quinquennale. In termini di copertura, le scorte commerciali si sono attestate a 60,9 giorni, in crescita di 2,2 giorni rispetto a luglio 2018, ma 0,6 giorni al di sotto della media quinquennale.

**Performance di medio termine**

	27.09.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	459,0	-2,5	-4,1	-15,1	19,7
WTI (\$)	55,9	-4,4	-7,0	-23,7	23,1
Gas Naturale (\$)	2,4	4,2	-9,7	-20,1	-18,2
Gasolio (\$)	602,3	1,2	-0,5	-16,8	17,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

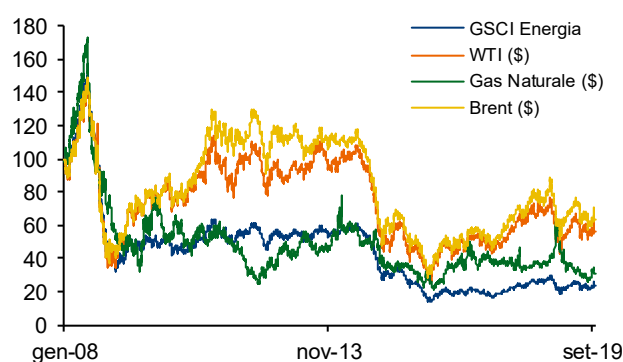


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

**La dinamica delle scorte USA.** Ennesimo accumulo delle scorte settimanali API. L'American Petroleum Inst. segnala infatti +1,4 milioni di barili, rispetto a +592.000 di barili della precedente rilevazione. Secondo l'EIA, la divisione del Dipartimento dell'Energia americano, gli stock di petrolio negli ultimi sette giorni sono aumentati di oltre 2,4 milioni di barili,

in contrasto con le previsioni degli analisti per un calo di 276.000 barili: l'incremento pare dovuto a un taglio di produzione nelle raffinerie. Le scorte di benzina sono salite di 519.000 barili, rispetto ai -493.000 barili previsti; le scorte di distillati, che includono diesel e gasolio da riscaldamento, sono diminuite di quasi 3 milioni di barili, rispetto ai -602.000 barili previsti.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano le valutazioni per il comparto: prosegue cioè 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, poiché i Paesi dell'OPEC+ dovrebbero mantenere i limiti di produzione e le interruzioni delle forniture sono destinate a susseguirsi. Pesa invece negativamente il ritorno sul mercato della produzione saudita: il blocco degli impianti si è rivelato veramente ridottissimo, così come ridotta appare, nel concreto, la minor offerta di petrolio sul mercato. L'unica conseguenza certa degli attacchi agli impianti è stato il netto isolazionismo in cui è ritornato l'Iran, accusato di essere il maggiore artefice di tali accadimenti. Aspetto che ha portato ad un inasprimento dell'embargo USA che allontana la produzione iraniana da un prospettico ritorno sui mercati, evitando così di aggravare il surplus già presente e sostenendo i prezzi. A rendere meno roseo il quadro resta il rallentamento della crescita globale (certificato anche dall'FMI), che resta ancora l'ostacolo principale per tutte le commodity. I timori sulle tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresentano però ancora dei rischi al ribasso per i prezzi. Alla luce di questo scenario, manteniamo la nostra previsione di consolidamento su livelli medio/alti delle quotazioni del petrolio. Seppur rimarcando un certo grado di attenzione e prudenza, confermiamo quindi il nostro Outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 64 dollari al barile per il 4° trimestre 2019; 2) per il WTI: 59 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 65,5 e 60,5 dollari al barile nel 2020 e a 60 e 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.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	27.09.19	2019	2020	2020	2021	
WTI (\$)	55,9	58,5	57,0	56,5	58,9	59,0
Brent (\$.)	61,9	63,0	62,0	61,0	62,0	61,1
Gas Nat. (\$)	2,4	2,8	2,8	2,6	2,7	2,7

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	27.09.19	2019	2020	2020	2021	
WTI (\$)	55,9	59,0	60,0	60,0	60,5	55,3
Brent (\$.)	61,9	64,0	65,0	65,0	65,5	60,0
Gas Nat. (\$)	2,4	3,00	2,80	2,50	2,65	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: la ricerca di beni rifugio resta il driver del comparto

**Il comparto consolida il rialzo da inizio anno: intorno al 16%.**

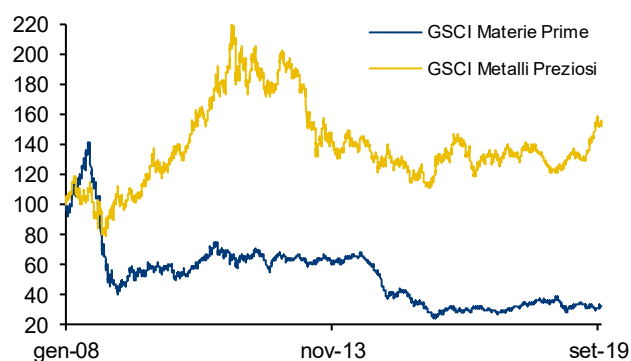
Se si esclude il rialzo ulteriore del comparto che sale di oltre il 16%, il quadro dei fondamentali è sostanzialmente immutato rispetto agli scorsi mesi. A spingere i Preziosi alla miglior performance delle materie prime (in parallelo col rialzo dell'Energia) è la ricerca di beni rifugio, che appaiono come i principali beneficiari del clima di permanente incertezza e volatilità. Come avevamo già anticipato prima del periodo estivo, oro e argento si sarebbero spinti ulteriormente al rialzo solo a fronte di un peggioramento del clima generale. Scenario che si è regolarmente verificato: i forti timori sulla crescita globale si sono intensificati, alimentando l'avversione al rischio e la conseguente ricerca di investimenti difensivi. Mentre assistevamo al crollo degli asset ciclici la Fed rassicurava circa il suo pronto intervento con l'abbassamento dei tassi di interesse, puntualmente attuato nella riunione del 18 settembre. Aspetto che ha ridotto il costo opportunità di detenere metalli preziosi, che si sono spinti ulteriormente al rialzo. Per chiarire meglio, gli operatori si trovano quindi nella condizione migliore per detenere oro: quando i tassi di interesse sono bassi si riduce il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in oro, perché il fatto che questo non maturi interessi, ovvero non generi profitti diretti, è meno penalizzante nei momenti in cui i tassi sono molto bassi. In un contesto che resta fortemente caratterizzato da politiche monetarie espansive, continua incertezza e forti tensioni politiche (Presidenziali USA alle porte) e geopolitiche (scontro USA vs. Iran), la sovraperformance dei metalli preziosi appare quindi del tutto giustificata. Inoltre, a sostenere il comparto resta anche la questione Brexit, che potrebbe alimentare più di una tensione visti l'incertezza sull'esito e l'avvicinarsi del termine del 31 ottobre. Per quella data il premier Boris Johnson dovrà assolutamente trovare una via d'uscita, pena l'uscita della Gran Bretagna dalla UE senza accordo (il cosiddetto "no deal").

### Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	27.09.19	da inizio 2019	2 anni	5 anni
GSCI	2.428,2	10,2	4,4	-45,7
GSCI Preziosi	1.769,7	16,4	14,4	17,4
Oro (\$)	1.502,2	17,2	17,0	24,3
Argento (\$)	17,6	13,7	5,3	3,6
Platino (\$)	932,1	17,2	2,1	-28,4
Palladio (\$)	1.683,5	33,5	79,4	117,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Fondamentali stabili: avversione al rischio e tassi bassi dovuti a Banche centrali espansive guidano il rialzo di oro e argento.

Ancora una volta, le tensioni geopolitiche, con l'escalation in Medio Oriente fra USA e Iran, e le incertezze sulla ripresa globale rappresentano l'insieme dei fattori rialzisti che stanno sostenendo il comparto dei Preziosi. L'approccio accomodante della Fed, concretizzatosi col taglio tassi del 18 settembre scorso, pur non deprezzando il dollaro, sta comunque supportando il recupero dell'oro e parzialmente anche dell'argento.

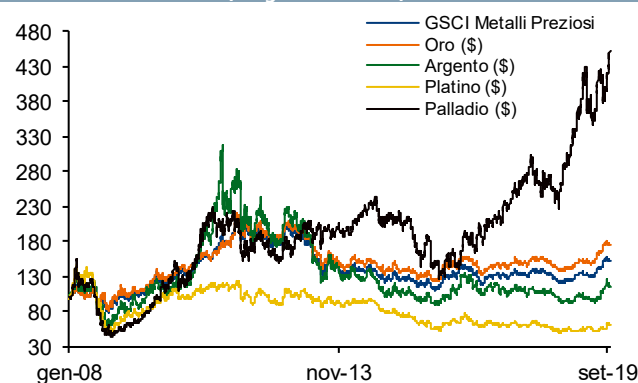
L'oro, dopo aver stazionato per anni sotto 1.400 dollari, ha infranto al rialzo il livello, salendo rapidamente verso quota 1.600 dollari nelle scorse settimane, per poi ritracciare. A sostenere le quotazioni restano i soliti temi: la volontà delle Banche centrali nel perseguire politiche monetarie accomodanti caratterizzate da bassi tassi d'interesse, la diversificazione delle riserve ufficiali da parte delle Banche centrali dei Paesi Emergenti (che incrementano appunto gli acquisti di oro) e, infine, l'aumento della volatilità che spinge gli investitori verso gli asset rifugio. Come possibili ostacoli vediamo invece: 1) un calo 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 più forte del previsto: la correlazione storicamente negativa tra biglietto verde e oro è venuta meno perché, in questa fase, anche dollaro e Treasury USA sono percepiti come investimenti difensivi e sicuri. 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 il grosso delle notizie negative relative al rallentamento economico globale. Resta qualche ipotesi di ulteriore spinta rialzista qualora la situazione si aggravi ulteriormente e si verifichi un ulteriore aumento dell'avversione al rischio da parte degli operatori.

La performance dell'argento accelera nell'ultimo mese (circa +20%), col metallo che si allinea al trend 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 recupero così repentino delle quotazioni è stato inizialmente guidato dalla copertura delle posizioni in vendita, molto diffuse sull'argento. Successivamente la domanda di beni rifugio e la ricerca di extra-rendimento sono stati i driver dell'argento. Nel medio termine, i fondamentali dell'argento dovrebbero restare positivi, a fronte di una previsione di mercato globale in deficit sia nel 2019 che nel 2020. Prevediamo un prezzo medio di 19 dollari per il 4° trimestre 2019 e per tutto il 2020. Lo scenario resta esposto a rischi al rialzo, poiché il ciclo economico mondiale potrebbe peggiorare prima di quanto previsto, aumentando l'avversione al rischio e attirando i flussi speculativi degli investitori sull'argento.

**Cambia il quadro su Platino e Palladio: scarso legame per entrambi i comparti sia con l'andamento del settore Auto sia con le tensioni di mercato.** Le performance da inizio anno di palladio e platino sono simili, questo benché sia diametralmente opposto il loro impiego industriale nel settore automobilistico. Il temporaneo distacco tra prezzi finanziari e i fondamentali reali dei due metalli è destinato a venir meno a patto che l'avversione al rischio diminuisca e gli investitori tornino a concentrarsi sulle opposte prospettive della domanda dei due metalli. Nello specifico, quest'anno il **platino** dovrebbe registrare un leggero surplus di mercato, mentre le previsioni sul **palladio** indicano un aumento del deficit, che dovrebbe portare per l'ottavo anno consecutivo a una scarsità di offerta. Infatti, sia nel breve che nel lungo periodo la domanda di platino dovrebbe restare strutturalmente più debole rispetto a quella del palladio. Una divergenza frutto 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 quota di auto ibride o elettriche. Prevediamo una quotazione per il platino di 825 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2019 e per tutto il 2020, col livello di 1.000 dollari come forte livello di resistenza. Per il palladio, stimiamo una quotazione media di 1.500 dollari l'oncia nel 4° trimestre 2019 e di 1.550 per il 2020. Per entrambi i metalli non escludiamo possibili ulteriori spunti al rialzo, qualora l'intero comparto dei Preziosi dovesse registrare una forte tensione rialzista.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

	27.09.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.769,7	6,9	15,7	24,6	16,4
Oro (\$)	1.502,2	6,6	16,1	26,0	17,2
Argento (\$)	17,6	15,1	16,3	20,0	13,7
Platino (\$)	932,1	11,2	9,8	13,6	17,2
Palladio (\$)	1.683,5	8,9	22,4	55,3	33,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook ancora Moderatamente Positivo, permane la tensione rialzista sui prezzi.** Nei prossimi mesi, prevediamo che la volatilità rimarrà un fattore costante sui mercati e questo alimenterà l'avversione al rischio degli investitori, supportando ulteriormente il rialzo dei Preziosi. L'attuale contesto, che vede politiche monetarie espansive, persistente incertezza e un quadro politico e geopolitico estremamente teso, è coerente con la forza dei Preziosi. Ribadiamo ancora una volta come i fattori da tenere sotto controllo siano: a) l'esito delle trattative commerciali USA-Cina, visto il rallentamento della crescita globale; b) la posizione accomodante della Fed e la reazione del dollaro; c) l'inasprirsi delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente dopo gli attentati in Arabia Saudita e il nuovo isolazionismo dell'Iran. Tutti aspetti che potrebbero ampliare ulteriormente l'avversione al rischio, sostenendo la domanda di asset difensivi e quindi rafforzando le nostre previsioni per i Preziosi.

