

Commodity: possibile rimbalzo dopo il calo d'inizio 2020

Energia: Outlook Moderatamente Positivo. Restiamo cautamente ottimisti sul petrolio, benché i prezzi siano vicini ai minimi delle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria in Cina. Nell'accordo commerciale di Fase 1 è compreso anche l'impegno da parte della Cina all'acquisto di energia statunitense nel biennio 2020-21, per un controvalore di circa 52,4 miliardi di dollari. Nonostante ciò, il contesto generale resta caratterizzato da un abbondante surplus di petrolio, come evidenziato anche dalle stime dei report mensili pubblicati dalle diverse organizzazioni. Alla luce di questo quadro, manteniamo comunque la nostra idea di consolidamento su livelli medi delle quotazioni petrolifere. Confermiamo di conseguenza l'outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 64,8 (da 63,5) dollari al barile per il 2020 e 60 per il 2021; 2) per il WTI: 59,8 (da 58,5) nel 2020 e 55 nel 2021.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo, previsioni di marginale rincaro dei prezzi dell'oro nel 2020. Oro e argento esprimono ancora il loro appeal nei confronti degli investitori, in scia alle tensioni generate dalle incertezze globali e dai rischi sanitari in Cina. Il tutto nonostante la sigla dell'accordo di Fase 1, che avrebbe dovuto rasserenare la situazione, e in un quadro di tassi d'interesse bassi, che consente agli investitori di considerare pressoché ininfluenza il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in metalli preziosi. Le previsioni confermano ancora performance mediamente positive nel 2020, ma va ribadito come il grosso del movimento di rialzo potrebbe forse essere alle spalle. Anche più a lungo termine permane un cauto ottimismo su oro e argento, mentre fra i preziosi di taglio più industriale si conferma una decisa preferenza per il palladio, rispetto al platino.

Metalli Industriali: Outlook Neutrale. I timori sul ciclo mondiale e l'economia della Cina restano i temi chiave per il 2020. Nonostante la sigla dell'accordo di Fase 1 pensiamo che il livello di incertezza di questo inizio di 2020 caratterizzerà tutto il corso dell'anno, specie in vista delle trattative commerciali della cosiddetta Fase 2. Manteniamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, anche se nel 2020 i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali rischiano di deteriorarsi ulteriormente, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime soprattutto in Cina. Pensiamo che i Metalli industriali possano restare all'interno di un ampio intervallo di prezzo, che però rischia di risultare inferiore alla media dell'anno appena trascorso.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. La sigla dell'intesa commerciale fra USA e Cina sulla cosiddetta Fase 1 vede i prodotti agricoli come protagonisti dell'accordo ma non per questo immediatamente beneficiari degli effetti dello stesso. Va detto che la Cina ha 90 giorni di tempo per dar seguito agli impegni e, in questo momento, i guai legati al coronavirus rischiano di dettare altre priorità per l'agenda cinese. L'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli. Nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire maggiormente l'influenza di fenomeni meteo negativi, che creano tensione sulle forniture e di conseguenza il rialzo delle quotazioni. Ancora una volta potrebbero essere le *soft commodity* a godere di fondamentali più positivi e a candidarsi come valide alternative di investimento.

30 gennaio 2020

14:29 CET

Data e ora di produzione

30 gennaio 2020

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

Andrea Volpi

Analista Finanziario

Outlook Settoriale*

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

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

Performance commodity

(%)	2020	2019
WTI	-12,7	34,46
Brent	-9,4	22,68
Gas Naturale	-14,3	-25,54
Gasolio	-14,8	20,22
Oro	3,1	18,87
Argento	-2,4	15,32
Rame	-8,6	3,50
Alluminio	-4,0	-1,95
Zinco	-2,4	-9,49
Nickel	-10,5	31,20
Mais	-0,9	3,40
Fruento	0,6	11,03
Soia	-5,3	6,86
Cacao	7,4	5,13
Zucchero	8,0	11,55
Caffè	-21,3	27,34
Cotone	1,5	-4,36

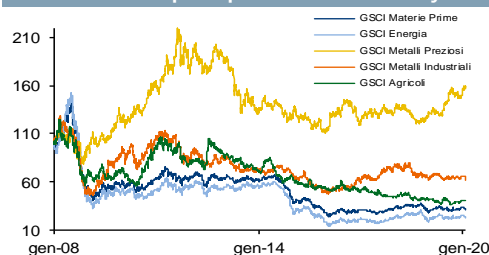
Fonte: Bloomberg; Refinitiv Datastream.
Dati al 29.01.2020

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	29.01.20	YTD	2 anni	5 anni
GSCI	2.370,2	-8,6	-10,4	-20,7
GSCI Energia	438,1	-11,9	-9,8	-23,9
GSCI Met. Preziosi	1.836,2	2,7	14,3	16,2
GSCI Met. Industriali	1.139,0	-6,5	-20,7	-4,7
GSCI Prod. Agricoli	342,7	-1,5	-11,7	-31,6

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 29.01.2020

Andamento dei principali indici commodity



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

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 29.01.2020 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: debolezza anche se la Fase 1 prevede anche acquisti di petrolio

Commodity: nonostante la sigla dell'accordo USA-Cina prevale ancora la cautela. Le materie prime incassano un tassello fondamentale di sostegno al proprio scenario, ovvero la firma dell'accordo Fase 1, ma sembrano ancora scontare i timori sul rallentamento dell'economia globale, paure che rimarranno probabilmente tali fino alla fine del 2020. L'impressione è che quest'anno la maggior parte dei comparti delle commodity possa rischiare di muoversi lateralmente, dal momento che la crescita economica globale, nonostante una maggior fiducia sulla ridotta entità del rallentamento, è comunque destinata a segnare il passo. Il nuovo World Economic Outlook di gennaio del Fondo Monetario Internazionale vede l'economia mondiale nel 2020 a +3,3% e a +3,4% nel 2021. L'FMI resta cauto e ha rivisto leggermente al ribasso le sue stime dell'ottobre scorso (di 0,1% per il 2019 e 2020 e di 0,2% per il 2021). La visione del Fondo resta quella secondo cui l'economia mondiale sta tentando una stabilizzazione, con una ripresa che si delinea decisamente fragile e modesta. La revisione al ribasso rispetto alle previsioni di ottobre è figlia di statistiche peggiori in arrivo dai mercati emergenti, e in particolare dall'India. Si conferma pertanto quanto già affermato in precedenza, ovvero che l'apporto delle economie emergenti (rispetto alla crisi precedente, quando avevano sostenuto il PIL globale) ora appare meno rilevante in positivo. La sigla della Fase 1 dell'accordo commerciale con gli USA ha invece portato a una stima più favorevole della crescita in Cina nel 2020, attesa ora a +6% anziché +5,8% (dopo +6,1% nel 2019). L'intesa tra le due economie non va però sopravvalutata: per il 2021 il PIL cinese è stato rivisto infatti a +5,8% da +5,9%. L'accordo preliminare rappresenta comunque una boccata di ossigeno e un punto fermo per il futuro e per lo scenario della domanda di materie prime. Permangono i rischi al ribasso sullo scenario complessivo, tra i quali le crescenti tensioni geopolitiche. L'FMI inoltre accentua un concetto: senza gli stimoli di politica monetaria che sono continuati nella seconda metà dell'anno scorso (tra cui i tre tagli ai tassi varati dalla Federal Reserve), la crescita del PIL sarebbe inferiore dello 0,5% sia nel 2019 sia nel 2020. In conclusione, per le economie avanzate, la crescita dovrebbe stabilizzarsi all'1,6% nel 2020-21, nonostante l'ipotesi di una frenata dell'economia USA al 2% quest'anno e all'1,7% l'anno prossimo. L'Eurozona dovrebbe migliorare leggermente in sequenza dall'1,2% del 2019 all'1,3% del 2020 (revisione ribassista dello 0,1% rispetto al precedente report) e all'1,4% del 2021, sfruttando il miglioramento della domanda estera. Meglio della media aggregata dell'Eurozona dovrebbe fare la Gran Bretagna del post Brexit (+1,4% quest'anno e +1,5% nel 2021), sempre che l'uscita dalla UE avvenga senza intoppi e con accordi commerciali proficui.

Trade War: siglato l'accordo Fase 1. È stato firmato mercoledì 15 gennaio a Washington l'accordo di Fase 1 tra Cina e Stati Uniti; il documento, di 86 pagine, che racchiude anche alcune concessioni fatte in precedenza da Pechino in sede di WTO e G20, è composto da 8 capitoli che coprono i seguenti temi:

1) Rafforzamento delle tutele sulla proprietà intellettuale.

2) Impegno da parte di Pechino a evitare il trasferimento forzoso di tecnologie da parte delle aziende statunitensi per poter operare in Cina.

3) Allentamento cinese di alcune regolamentazioni legate all'importazione di prodotti agricoli e alimentari, finalizzato a una maggiore apertura del mercato interno cinese ai beni statunitensi.

4) Servizi finanziari: promesse reciproche sull'apertura del settore ad aziende dei due paesi.

5) Tasso di cambio: impegno a evitare svalutazioni competitive e a favorire la trasparenza per quanto riguarda le posizioni valutarie.

6) Importazioni: impegno cinese ad incrementare le importazioni di beni e servizi statunitensi di 200 miliardi di dollari in due anni rispetto ai livelli del 2017. L'accordo contiene quote specifiche per diverse categorie di prodotti:

a) Manifatturieri: 32,9 miliardi di dollari nel 2020 e 44,8 miliardi nel 2021;

b) Agricoli: 12,5 miliardi nel 2020 e 19,5 miliardi nel 2021;

c) Del comparto Energia: 18,5 miliardi nel 2020 e 33,9 miliardi nel 2021;

d) Servizi: 12,8 miliardi nel 2020 e 25,1 miliardi nel 2021.

Gli acquisti verranno fatti a prezzi di mercato e si accetta che le condizioni di mercato, in particolare per i prodotti agricoli, possano determinare la tempistica degli interventi.

7) Gestione dei conflitti: impegno a effettuare incontri regolari tra i rappresentanti dei due paesi per risolvere eventuali violazioni. Nel caso in cui le dispute non dovessero essere risolte rimane la possibilità di imporre nuovi dazi.

8) L'accordo entra in vigore 30 giorni dopo la sua firma; successivamente i due paesi inizieranno i negoziati sulla Fase 2, anche se al momento non è stato rilasciato un calendario.

Per quanto riguarda invece i dazi statunitensi in essere, come già annunciato a dicembre, non verranno aumentati quelli su 162 miliardi di dollari di beni d'importazione cinese che sarebbero entrati in vigore a metà dicembre, vengono ridotti dal 15% al 7,5% quelli su circa 120 miliardi di dollari di esportazioni cinesi, mentre restano in vigore quelli del 25% su circa 250 miliardi di dollari di export di Pechino.

L'accordo non comprende i temi più controversi, come la politica industriale cinese, che saranno oggetto della Fase 2; per questa ragione è possibile che, come peraltro riconosciuto dalle autorità statunitensi, i negoziati possano prolungarsi a lungo, anche oltre le elezioni presidenziali di novembre.

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

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

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

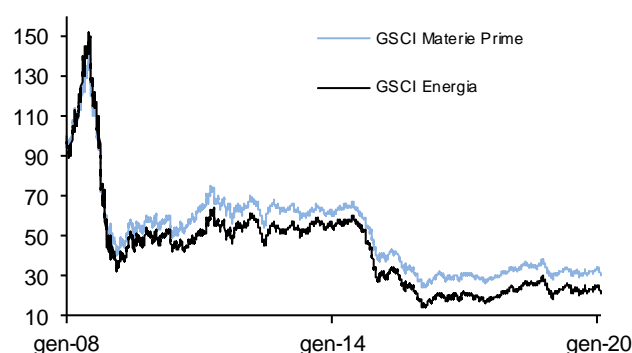
Energia: il petrolio scende nelle prime battute dell'anno. Il prezzo del petrolio, dopo la recente impennata dovuta alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente, ha corretto al ribasso. Il surplus di offerta ha influito negativamente sull'andamento del prezzo, ma anche la domanda debole, stimata tale sostanzialmente da tutti gli organi di analisi del settore Energia, ha avuto il suo impatto negativo. Un'ulteriore impennata del prezzo del petrolio appare improbabile nel breve, in parte per l'abbondanza di output (con gli Stati Uniti che si preparano a diventare il primo produttore al mondo) e in parte per le tendenze di medio termine che riguardano la relazione tra l'andamento del PIL e il prezzo del greggio. La crescita economica mondiale prevista dal Fondo Monetario Internazionale è di circa il 3,5% nei prossimi anni (vedi paragrafo introduttivo), un livello che dovrebbe teoricamente sostenere la domanda di energia, che tuttavia non significa automaticamente una maggiore richiesta di petrolio. Probabilmente anche il 2020 sarà caratterizzato da ampia offerta di petrolio e domanda debole. Le tensioni fra Iran e Stati Uniti si sono sopite quasi subito, comportando un'influenza minima sulla produzione di petrolio. Non a caso, l'Iraq ha assistito a proteste per mesi con un'interruzione minima della produzione. Malgrado le sanzioni statunitensi, l'Iran produce ancora più di 2 milioni di barili di petrolio al giorno, l'Iraq circa 4,7 milioni. Una diffusione delle tensioni in Medio Oriente rischierebbe di generare un'interruzione dei flussi di greggio nel Golfo mettendo a rischio oltre 20 milioni di barili di produzione giornaliera di petrolio (circa il 20% della fornitura mondiale), scenario che nessuno vuole vedere concretizzato. Restano pertanto confermati i soliti temi legati al rallentamento della domanda petrolifera, in scia alla bassa crescita mondiale. EIA, IEA e OPEC, nei loro report mensili, hanno sottolineato come un ciclo economico mondiale in rallentamento non possa che riflettersi sulla domanda di energia.