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

	Valore 4° trim. 27.09.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.502,2	1.487,5	1.480,0	1.475,0	1.500,0
Argento (\$)	17,6	17,0	17,3	16,7	16,6
Platino (\$)	932,1	890,0	877,5	900,0	905,0
Palladio (\$)	1.683,5	1.356,5	1.312,5	1.325,0	1.309,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

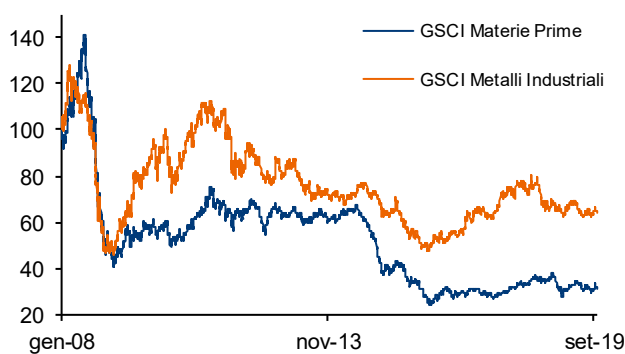
	Valore 4° trim. 27.09.19	1° trim. 2019	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
Oro (\$)	1.502,2	1.500	1.500	1.500	1.505
Argento (\$)	17,6	19,0	19,0	19,0	19,0
Platino (\$)	932,1	825	825	825	800
Palladio (\$)	1.683,5	1.500	1.500	1.550	1.550

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: restano i più sensibili all'esito della diatriba USA-Cina

**Temi sugli Industriali, penalizzati dal rallentamento economico e dal perdurare dei dissidi commerciali USA-Cina.** Le quotazioni degli Industriali sono ritornate ai minimi di inizio gennaio in area 1.200, dopo aver tentato di varcare (fallendo) area 1.250. Il comparto dei metalli industriali, pur godendo di fondamentali molto solidi nell'universo delle materie prime, resta indissolubilmente legato alla Cina e, di conseguenza, il 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 sta riflettendo sulla crescita globale e in maniera diretta sulla domanda di metalli industriali, risorse decisamente cicliche che viaggiano di pari passo con la forza (o meno) dell'economia cinese e globale. Eppure, secondo le previsioni, la maggior parte dei metalli dovrebbe registrare un deficit sia per questo 2019 che va a concludersi sia nel 2020. Le scorte mondiali sono in contrazione, i prezzi bassi scoraggiano l'offerta secondaria (il riciclo/recupero) e gli investimenti infrastrutturali e produttivi languono nell'incertezza del futuro. Proprio per questo motivo, confermiamo l'idea che qualora si tornasse a concentrarsi sulle caratteristiche specifiche del comparto, superando le tensioni esterne, ci sarebbe spazio per un recupero consistente delle quotazioni.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 27.09.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.428,2	10,2	4,4	-45,7
GSCI Industriali	1.197,3	0,8	-9,8	-10,9
Rame (\$)	5.767,0	-3,3	-11,0	-13,5
Alluminio (\$)	1.735,0	-6,0	-17,5	-11,5
Zinco (\$)	2.349,5	-6,7	-25,4	4,0
Nickel (\$)	17.205,0	60,9	63,9	5,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: nuovi segnali di rallentamento e, di conseguenza, nuove misure di supporto.** In Cina proseguono i segnali di rallentamento con l'attività che continua ad essere frenata da una congiuntura internazionale sfavorevole e dalle tensioni con

gli Stati Uniti. Nel secondo trimestre del 2019 la crescita del **PIL** è rallentata a 6,2% a/a da 6,4% a/a dei primi tre mesi dell'anno mentre i più recenti dati reali non offrono segnali di robusta riaccelerazione dell'espansione, almeno non nel terzo trimestre. Le recenti mosse della Banca centrale cinese, congiunte con politiche fiscali più espansive, potrebbero fornire qualche supporto alla crescita ma nel complesso i rischi restano verso il basso e l'economia cinese è prevista decelerare ancora anche nel 2020.

Gli **indici PMI** di agosto hanno evidenziato un ulteriore miglioramento del morale delle imprese cinesi con l'indice composito rilevato dall'Istituto Caixin che è salito per il secondo mese di fila, portandosi a 51,6 da 50,9 precedente. L'indice complessivo risente di un miglioramento superiore alle attese per la manifattura (50,4 da 49,9, consenso 49,8) con l'indice relativo che è tornato al di sopra della soglia critica che separa la contrazione dall'espansione dopo due mesi in territorio negativo; l'indice dei servizi è salito invece a 52,1 da 51,6 precedente, contro attese per una sostanziale stabilità a 51,7. Se le indagini di fiducia puntano verso un miglioramento delle condizioni economiche cinesi interne, il rallentamento globale e le tensioni commerciali continuano a fungere da freno per l'attività. Le indagini riportano infatti un ulteriore deterioramento della domanda estera e le aspettative per il futuro restano ancora deboli.

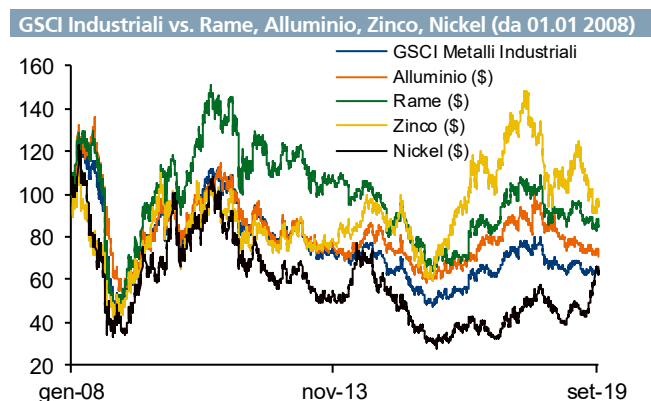
Anche sul fronte dei dati reali proseguono i segnali di debolezza per l'economia cinese, con la stringa di agosto complessivamente al di sotto delle attese. Ad agosto le **esportazioni** sono tornate a contrarsi di 1,0% a/a dopo il rialzo di 3,3% a/a di luglio (erano attese in crescita di 2,2% a/a); anche le **importazioni** sono state registrate in calo (-5,6% a/a da -5,3% a/a, consenso -6,4% a/a). I dati risentono del marcato calo del commercio internazionale con gli Stati Uniti, in discesa di quasi il 14% da inizio anno, con flessioni diffuse alle esportazioni (-16,0% a/a, -9% da inizio anno), il nono mese consecutivo, e alle importazioni (-22,3% a/a, -27,5% da inizio anno). I temi principali che continueranno a determinare le prospettive del commercio cinese saranno l'andamento della domanda globale e i rapporti con gli Stati Uniti: per i prossimi mesi non si attende un miglioramento della congiuntura internazionale, così come difficilmente assisteremo ad un significativo allentamento delle tensioni tra Pechino e Washington. Perciò, al netto della volatilità mensile (che potrebbe risentire di eventuali anticipazioni delle spedizioni prima delle scadenze temporali per l'entrata in vigore di nuovi dazi) il trend per le esportazioni è destinato a restare verso il basso anche nei prossimi mesi. Rallenta anche la **produzione industriale** che ad agosto ha decelerato a 4,4% a/a da 4,8% a/a (era previsto accelerare a 5,7% a/a) ai minimi dal 2002. Il dato risente della marcata frenata dell'attività mineraria (3,7% a/a da 6,6% a/a) e del rallentamento della produzione manifatturiera (4,3% a/a da 4,5% a/a) e del comparto