Performance di lungo termine

	Valore 29.01.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.370,2	-8,6	-10,4	-20,7
GSCI Energia	438,1	-11,9	-9,8	-23,9
WTI (\$)	53,3	-12,7	-17,3	10,6
Brent (\$)	59,8	-9,4	-13,3	12,9
Gas Naturale (\$)	1,9	-14,3	-41,3	-30,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)

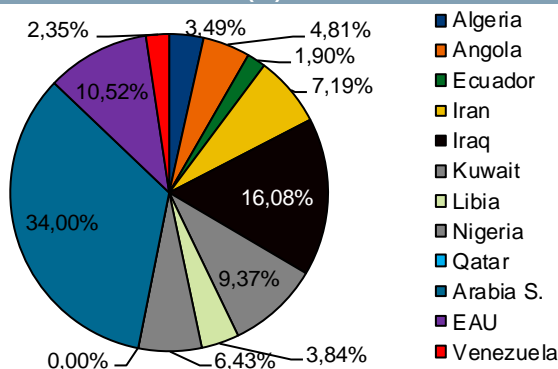


Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: rilasciate le prime stime per il 2021. Secondo lo Short-Term Energy Outlook (STEO) di gennaio dell'EIA (U.S. Energy Information Administration), la domanda globale dovrebbe attestarsi a 102,1 mb/g nel 2020, in crescita di 1,3 mb/g rispetto al 2019, mentre per il 2021 le previsioni puntano verso una salita a quota 103,5 mb/g. Sul fronte dell'offerta-dei paesi non-OPEC, dopo essersi attestate a 65,5 mb/g nel 2019, nell'anno in corso le estrazioni dovrebbero crescere di circa 2,5 mb/g a/a a 68,1 mb/g, mentre nel 2021 si prevede un aumento di circa 1,0 mb/g a/a a 69,1 mb/g. L'EIA ritiene che nel 2020 le estrazioni di greggio negli Stati Uniti dovrebbero salire di 1,0 mb/g rispetto al 2019 raggiungendo una media di 13,3 mb/g, per poi crescere a 13,7 mb/g nel 2021. Le importazioni nette negli Stati Uniti sono passate dai 2,3 mb/g del 2018 a 0,5 mb/g del 2019 (considerando che a partire da settembre il paese è diventato un esportatore netto). Nell'anno in corso, infatti, le esportazioni USA dovrebbero risultare superiori alle importazioni di 0,8 mb/g e tale differenza dovrebbe crescere a 1,4 mb/g nel 2021. Per quanto riguarda invece l'offerta dei paesi appartenenti all'OPEC, l'EIA prevede che l'Organizzazione proseguirà nel percorso di taglio delle estrazioni anche nel 2020, portando la produzione media annua a 29,2 mb/g da 29,8 mb/g del 2019. La quota di produzione minima dovrebbe essere raggiunta nel 2° trimestre dell'anno in corso prima di tornare a crescere modestamente a partire dall'estate. Nel 2021, infatti, l'IEA stima una produzione OPEC a 29,3 mb/g, solo in marginale aumento rispetto al 2020 e comunque ancora al di sotto dei volumi del 2019. Complessivamente la capacità OPEC di produzione in eccesso dovrebbe aumentare da 2,0 mb/g nel 2019 a 2,4 mb/g nel 2020 e 2,5 mb/g nel 2021.

IEA: offerta non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda nel 2020. L'OPEC dovrebbe continuare a tagliare la produzione almeno nei primi 2 trimestri dell'anno. Nell'Oil Market Report (OMR) di gennaio, l'IEA (International Energy Agency) ha sottolineato come i rischi per l'offerta provenienti dalle tensioni geopolitiche di inizio anno si siano significativamente ridimensionati. Le stime per il 2020 sono perciò risultate invariate rispetto al rapporto precedente con una domanda mondiale in crescita di 1,2 mb/g a 101,5 mb/g. Sul fronte dell'offerta, le estrazioni non-OPEC dovrebbero salire di 2,1 mb/g a 67,0 mb/g, in accelerazione rispetto alla crescita di 2,0 mb/g registrata nel 2019. Si conferma dunque lo scenario di offerta non-OPEC in crescita a tassi superiori alla domanda. Secondo l'IEA, nel mese di dicembre del 2019 l'offerta globale di greggio è calata di 0,8 mb/g a 100,7 mb/g, 1,3 mb/g al di sotto di dicembre 2018, grazie soprattutto ai tagli effettuati dall'OPEC. Se a dicembre l'Organizzazione dei Paesi produttori ha estratto circa 29,44 mb/g, per bilanciare il mercato nella prima metà del 2020 dovrebbe essere necessaria un'offerta OPEC in calo a 28,5 mb/g, con un minimo di 28,4 mb/g che dovrebbe essere toccato nel 2° trimestre. Sul fronte delle scorte, invece, quelle dei paesi OCSE, alla fine di novembre si sono attestate a 2.912 mb, 8,9 mb al di sopra della media a cinque anni, con una copertura di 60,6 giorni, 0,6 giorni al di sotto della media quinquennale. I dati preliminari per dicembre puntano verso una ricostituzione delle scorte/dei magazzini in Europa e Stati Uniti a fronte di un calo in Giappone.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.12.2019

OPEC: marginale revisione al ribasso per la "call on OPEC" nel 2020, il minimo per le estrazioni dell'Organizzazione è atteso nel 2° trimestre prima che si manifesti la ripresa della domanda. Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di gennaio, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio (OPEC) ha aggiornato le proprie stime per i fondamentali di domanda e di offerta per il 2019/20 rivedendole marginalmente al rialzo. Le previsioni relative all'anno appena concluso riportano una marginale revisione verso il basso (-0,03 milioni di barili) della domanda globale a 99,8 milioni di barili al giorno (mb/g). Nel 2020 i consumi globali di greggio dovrebbero salire, in media annua, a 101,0 mb/g (rivisto al

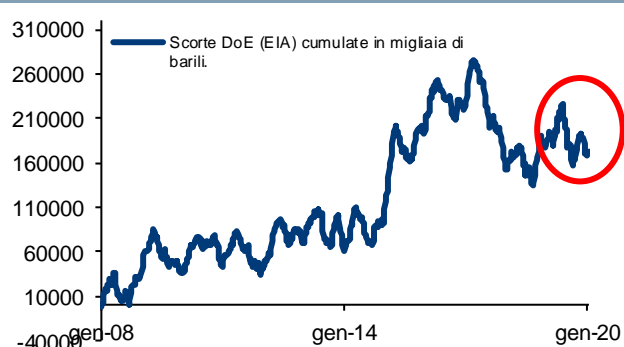
rialzo di 0,1 mb/g dal rapporto di dicembre). In particolare, secondo l'OPEC, la domanda, dopo aver toccato i 101,0 mb/g nel 4° trimestre del 2019, dovrebbe progressivamente calare nei primi sei mesi del 2020 prima di tornare a crescere nella seconda metà dell'anno fino a quota 102,4 mb/g nel 4° trimestre del 2020. Sul fronte dell'offerta, quella dei paesi non appartenenti all'OPEC dovrebbe salire da 64,3 mb/g del 2019 a 66,7 mb/g nel 2020 (rivista al rialzo di 0,2 mb). Per equilibrare il mercato sarebbe dunque necessaria una produzione da parte dell'OPEC (*call on OPEC crude oil*) di 29,5 mb/g (rivista al ribasso da 29,6 mb/g) nel 2020, 1,2 mb al di sotto di quella richiesta nel 2019. In particolare, per garantire un mercato in equilibrio l'Organizzazione dovrebbe estrarre 29,2 mb/g nel 1° trimestre del 2020 e 28,6 mb/g in quello successivo. A partire dalla seconda metà dell'anno, in scia alla ripresa della domanda, la produzione OPEC potrebbe ricominciare a salire: 30,3 mb/g nel corso dell'estate e 29,9 mb/g in autunno. Nel complesso del 2019 l'OPEC ha estratto in media 29,9 mb/g; si stima infatti che a dicembre la produzione sia calata a 29,44 mb/g da 29,55 mb/g del mese precedente. Nel 4° trimestre le estrazioni dei paesi membri sono quindi salite a 29,6 mb/g da 29,4 mb/g dei tre mesi precedenti, comunque circa 1 mb al di sotto della quantità di equilibrio necessaria stimata. Le scorte OCSE di greggio nel mese di novembre dovrebbero invece essere calate di 0,7 mb rispetto ad ottobre a 1.468 mb, superiori di 14,7 mb rispetto a quelle dello stesso periodo dell'anno precedente e di 22,9 mb rispetto alla media a cinque anni. In termini di copertura, le scorte commerciali di greggio sono scese di 0,4 giorni m/m a 60,6 giorni, 0,9 giorni al di sopra di quelle di novembre 2018, ma 0,6 giorni al di sotto della media quinquennale.

Performance di medio termine

	29.01.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	438,1	-4,1	-4,7	-1,9	-11,9
WTI (\$)	53,3	-3,1	-8,1	-1,7	-12,7
Gas Naturale (\$)	1,9	-30,2	-12,2	-34,2	-14,3
Gasolio (\$)	523,3	-10,1	-11,7	-9,6	-14,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

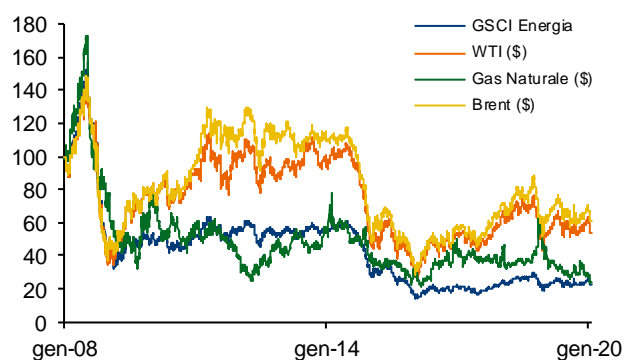
WTI: scorte DoE



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

La dinamica delle scorte USA. Le scorte API (American Petroleum Inst.) hanno registrato un calo di 4,3 milioni nella settimana terminata il 24 gennaio, rispetto all'accumulo di 1,6 milioni riportato la settimana precedente. Secondo l'EIA, divisione del Dipartimento dell'Energia americano, le scorte di petrolio, al 24 gennaio 2020, sono salite di oltre 3,5 milioni. Il consenso prevedeva un aumento di 258.000 barili. Gli stock di distillati hanno registrato un calo di quasi 1,3 milioni, contro attese per un decremento di 599.000, mentre le scorte di benzine sono salite di 1,2 milioni (era atteso +1,6 milioni). Il mercato resta preoccupato riguardo agli impatti di una riduzione della domanda in Cina qualora si aggravasse la situazione sanitaria, in un contesto in cui il surplus di offerta di greggio resta notevole e non bastano le rassicurazioni di OPEC e Russia circa il mantenimento dei tagli.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo. Restiamo cautamente ottimisti sul petrolio, benché i prezzi siano vicini ai minimi delle ultime settimane, scossi dall'aggravarsi dell'emergenza sanitaria in Cina. Nell'accordo commerciale è compreso anche l'impegno da parte della Cina all'acquisto di energia statunitense nel biennio 2020-21, per un controvalore di circa 52,4 miliardi di dollari. Nonostante ciò, il contesto generale resta caratterizzato da un abbondante surplus di petrolio, come evidenziato anche dalle stime dei report mensili pubblicati questo mese da EIA, IEA e OPEC. In particolare, l'EIA ha di nuovo aumentato la stima della produzione USA portandola a oltre 13 milioni di barili giornalieri nel 2020 e oltre i 13,5 nel 2021. Le tensioni commerciali, la fragile crescita economica e l'indebolimento della domanda di greggio globale rappresenteranno ancora dei rischi al ribasso per le quotazioni, anche nel 2020. Alla luce di questo quadro, manteniamo comunque la nostra idea di consolidamento su livelli medi delle quotazioni petrolifere. Confermiamo di conseguenza il nostro outlook Moderatamente Positivo. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 64,8 (da 63,5) dollari al barile per il 2020 e 60 per il 2021; 2) per il WTI: 59,8 (da 58,5) nel 2020 e 55 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	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
WTI (\$)	53,3	59,0	57,4	57,0	58,8	58,0
Brent (\$.)	59,8	63,5	62,0	61,5	63,1	63,0
Gas Nat. (\$)	1,9	2,3	2,4	2,3	2,5	2,6