energetico (5,9% a/a da 6,9% a/a). Peggiori delle attese anche gli **investimenti fissi** (5,5% a/a da inizio anno da 5,7% a/a precedente, previsto 5,7% a/a); frenano ulteriormente quelli privati (4,9% a/a da 5,4% a/a), in crescita a ritmi inferiori rispetto a quelli pubblici per il sesto mese di fila. A livello settoriale tornano a rallentare nel manifatturiero mentre restano in territorio negativo, rispetto al 2018, metallurgico, trasporti, tessile e alimentare. Nel complesso il contesto economico internazionale dovrebbe continuare a limitare i margini di guadagno e a frenare gli investimenti e l'attività economica. Sul fronte dei consumi le **vendite al dettaglio** ad agosto hanno frenato di un decimo a 7,5% a/a (erano attese accelerare a 7,9% a/a) mentre le immatricolazioni auto sono calate del 7,7% a/a dopo la flessione di 3,9% a/a del mese precedente. Per quanto riguarda invece il settore immobiliare, i dati di agosto hanno evidenziato una crescita dei **prezzi delle case nuove** di 0,6% m/m come a luglio (+9,1% a/a da +10,1% a/a).

Le più recenti rilevazioni sui prezzi hanno evidenziato un'**inflazione** che ad agosto si è confermata stabile a 2,8% a/a, mentre era attesa frenare di un decimo. La dinamica dei prezzi continua a risentire del rincaro degli alimentari (10,0% a/a da 9,1% a/a, che risentono dell'effetto della peste suina sui listini delle carni). Rallentano invece le altre componenti che presentano pressioni sui prezzi complessivamente modeste, come si evince da un'inflazione *core* (al netto di energia e alimenti) che decelera a 1,5% a/a da 1,6% a/a precedente. Se si escludono le componenti più volatili, i rischi per la dinamica dei prezzi sono dunque verso il basso anche a fronte di pressioni alla fonte in calo. Ad agosto infatti i prezzi alla produzione sono scesi di 0,8% a/a, il secondo mese consecutivo di riduzione tendenziale dopo il -0,3% di luglio. La flessione riflette il calo dei prezzi nel settore industriale, soprattutto per quanto riguarda i beni durevoli e le materie prime. Una deflazione dei prezzi dei produttori ha potenziali effetti particolarmente dannosi sui profitti industriali, con strascichi sulla capacità delle imprese di far fronte agli elevati livelli di debito e sugli investimenti che potrebbero frenare ulteriormente.

Alla luce dello scenario presentato, il Governo a fine agosto ha annunciato nuove misure di sostegno all'economia, in particolare ai consumi, e ha deciso per una maggiore apertura del Paese agli investitori stranieri. Nel mese di settembre la People Bank of China (PBoC) ha deciso di ridurre il coefficiente di riserva obbligatoria per le banche e, poche settimane dopo, ha effettuato un taglio di 5pb del tasso LPR a un anno (Loan Prime Rate) a 4,20% (da 4,25%), per la seconda volta da agosto; il tasso è stato recentemente ridefinito ed è utilizzato come indice di riferimento per i tassi applicati ai prestiti. È stato invece lasciato invariato quello a 5 anni, il tasso di riferimento per i mutui, probabilmente per evitare nuove bolle immobiliari. È quindi possibile che la Banca centrale cinese continui 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 incertezze sulla guerra commerciale offuscano i fondamentali, forti, del rame.** La maggior parte dei metalli industriali, nonostante i fondamentali positivi, è scesa: a questo trend ribassista non ha potuto sottrarsi il rame. I fondamentali specifici, sul mercato fisico, restano però piuttosto solidi. L'ultimo report mensile pubblicato dall'International Copper Study Group (ICSG), ad agosto, conferma un deficit del mercato mondiale del rame raffinato nei primi 5 mesi del 2019, seppur inferiore rispetto allo stesso periodo del 2018. In precedenza, le previsioni semestrali pubblicate ad aprile dall'International Copper Study Group (ICSG) indicavano un mercato del rame ancora in deficit nel 2019, anche se in quantità inferiore rispetto al 2018: un quadro che non sembra però avere effetto sulle quotazioni, depresse dal contesto negativo riguardante le trattative commerciali. 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. Le tensioni commerciali guidano ancora le scelte degli operatori.** L'alluminio ha seguito l'andamento del comparto dei metalli industriali registrando però, a livello dei fondamentali, un bilanciamento fra domanda e offerta quest'anno (e nel 2020) dopo i deficit del 2017 e del 2018. Anche per l'alluminio, come per il rame, il superamento delle tensioni commerciali e il conseguente miglioramento del sentiment di mercato potrebbero tornare a sostenere le quotazioni. In attesa di ciò, prevediamo un prezzo di 1.800 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 1.795 dollari in media per l'intero 2020. **Zinco. Si confermano fondamentali solidi che non favoriscono però il recupero delle quotazioni.** Nonostante un mercato dello zinco raffinato probabilmente ancora in deficit sul finale di 2019 e anche nel 2020, le oscillazioni di prezzo sono andate di pari passo con il sentiment (negativo) di mercato, strettamente connesso alle tensioni commerciali. Anche per lo zinco, l'eventuale allentamento delle tensioni commerciali potrebbe favorire il recupero delle quotazioni, basato peraltro su fondamentali decisamente supportivi. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.300 dollari nel 4°