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
WTI (\$)	53,3	62,0	60,0	60,0	59,8	55,0
Brent (\$.)	59,8	67,0	65,0	65,0	64,8	60,0
Gas Nat. (\$)	1,9	2,00	2,10	2,30	2,20	2,50

Fonte: Intesa Sanpaolo

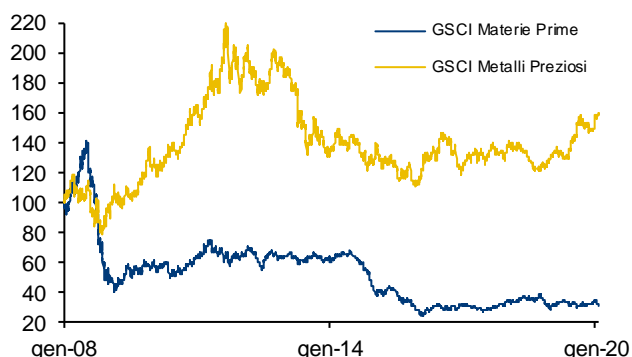
Metalli Preziosi: moderato l'appeal dei beni rifugio anche nel corso del 2020

Il 2020 si è aperto con l'impennata dei Preziosi sulle tensioni in Medio Oriente. Inizio di 2020 all'insegna del rialzo dei prezzi dei Preziosi a causa delle tensioni in Medio Oriente, poi rientrate, fra USA e Iran. A sostenere i Preziosi permarrà anche quest'anno sui mercati l'avversione al rischio, che alimenta la ricerca di asset difensivi, anche se il cauto ottimismo generato dalla firma dell'intesa commerciale fra USA e Cina sul cosiddetto accordo Fase 1 sembra rasserenare i mercati e ridurre, nel medio termine, l'appeal su oro e argento per gli investitori. I timori sulla crescita globale, pur se presenti, assumono contorni più sfumati e invitano, anche su questo fronte, a un cauto ottimismo: è per questo motivo che la forza rialzista del comparto appare meno vigorosa. Resta invece identica la questione relativa al ridotto costo opportunità di detenere metalli preziosi. Lo scenario di bassi tassi di interesse riduce il costo opportunità di detenere fisicamente tali metalli: questo genere di investimento non genera infatti interessi, ovvero non produce profitti diretti. E' evidente che, nell'attuale contesto di tassi addirittura negativi (in Europa), questa situazione risulti meno penalizzante, visto l'attuale quadro caratterizzato da politiche monetarie espansive da parte di tutti i principali Istituti centrali mondiali. Banche centrali che, vista l'incertezza in atto e le forti tensioni geopolitiche, sono fortemente al centro della scena sostenendo le economie.

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	29.01.20	da inizio 2020		
GSCI	2.370,2	-8,6	-10,4	-20,7
GSCI Preziosi	1.836,2	2,7	14,3	16,2
Oro (\$)	1.571,0	3,1	17,4	22,4
Argento (\$)	17,5	-2,4	1,9	1,3
Platino (\$)	973,5	-0,1	-2,4	-21,6
Palladio (\$)	2.282,8	17,6	115,9	195,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Oro e argento accelerano sulle tensioni USA/Iran salvo poi frenare. Il mercato si mantiene cauto dopo la sigla dell'accordo Fase 1 fra USA e Cina sul commercio, in attesa che nel 2020 ritornino le incertezze legate alla cosiddetta Fase 2. L'approccio

accomodante della Fed resta lo scenario di fondo ma nei fatti, salvo imprevisti, almeno nella prima parte del 2020 i tassi americani resteranno ai livelli attuali. Il dollaro consolida le posizioni contro tutte le valute: Powell ha confermato, in più di una occasione, come i tassi negativi a cui Trump anela non siano compatibili con lo stato, ancora robusto, dell'economia americana. Una dichiarazione che, di fatto, conferma la pausa nel ciclo di taglio dei tassi e rafforza ulteriormente la nostra idea che il dollaro difficilmente si indebolirà. Il quadro descritto non è di sostegno alle quotazioni dell'oro e, parzialmente, neanche a quelle dell'argento.

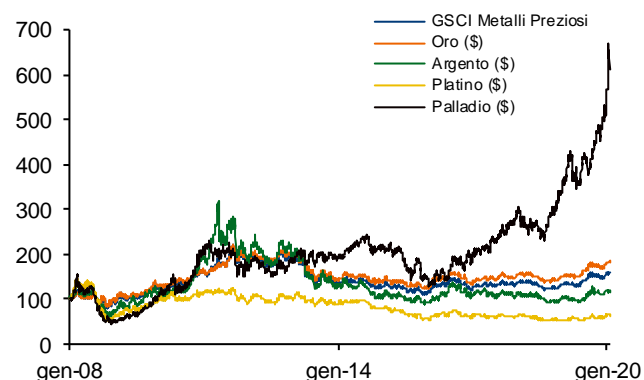
L'oro, soprattutto a causa dell'aggravarsi della situazione in Cina, sta esercitando un forte appeal sugli investitori, svolgendo il suo ruolo di bene rifugio. Si sta insomma concretizzando quell'evento "esogeno" necessario a favorire il rialzo delle quotazioni che, viceversa, avrebbe confermato uno scenario di attese rialziste meno forti sul 2020. La pausa nel ciclo di taglio dei tassi della Fed appare metabolizzata ed è dovuta ai minori rischi che pesano sull'economia statunitense e globale, specie dopo il raggiunto accordo commerciale con la Cina. In aggiunta, in un quadro di tassi velocemente in discesa in America, il costo opportunità dell'investimento in un bene che non genera interessi periodici risultava in costante calo; ora questo costo opportunità appare invece stabilizzarsi. Infine, dollaro e Treasury USA sono ancora percepiti come investimenti difensivi, contendendosi con l'oro le preferenze degli investitori alla ricerca di asset rifugio. Prevediamo un prezzo medio di 1.560 dollari per il 2020 e 1.575 per il 2021.