trimestre 2019 e ancora di circa 2.300 dollari per l'intero 2020. **Nickel. Le vicende di Indonesia e Filippine rendono il comparto estremamente vulnerabile.** I fondamentali del nickel sono decisamente solidi, pur derivando da fattori politici esterni che però incidono in modo diretto sull'equilibrio domanda/offerta del 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. L'idea del Governo indonesiano è quella di favorire lo sviluppo delle industrie domestiche di siderurgia e la produzione delle batterie elettriche, preservando le riserve di minerale del Paese. Da tempo sottolineiamo il fatto che, dopo il boom di cobalto e litio come elementi-chiave nella produzione di batterie per le auto elettriche, c'è stato un ritorno allo sviluppo di batterie al nickel, elemento più diffuso e più disponibile a livello mondiale. Secondo le stime dell'International Nickel Study Group (INSG), l'utilizzo di nickel a livello mondiale crescerà da 2,33 milioni di tonnellate nel 2018 a 2,46 milioni di tonnellate nel 2019. L'Indonesia ha quindi giocato d'anticipo calmierando le esportazioni, una mossa che, in un quadro meno gravato dalle tensioni commerciali, avrebbe dovuto spingere in maniera esponenzialmente al rialzo le quotazioni del nickel. Prevediamo per il nickel un prezzo di 17.500 dollari nel 4° trimestre 2019 e di 16.500 dollari per l'intero 2020.

#### Performance di medio termine

	27.09.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.197,3	-0,2	-7,2	-6,3	0,8
Rame (\$)	5.767,0	-3,8	-11,0	-7,8	-3,3
Alluminio (\$)	1.735,0	-3,6	-9,3	-15,9	-6,0
Zinco (\$)	2.349,5	-8,0	-20,2	-7,0	-6,7
Nickel (\$)	17.205,0	35,6	32,5	36,5	60,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale. Le tensioni commerciali annullano l'effetto positivo di fondamentali migliori.** In questa fase la volatilità giocherà un ruolo chiave sui metalli. Ribadiamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe beneficiare in maniera diretta dell'allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, in un contesto di fondamentali decisamente in miglioramento, che prevedono livelli di deficit per il 2019 e il 2020 per tutti i metalli. Al contrario, più a lungo termine, dal 2021 in poi, non escludiamo 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 domestico ed i riflessi sul ciclo economico globale. In aggiunta, non escludiamo che in questa fortissima ricerca di extra-rendimento che caratterizza l'attuale fase storica, fatta di tassi/rendimenti nulli, una certa rotazione di portafoglio possa finire per favorire l'investimento finanziario nei metalli, anche solo in virtù del forte ribasso delle quotazioni che hanno subito. Alla luce della oggettiva complessità dello scenario e delle molte variabili ancora incerte che insistono sul quadro, preferiamo ribadire il nostro Outlook Neutrale.

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

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	27.09.19	2019	2020	2020	2021	
Rame (\$)	5.767,0	5.850	5.950	6.150	6.200	6.059
Alluminio (\$)	1.735,0	1.830	1.900	1.875	1.875	1.925
Zinco (\$)	2.349,5	2.400	2.400	2.500	2.488	2.338
Nickel (\$)	17.205,0	14.150	14.000	15.000	14.250	15.100

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore 4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno	
	27.09.19	2019	2020	2020	2021	
Rame (\$)	5.767,0	5.800	5.800	5.800	5.788	5.244
Alluminio (\$)	1.735,0	1.800	1.800	1.800	1.795	1.698
Zinco (\$)	2.349,5	2.300	2.300	2.300	2.295	2.148
Nickel (\$)	17.205,0	17.500	17.500	16.750	16.500	15.750

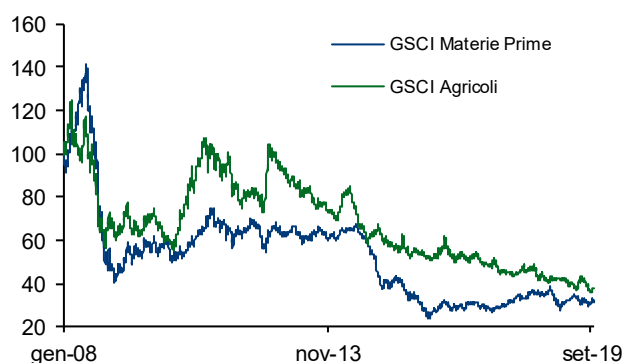
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: dopo il ribasso estivo, marginale recupero in settembre

**Agricoli in marginale recupero in attesa di un accordo sulla guerra commerciale.** Marginale recupero per le materie prime agricole a settembre, di pari passo con le dichiarazioni di distensione circa il percorso di accordo sul commercio fra USA e Cina. Al contrario, nel corso dell'estate, la maggior parte dei prodotti agricoli aveva registrato forti oscillazioni di prezzo soprattutto derivanti dai rischi legati alle condizioni meteo, ai timori sulle forniture e alla volatilità legata alla fase più dura delle trattative relative alla guerra commerciale. In questo quadro si innesta anche l'incertezza che ha colpito le monete di alcuni Paesi emergenti che sono anche importanti paesi produttori.

**Il punto sulla trattativa commerciale fra USA e Cina.** Il negoziato sul commercio fra USA e Cina è già ripreso a livello di sherpa e funzionari tecnici ma culminerà con l'incontro, il **10 ottobre**, fra le due delegazioni al completo, che si rivedranno a Washington per riprendere i colloqui ufficiali. Parole distensive sono arrivate dal Ministero dell'Agricoltura cinese, che per bocca del portavoce Gao Fang ha ricordato che le aziende cinesi, onorando un impegno assunto già in più occasioni (ma mai concretizzatosi nei fatti) e al fine di dimostrare la buona volontà nel voler giungere a un accordo, hanno ricominciato ad acquistare dagli USA un significativo ammontare di beni agricoli. Nello specifico soprattutto carne di maiale e soia, con transazioni peraltro esentate da dazi. Bisogna ricordare che a causa della peste suina africana la Cina ha perso tra il 40 e il 50% dei propri maiali, con i prezzi della relativa carne che ovviamente sono aumentati del 70%. La controparte cinese ha inoltre rimarcato come tutto ciò evidenzia la forte complementarità tra le due economie in lotta, che in un settore come l'agricoltura dovrebbero sviluppare una cooperazione maggiore, evitando di osteggiarsi e provando a rasserenare ulteriormente il clima. Sempre a supporto del comparto registriamo anche un altro accordo recentemente siglato, quello fra USA e **Giappone**. L'accordo fra Trump e il primo ministro giapponese, Shinzo Abe, prevede una riduzione del deficit commerciale fra USA e Giappone, garantendo l'apertura di nuovi mercati in Asia per circa 7 miliardi di dollari di prodotti agricoli statunitensi. Trump l'ha definita una vittoria enorme per gli agricoltori e gli allevatori statunitensi, e un passo avanti significativo verso un commercio equo e reciproco con il Giappone. Ricordiamo che non pochi malumori avevano destato, fra gli agricoltori americani, le lungaggini con la Cina e il blocco dell'export di soia e della carne di maiale proprio verso il gigante cinese. Trump corre per le Presidenziali del 2020 e di certo non ha alcuna intenzione di scontentare un bacino elettorale così agguerrito e a lui affine come quello degli agricoltori.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

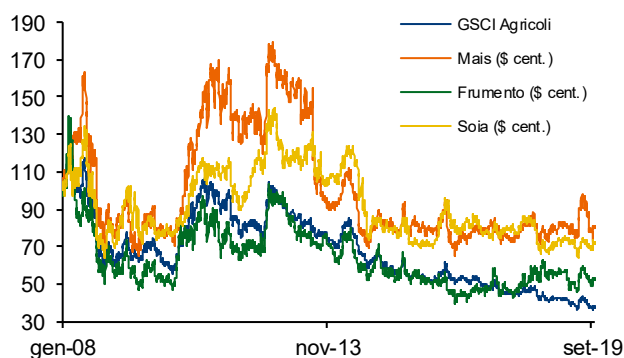
	Valore 27.09.19	Performance (%) da inizio 2019	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.428,2	10,2	4,4	-45,7
GSCI Agricoli	321,4	-7,9	-17,0	-35,5
Mais (\$ cent)	371,5	-0,9	4,6	15,8
Frumento (\$ cent.)	487,3	-3,2	8,7	2,0
Soia (\$ cent)	883,0	0,1	-8,8	-3,3
Cotone (\$ cent)	59,8	-17,1	-13,7	-4,3
Cacao	2.490,0	3,1	23,6	-24,8
Zucchero	11,5	-4,2	-14,8	-25,5
Caffè (arabica)	100,9	-0,9	-21,2	-47,8
Caffè (robusta)	1.321,0	-12,3	-32,8	-32,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di settembre: scorte di mais e soia nel 2019-20 riviste ulteriormente al ribasso.** Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di settembre, 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 3,3% rispetto allo scorso anno a 287 milioni di tonnellate (mt), rivisto al rialzo da 285 mt del rapporto di agosto. Le stime di produzione sono state riviste verso il basso a 766 mt da 768 mt precedente, comunque in aumento del 4,7% da 731 mt della stagione precedente. Revisione verso il basso anche per le previsioni di domanda, con consumi attesi in crescita del 2,8% rispetto alla scorsa stagione a 756 mt (riviste però da 758 mt di agosto). Il rapporto scorte-consumi è quindi atteso in crescita a 37,9% (al rialzo da 37,6% precedente) da 37,7% della stagione precedente. Per quanto riguarda invece il mais, l'USDA prevede un calo di 7,1% a/a delle scorte a 306 mt (al ribasso da 308 mt precedente) a fronte di un calo della produzione di 1,5% rispetto alla stagione precedente a 1.105 mt (al ribasso da 1.108 mt di agosto) e di un più contenuto calo dei consumi di 0,4% a/a a 1.128 mt (al ribasso da 1.129 mt). Il rapporto scorte-consumi è

quindi atteso in calo al 27,1% da 29,1% (rivisto al ribasso da 27,3% di agosto). Per la soia l'USDA prevede scorte in flessione dell'11,8% a/a (dopo l'aumento di 13,8% registrato nel 2018-19) a 99 mt (riviste al ribasso da 102 mt di agosto). La produzione è prevista in calo a 341 mt (rivista da 342 mt di agosto) da 362 mt della scorsa stagione (-5,7% a/a), mentre i consumi dovrebbero aumentare a 353 mt (al ribasso da 354 mt) da 346 mt precedente (+2,0% a/a). Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi ridimensionarsi a 28,1% da 32,4% del 2018-19. Infine, per quanto riguarda i prodotti derivati, le scorte di farina di soia dovrebbero aumentare di 1,1% a/a a 12 mt (invariato da agosto). Il rapporto scorte-consumi dovrebbe portarsi a 4,9% (invariato) da 5,1% della scorsa stagione, in scia all'aumento dei consumi a ritmi superiori alle scorte. Le scorte di olio di soia sono invece attese in calo di 2,6% a/a a 3,7 mt (come in agosto) da 3,8 mt del 2018-19; il rapporto scorte-consumi è quindi previsto a 6,4% (6,5% ad agosto) 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

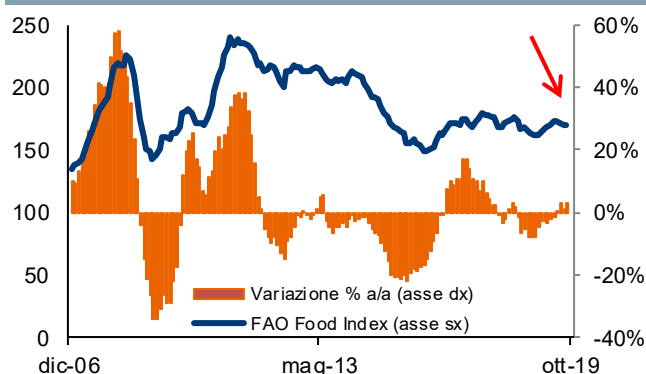
	27.09.19	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	321,4	-9,4	-9,4	-9,4	-7,9
Mais (\$ cent.)	371,5	-11,6	4,2	4,3	-0,9
Frumento (\$ cent.)	487,3	-7,7	6,4	-4,3	-3,2
Soia (\$ cent.)	883,0	-1,9	-0,1	4,4	0,1
Cotone (\$)	59,8	-5,0	-22,3	-23,4	-17,1
Cacao	2.490,0	0,5	10,8	17,8	3,1
Zucchero	11,5	-6,4	-8,0	10,7	-4,2
Caffè (arabica)	100,9	-6,8	6,8	-1,5	-0,9
Caffè (robusta)	1.321,0	-7,0	-9,3	-15,0	-12,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: agosto, terzo mese consecutivo di calo per i prezzi delle materie prime alimentari.** Nel mese di agosto l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha registrato il terzo mese di fila di calo dei prezzi, questa volta con una flessione di 1,1% m/m dopo il -0,9% m/m di luglio, rimanendo però ancora superiore dell'1,1% rispetto al livello toccato nello stesso periodo dello scorso anno. La lettura di agosto risente del mercato calo dei prezzi dello zucchero e dei cereali, che più che compensano i rialzi negli altri comparti, soprattutto negli