Le tensioni geopolitiche di fine 2019 e inizio 2020 hanno contribuito a far recuperare qualche posizione all'argento, i cui guadagni sono stati però inferiori a quelli dell'oro. I fattori produttivi rimangono un aspetto chiave nel settore dell'argento: i giacimenti minerari stanno diventando sempre meno redditizi in termini di materiale estratto, cosa che potrebbe portare ad un declino della produzione in futuro. Si conferma poi il trend degli ultimi anni che vede un calo della qualità mineraria (meno argento nel minerale estratto), aspetto che potrebbe dare sostegno ai prezzi in questo 2020. L'impiego industriale dell'argento crescerà nel comparto automobilistico e nel fotovoltaico, due settori molto importanti che assorbono molto materiale. È atteso un aumento del 3% della domanda da parte del settore della gioielleria e del 4% nel settore dell'argenteria. L'ipotesi è che, senza una performance straordinaria dell'argento, il divario con l'oro possa comunque restringersi. Prevediamo un prezzo medio di 18,4 dollari per il 2020 e 19 per il 2021.

Platino e palladio. Inizio di 2020 che ha registrato i nuovi massimi del palladio (sopra 2.570 dollari l'oncia). La sensibilità verso i temi climatici e la necessità di contenere le emissioni di CO2 consegna al palladio un ruolo decisivo nella produzione di marmitte catalitiche dei motori a benzina. Quelle dei motori diesel utilizzano invece il platino e vedono un calo della

produzione, di pari passo con l'esclusione dei motori diesel dal trasporto privato. Non è da escludere che i rincari del palladio potrebbero indurre a riconsiderare il platino anche nei catalizzatori a benzina ma, per ora, il processo di sostituzione tecnica non viene preso in considerazione. I maggiori produttori di palladio sono il Sudafrica, la Russia, il Canada e lo Zimbabwe. La produzione globale ammonta a circa 200 tonnellate l'anno, una quantità ritenuta insufficiente per soddisfare la richiesta. Questo ha portato ad una forte pressione sulle riserve (specie russe e sudafricane), che appaiono in costante erosione, con conseguente surriscaldamento dei prezzi. A sostenere il palladio contribuiscono insomma fattori concreti: la situazione rischia di diventare ancora più tesa quando le carenze di palladio risulteranno abbastanza gravi da creare problemi nella produzione di auto. Di conseguenza ci aspettiamo, anche per il 2020, che la dinamica industriale in atto prosegua, col platino che dovrebbe mantenersi strutturalmente più debole rispetto al palladio. Stimiamo una quotazione per il platino di 990 dollari l'oncia nel 2020 e 960 dollari per tutto il 2021. Per il palladio stimiamo una quotazione media di 2.075 dollari l'oncia nel 2020 e 1.750 dollari per tutto il 2021.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	29.01.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI M. Preziosi	1.836,2	4,1	8,9	17,9	2,7
Oro (\$)	1.571,0	5,2	9,9	19,8	3,1
Argento (\$)	17,5	-2,0	5,7	9,7	-2,4
Platino (\$)	973,5	5,5	11,9	19,7	-0,1
Palladio (\$)	2.282,8	25,8	51,0	68,3	17,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, previsioni di marginale rincaro dei prezzi dell'oro nel 2020. Confermiamo il quadro prospettico sui Metalli Preziosi: la volatilità sarà il driver principale che alimenterà la domanda di beni rifugio. Oro e argento esprimono ancora il loro appeal verso gli investitori, in scia alle tensioni generate dalle incertezze globali e ai rischi sanitari in Cina. Il tutto nonostante la sigla dell'accordo di Fase 1, che avrebbe dovuto rasserenare la situazione, e in un quadro di tassi d'interesse bassi, che consente agli investitori di

considerare pressoché ininfluenza il costo opportunità di detenere liquidità bloccata in metalli preziosi. Le previsioni confermano ancora performance mediamente positive nel 2020 ma va ribadito come il grosso del movimento di rialzo sia forse alle spalle. Anche più a lungo termine permane un cauto ottimismo su oro e argento, mentre fra i preziosi di taglio più industriale persiste una decisa preferenza per il palladio rispetto al platino, a conferma dei mutamenti che stanno interessando tutto il settore automobilistico globale e che lo vedono come metallo vincente nella rotazione tecnologica da diesel a benzina. I fattori da tenere sotto controllo restano: a) il prosieguo delle trattative commerciali USA-Cina (Fase 2); b) la dimensione reale del rallentamento della crescita globale; c) il percorso di taglio dei tassi della Fed e il conseguente movimento del dollaro (ancora forte ma in linea con la pausa nell'allentamento monetario); d) le tensioni geopolitiche in Medio Oriente.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
Oro (\$)	1.571,0	1.507,5	1.500,0	1.522,5	1.500,0	1.525,0
Argento (\$)	17,5	17,8	17,5	17,5	17,4	18,4
Platino (\$)	973,5	962,5	947,5	965,0	966,9	978,8
Palladio (\$)	2.282,8	1.940,0	1.925,0	1.910,0	1.925,0	1.600,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

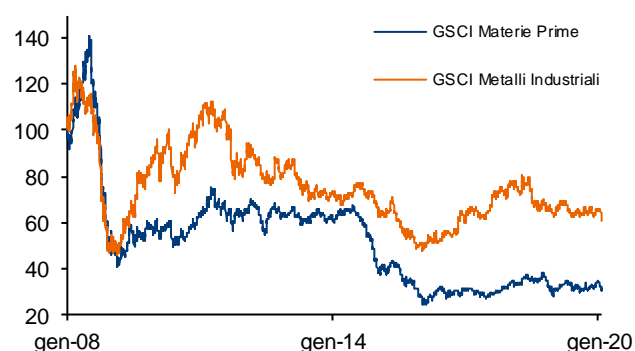
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
Oro (\$)	1.571,0	1.550	1.550	1.570	1.560	1.575
Argento (\$)	17,5	18,0	18,0	18,5	18,4	19,00
Platino (\$)	973,5	1.000	995	985	990	960
Palladio (\$)	2.282,8	2.250	2.100	2.000	2.075	1.750

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: i dubbi sulla crescita del 2020 mineranno la domanda?