oli vegetali. L'indice dei prezzi dei **cereali** è sceso di 6,4% m/m (-6,6% a/a), trascinato verso il basso dai corsi del frumento e del mais. Si conferma dunque la pressione sul frumento, che risente di ampie scorte per l'esportazione, mentre sulle quotazioni del mais hanno pesato le attese per un raccolto superiore alle previsioni negli Stati Uniti, il principale paese produttore. Sono invece saliti i prezzi del riso, principalmente per ragioni stagionali. In crescita di 5,9% m/m (-3,1% a/a) invece gli **oli vegetali**, che riflettono il rialzo dei prezzi dell'olio di palma. Una maggiore domanda globale, condizioni meteorologiche sfavorevoli in Indonesia e scorte meno vaste del previsto in Malesia ne hanno supportato le quotazioni. Anche gli oli di soia e di colza hanno beneficiato di una maggiore domanda sia a scopo alimentare che, soprattutto, come carburante. Modesto invece il rialzo dei prezzi delle carni (+0,5% m/m, +7,8% a/a), che proseguono nel progressivo percorso di contenuti aumenti mensili in atto ormai da febbraio (i prezzi delle carni sono in rialzo di oltre il 12% da inizio anno). La forte domanda asiatica di carne di maiale, soprattutto cinese, con la produzione locale fortemente colpita dalla peste suina, continua a sostenere i prezzi. Ad influire sulle quotazioni delle carni hanno contribuito anche le dinamiche valutarie, con il recente deprezzamento delle valute dei principali paesi esportatori che hanno influito sul, seppur marginale, declino delle quotazioni dei bovini nonostante una ancor robusta domanda internazionale. Contenuto anche l'aumento dei listini dei **prodotti lattiero-caseari** (+0,5% m/m, -0,9% a/a), con prezzi del latte in crescita a fronte di quelli del burro in calo. Sul mercato calo dei prezzi dello **zucchero**, -4,0% m/m (+11,1% a/a), ha pesato sia l'andamento della valuta brasiliana, il principale paese produttore, sia previsioni di maggiori esportazioni da India e Messico nella stagione 2019-20.

FAO Food Index dal dicembre 2006

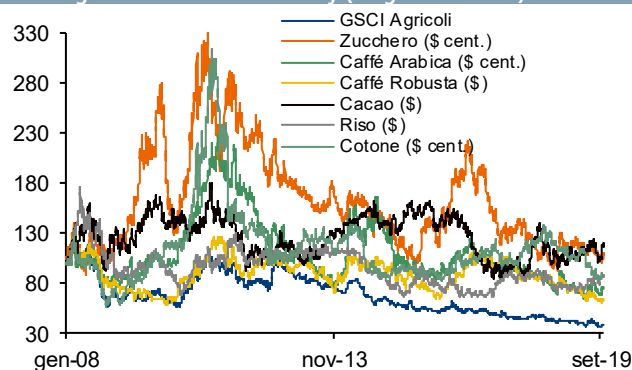


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**FAO: revisione al rialzo per le previsioni di offerta per i cereali nel 2019-20.** La FAO, nel più recente rapporto sui fondamentali di mercato per i cereali, ha rivisto al rialzo le previsioni di produzione relative alla stagione in corso. La FAO continua a prevedere scorte in calo nel 2019-20, anche se in misura minore rispetto a quanto precedentemente atteso, in scia ad una domanda in crescita. La produzione è stimata a

2.708 milioni di tonnellate (mt) nel 2019 (in rialzo da 2.685 mt precedente), in crescita di 1,2% rispetto alla stagione precedente quando si era fermata a 2.653 mt. La revisione al rialzo riflette principalmente previsioni per un raccolto di mais superiore alle attese (1.124 mt da 1.102 mt, 1.116 mt nel 2018): i rendimenti delle coltivazioni statunitensi potrebbero risultare particolarmente positivi (le previsioni precedenti erano state particolarmente conservative a causa di condizioni climatiche sfavorevoli nel periodo della semina), così come i raccolti brasiliani, ormai vicini al completamento, dovrebbero risultare migliori di quanto precedentemente anticipato. Sono state invece riviste verso il basso le stime di offerta per il frumento, frenata da prospettive per un minor raccolto in Russia e in Unione Europea: 767 mt nel 2019 da 771 mt del rapporto precedente ma comunque in crescita del 5% rispetto alla stagione precedente. Solo marginale la revisione per le stime di offerta per il riso: 517 mt da 516 mt del rapporto precedente, sostanzialmente in linea con i livelli della stagione precedente. La revisione al rialzo per l'offerta di cereali si accompagna anche ad attese per una domanda anch'essa in crescita rispetto al 2018 e a ritmi superiori a quanto precedentemente previsto. Nella stagione in corso i consumi dovrebbero ammontare a 2.715 mt (al rialzo da 2.708 mt di luglio), in crescita di 1,4% dalle 2.678 mt della stagione precedente. La nuova stima risente di previsioni per un maggiore consumo di frumento (760 mt da 758 mt precedente e 747 mt nel 2018) ad uso alimentare e per l'allevamento di bestiame. Sono state riviste verso l'alto anche le stime per il consumo di mais e orzo a fronte di una marginale limatura per il sorgo. Sostanzialmente invariate le previsioni per il riso, per cui si continua ad attendere una domanda record di 519 mt (+1,4% a/a). A fronte delle revisioni effettuate si prevedono perciò scorte finali di cereali a 847 mt (in rialzo da 828 mt del rapporto precedente) ma comunque in calo di 1,9% rispetto ai livelli di partenza. Il rapporto scorte-consumi dovrebbe quindi attestarsi al 30,3%, in modesto calo da 31,8% della scorsa stagione ma su livelli coerenti con una capacità di offerta complessivamente soddisfacente. A livello di singoli prodotti si prevedono scorte in calo rispetto ai loro livelli di partenza per riso e altri cereali, a fronte di un aumento per quelle di frumento (274 mt da 268 mt), con l'incremento di quelle cinesi che dovrebbe più che compensare i cali attesi nei principali paesi produttori. Il commercio internazionale in cereali è previsto mantenersi sui volumi della scorsa stagione a 415 mt (invariato rispetto al rapporto precedente). L'aumento atteso negli scambi in riso e frumento dovrebbe sostanzialmente compensare i cali previsti per gli altri prodotti.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cacao: siglati i primi contratti col sovrapprezzo sul cacao.** Da qualche mese tiene banco in Ghana e Costa d'Avorio la questione delle basse remunerazioni dei coltivatori di cacao, che rischiano di mettere in dubbio la sopravvivenza di questo settore in Africa Occidentale. La filiera mondiale del cacao viene stimata, complessivamente, intorno ai 100 miliardi di dollari. Ghana e Costa d'Avorio percepiscono in tutto appena 6 miliardi di dollari, ovvero il 6% del giro d'affari complessivo, pur essendo titolari di non meno del 60% della produzione globale di cacao. Nelle scorse settimane sono partiti i primi accordi commerciali di vendita del raccolto 2020/2021 di cacao. Costa d'Avorio e Ghana hanno stipulato contratti con l'aggiunta di un sovrapprezzo per un ammontare di circa 400 dollari la tonnellata, che dovrebbe garantire un reddito minimo di sussistenza ai contadini produttori. Ghana e Costa d'Avorio producono all'incirca i due terzi del cacao mondiale ma a causa della volatilità delle quotazioni i contadini, in maggioranza piccoli produttori, devono spesso accettare prezzi bassi. I primi accordi con l'applicazione di tale sovrapprezzo riguarderebbero tra le 20.000 e le 25.000 tonnellate di prodotto. Qualora i prezzi mondiali superassero i 2.900 dollari la tonnellata, i 400 dollari aggiuntivi non sarebbero applicati ma accantonati in un fondo di stabilizzazione dei prezzi dal quale attingere in caso di eccessiva contrazione delle quotazioni del cacao.