La sigla dell'intesa fra Cina e USA non cancella i dubbi sulla domanda di metalli legata al ciclo economico del 2020. Dopo un 2019 che ha archiviato, per la maggior parte dei metalli industriali, un deficit e una contrazione delle scorte mondiali, il 2020 inizia in sofferenza per questo comparto. I prezzi bassi hanno scoraggiato il riciclo/recupero dei materiali e gli investimenti infrastrutturali e produttivi sono stati frenati (se non addirittura azzerati) dall'incertezza sul futuro, visti i dissidi commerciali fra USA e Cina. Nonostante la sigla dell'accordo appena raggiunto sulla Fase 1, il rallentamento del ciclo economico cinese, frutto delle lungaggini nella trattativa sui dazi, si è riflesso nel valore del PIL del 4° trimestre 2019 e rischia di riverberarsi anche sulla crescita globale, come segnalato anche dal Fondo Monetario, con ovvie conseguenze anche sulla domanda di metalli. Resta comunque valido un quadro di deterioramento dei fondamentali della maggior parte dei metalli industriali nel 2020. La causa è da ricercarsi nelle previsioni di rallentamento dei consumi di materie prime, soprattutto da parte del sistema economico cinese, alle prese anche con l'emergenza sanitaria, che in occasione del Capodanno Lunare sta tenendo chiusi più del dovuto molti impianti siderurgici. Nel 2021 non escludiamo un più accentuato calo dei prezzi dei metalli industriali, dovuto all'ulteriore frenata dei consumi globali, trainati dalla riduzione di quelli in Cina. Confermiamo anche come da questo scenario possa emergere forse solo il nickel, caratterizzato da dinamiche specifiche legate, dal lato della domanda, all'auto elettrica e, dal lato dell'offerta, alla contrazione della produzione fisica in alcuni paesi produttori. Un insieme di fattori che potrebbe salvaguardarlo dal generale clima di pessimismo sul comparto. Alla luce di questo quadro, risulta difficile ipotizzare un recupero forte delle quotazioni, almeno nel breve.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 29.01.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.370,2	-8,6	-10,4	-20,7
GSCI Industriali	1.139,0	-6,5	-20,7	-4,7
Rame (\$)	5.641,0	-8,6	-20,0	2,7
Alluminio (\$)	1.737,0	-4,0	-21,3	-6,8
Zinco (\$)	2.223,8	-2,4	-38,2	6,8
Nickel (\$)	12.550,0	-10,5	-6,0	-17,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

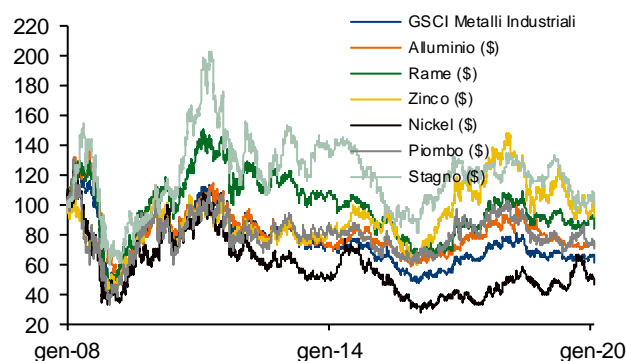
Cina: crescita al 6,1% nel complesso del 2019, la diffusione del virus potrebbe frenare la ripresa. L'epidemia di polmonite da coronavirus sta modificando le previsioni di crescita del PIL in Cina, che potrebbe scendere al 5%, se non anche sotto tale soglia. Secondo un economista vicino al Governo cinese, Zhang Ming, la crescita nei primi tre mesi del 2020 potrebbe rallentare per effetto dei danni all'economia provocati dal coronavirus. L'impatto sull'economia del nuovo coronavirus potrebbe rivelarsi superiore a quello della SARS (2003) per il fatto che oggi l'economia cinese è più dipendente dai servizi e dai consumi di quanto lo fosse allora. Nel 4° trimestre del 2019 la crescita del PIL cinese si è stabilizzata al 6,0% a/a, come nei tre mesi precedenti. La variazione congiunturale evidenzia un tasso di crescita negli ultimi tre mesi del 2019 solo modestamente più elevato rispetto al trimestre precedente (+1,5% t/t da 1,4% t/t), con i settori primario e secondario che hanno compensato la decelerazione registrata nei servizi. Nel complesso del 2019 la crescita del Paese si è attestata al 6,1%, ai minimi dal 1991 e in rallentamento dal 6,6% registrato nel 2018. Il raggiungimento dell'accordo di Fase 1 con gli Stati Uniti potrebbe favorire una stabilizzazione del ciclo, così come i dati reali di dicembre hanno offerto segnali incoraggianti circa l'attività sottostante. Tuttavia, la recente diffusione del coronavirus rappresenta un potenziale elemento di freno per l'espansione. Durante le festività del Capodanno Lunare le fabbriche sono rimaste chiuse, ma è possibile un prolungamento delle chiusure per motivi precauzionali e al ritorno dopo le feste potremmo non assistere al rimbalzo che di solito si manifesta nei dati reali. L'impatto più immediato potrebbe manifestarsi nei consumi, soprattutto nelle vendite al dettaglio e nel turismo (i trasporti il primo giorno festivo sono calati del 30% rispetto allo stesso periodo dello scorso anno).

Gli **indici PMI Caixin** relativi al mese di dicembre hanno evidenziato una correzione per il morale degli imprenditori diffusa al settore manifatturiero (51,5 da 51,8) e ai servizi (52,5 da 53,5), che ha portato l'indice composito a 52,6 da 53,2. Le indagini di dicembre hanno comunque confermato un quadro espansivo per la manifattura, che era risultato il settore più debole nel 2019, seppur con indicazioni per un indebolimento di ordinativi e esportazioni. A partire dalle indagini di gennaio dovremmo però assistere a una flessione del morale delle imprese, che dovrebbero risentire delle preoccupazioni legate alla diffusione del virus.