**Zucchero: anche la Nigeria prova ad entrare nel mercato.** Il piano di incentivi redatto e proposto dal Governo nigeriano ha l'obiettivo di aumentare la produzione di zucchero e raggiungere l'autosufficienza interna. L'obiettivo è quello di far salire la produzione a 1,7 milioni di tonnellate, creando così oltre centomila posti di lavoro. Parte dello zucchero sarebbe inoltre dirottata alla produzione di etanolo, seguendo l'esempio del Brasile. La Nigeria ha grosse potenzialità in campo agricolo ma fino ad ora sono state poco sfruttate; un suo ingresso in maniera massiccia nel mercato del cotone rischierebbe di aggravare ulteriormente la situazione di un comparto già in surplus produttivo.

**Caffè: la produzione in Brasile cala secondo le recenti stime CONAB.** Secondo la Companhia Nacional de Abastecimento

(CONAB), che ha rilasciato la terza stima stagionale lo scorso 17 settembre, il raccolto 2019/20 si attesterà probabilmente a 49,0 milioni di sacchi nella stagione in corso, con un calo previsto intorno al 20,5%. Un ammontare in calo rispetto ai circa 50,9 milioni di sacchi indicati nella seconda stima pubblicata a maggio e ai quasi 52,5 milioni di sacchi della prima stima pubblicata a gennaio. Il Brasile potrebbe produrre 34,5 milioni di sacchi di Arabica nella stagione in corso, in calo rispetto a circa 37,0 milioni di sacchi indicati nella seconda stima (-27,4%). Le stime di consenso indicano quindi un raccolto abbondante nonostante gli alberi di caffè Arabica siano nell'anno meno produttivo previsto dal ciclo di produzione biennale (*off-year*: l'anno in cui la pianta sviluppa più foglie e meno fiori/frutti). Ciò nonostante probabilmente questo raccolto sarà il più abbondante mai registrato nella fase negativa del ciclo. Infine, il Brasile potrebbe inoltre produrre 14,5 milioni di sacchi di Robusta nella stagione 2019/20, in rialzo rispetto a circa 14,2 milioni di sacchi indicati nella seconda stima (+2,5%). Stimiamo per l'Arabica un prezzo di 105 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2019 e una media di 113 centesimi di dollaro per il 2020, e un prezzo per la Robusta di 1.350 centesimi di dollaro per il 4° trimestre 2019 e una media di 1.455 centesimi di dollaro per il 2020.

**Agricoli: Outlook Neutrale, immutati analisi e giudizio sul comparto.** L'outlook resta Neutrale sugli Agricoli: la volatilità continuerà ad essere uno dei fattori alla base del settore nel breve termine. In un orizzonte più ampio ribadiamo, come già detto, che saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire l'influenza delle aspettative legate ad eventuali eventi meteorologici negativi. Uno scenario che solleva dubbi sulla sicurezza delle forniture e spingerà al rialzo il prezzo. Inoltre, alcune merci agricole, come le *soft commodity*, dovrebbero risentire in misura minore delle tensioni politiche globali, e i prezzi dovrebbero dipendere con maggior forza dai fondamentali positivi. Infine, a livello di rotazione di investimento, alcune materie prime agricole potrebbero esercitare maggior appeal sugli investitori come possibili strumenti di diversificazione. Il **mais** esprime i fondamentali migliori, nonostante le stime ufficiali sulla produzione a livello mondiale siano state riviste al rialzo e le stime sul consumo si siano contratte, riducendo così il deficit stimato nelle previsioni precedenti. Prevediamo per questo cereale 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. Il **frumento**, di contro, esprime forse i fondamentali più deboli, se si escludono quelli del riso. Nei mesi scorsi, le stime sulla produzione e sul consumo globale sono state riviste al ribasso, portando così il mercato mondiale del frumento in surplus nella stagione 2019/20. E' atteso quindi un prezzo medio di 480 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e una media di 498 centesimi di dollaro per il 2020. La **soia** è da sempre la granaglia maggiormente sensibile alle tensioni

commerciali tra Cina e Stati Uniti. Conseguentemente, la volatilità dei prezzi legata agli sviluppi della controversia sui dazi resta molto elevata. Stimiamo per la soia un prezzo di 875 centesimi di dollaro per bushel per il 4° trimestre 2019 e 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
	27.09.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	371,5	435,0	420,0	445,0	413,3	411,0
Frumento (\$ cent.)	487,3	475,0	470,0	475,0	471,0	460,0
Soia (\$ cent.)	883,0	875,0	877,5	895,0	901,5	930,0
Cotone (\$)	59,8	65,5	67,5	66,3	68,0	69,9
Cacao	2.490,0	2.375	2.375	2.375	2.391	2.464
Zucchero	11,5	12,0	12,0	12,2	12,9	13,8
Caffè (arabica)	100,9	105,0	107,5	110,0	106,0	106,0
Caffè (robusta)	1.321,0	1.433	1.525	1.499	1.525	1.543

Fonte: consenso Bloomberg

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

	Valore	4° trim.	1° trim.	2° trim.	Anno	Anno
	27.09.19	2019	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	371,5	390	420	450	458	490
Frumento (\$ cent.)	487,3	480	490	500	498	500
Soia (\$ cent.)	883,0	875	880	890	890	925
Cotone (\$)	59,8	60	60	60	60	62
Cacao	2.490,0	2.300	2.320	2.350	2.375	2.490
Zucchero	11,5	11,8	12,0	12,2	12,2	12,4
Caffè (arabica)	100,9	105	110	112	113	120
Caffè (robusta)	1.321,0	1.350	1.375	1.450	1.455	1.545

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 26.07.2019.

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