Per quanto riguarda invece i dati reali di dicembre, hanno registrato una marcata accelerazione le **esportazioni** (+7,6% a/a da -1,3% a/a) e le **importazioni**, che hanno messo a segno un +16,3% a/a da 0,8% a/a di novembre. Le esportazioni verso gli Stati Uniti hanno proseguito nel loro trend di calo (-14,6% a/a da -23% a/a), mentre ha accelerato la crescita delle importazioni (+7,8% a/a da +2,7% a/a), il secondo mese consecutivo di aumento dopo una serie di contrazioni iniziate già a partire da fine 2018. La risalita delle importazioni dagli Stati Uniti potrebbe riflettere il marcato incremento degli acquisti di soia (+66,8% a/a da +53,9% a/a); non è stata rilasciata l'origine di tali importazioni ma è possibile che riflettano maggiori acquisti dagli Stati Uniti, considerando l'importanza che il comparto agricolo ha ricoperto nelle negoziazioni commerciali sino-statunitensi. Nel complesso, i dati, seppur supportati anche da un effetto statistico sull'anno particolarmente favorevole, riflettono il parziale allentamento delle incertezze commerciali a livello globale. Il 2020 potrebbe evidenziare una maggiore vivacità degli scambi internazionali rispetto al 2019, ma i dazi statunitensi ancora elevati sulle merci cinesi dovrebbero continuare a rappresentare un significativo fattore di freno per le esportazioni cinesi. Tuttavia, a dicembre la **produzione industriale** è salita di 6,9% a/a da 6,2% a/a del mese precedente e ben al di sopra delle attese ferme a 5,9%. Si evidenzia, in particolare, un'accelerazione dell'attività nella manifattura (7,0% a/a da 6,3% a/a), spinta dalla ripresa della produzione automobilistica (10,4% a/a da 7,7% a/a). Gli **investimenti** sono saliti di 5,4% da inizio anno, in crescita da 5,2% precedente. Prosegue la dinamica iniziata a novembre di rallentamento per quelli delle società a proprietà statale, a fronte di una contenuta riaccelerazione di quelli privati. In particolare, la decelerazione della crescita degli investimenti pubblici dovrebbe riflettere soprattutto la frenata delle spese infrastrutturali. Nel corso del 2020, però, gli investimenti in progetti di infrastrutture dovrebbero riaccelerare, favoriti dalle maggiori emissioni obbligazionarie dedicate da parte delle amministrazioni locali, che nel 2019 si sono attestate a 375 miliardi di dollari, in crescita del 33% rispetto all'anno precedente. Sul lato dei consumi, le **vendite al dettaglio** sono cresciute dell'8% rispetto allo stesso mese del 2018, come nel mese precedente, mentre le immatricolazioni di auto hanno iniziato ad offrire segnali di stabilizzazione nel trend di contrazione che ha caratterizzato il 2019. A dicembre i **prezzi delle case** nuove sono invece cresciuti di 0,4% m/m da 0,3% m/m precedente, con la crescita tendenziale che frena a 6,8% da 7,3% precedente. Il tasso di crescita mensile registrato a dicembre è il minimo da oltre un anno e riflette le misure precedentemente implementate dal Governo di Pechino per limitare la speculazione e ridimensionare gli eccessivi livelli di debito. È possibile però che la politica monetaria più espansiva, più l'ipotesi di un allentamento delle regolamentazioni, favorisca una ripresa del mercato immobiliare.

La politica monetaria della PBoC si sta facendo progressivamente più espansiva, mentre l'**inflazione headline**, stabile al 4,5% a dicembre, inizia ad offrire segnali di rallentamento, con i prezzi della carne suina che cominciano a decelerare, mentre la deflazione dei prezzi alla produzione inizia a trasferirsi sui consumatori. Se questo trend dovesse proseguire, si potrebbe liberare dello spazio di manovra per la Banca centrale nel caso in cui fossero necessarie ulteriori mosse espansive da parte dell'istituto per sostenere la ripresa.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Rame: i fattori chiave del 2020 resteranno ancora estranei ai fondamentali del metallo. Il rame, come molti altri metalli, va incontro a un 2020 di peggioramento delle condizioni sui mercati fisici. A questo quadro si è aggiunta la paura per il coronavirus, che ha fatto scivolare il rame ai minimi da due mesi, sotto 5.700 dollari per tonnellata. Ciò non stupisce, visto che Pechino consuma metà del rame mondiale (importando oltre il 70% dei concentrati). Il rame resterà soggetto all'andamento dei flussi speculativi e alle oscillazioni del sentiment di mercato, legati all'avversione al rischio più o meno accentuata che si verificherà anche quest'anno. Prevediamo un prezzo di 5.940 (da 5.803) dollari in media per l'intero 2020 e 5.250 per il 2021.

Alluminio: ancora minaccia di dazi. Donald Trump ha firmato un nuovo decreto per aumentare i dazi ad alcuni Paesi dal prossimo 8 febbraio. La misura prevede l'aumento del 25% dei dazi sui prodotti derivati dall'acciaio e del 10% su quelli dell'alluminio, che si vanno ad aggiungere a quelli già esistenti, rispettivamente del 25% e del 10%. Sono esonerati diversi paesi da questo provvedimento: Argentina, Australia, Brasile, Canada, Mexico e Corea del Sud sono esclusi dalle tariffe aggiuntive sull'acciaio; Argentina, Australia, Canada e Messico da quelle aggiuntive sull'alluminio. Per motivare la decisione, il Presidente ha citato le analisi del Dipartimento del Commercio, che rilevano come, nonostante l'import di acciaio e alluminio sia sceso dopo gli iniziali dazi, le consegne di derivati da parte di produttori esteri siano invece aumentate. Prevediamo un prezzo di 1.750 (da 1.740) dollari in media per l'intero 2020 e 1.670 per il 2021.

Zinco: permangono i dubbi sul 2020. Nel 2019 abbiamo assistito alla ripresa della produzione cinese di zinco raffinato, questo nonostante la produzione mineraria sia stata inferiore all'atteso. Le aspettative, infatti, erano di una produzione mineraria in crescita significativamente in Cina, fattore che non si è verificato. La forte tensione commerciale fra USA e Cina ha reso il 2019 un anno difficile per la maggior parte dei metalli industriali, poiché l'indebolimento della domanda globale ha pesato sull'attività soprattutto nel Paese asiatico. Il 2020 è probabile che registri ancora un surplus di concentrato di zinco. Inoltre, il mercato dello zinco raffinato dovrebbe rimanere in deficit nonostante la domanda più debole del previsto. Un fattore che potrebbe rendere meno fosco il quadro e consentire allo zinco di guadagnare terreno è il basso livello delle scorte mondiali. Tuttavia, la produzione industriale ridotta e un contesto economico incerto costituiscono i principali rischi al ribasso. In sintesi: se da un lato esiste surplus di offerta di metallo fisico, aspetto certamente negativo, dall'altro lato alcuni produttori sono messi alle strette da prezzi troppo bassi e alti costi di estrazione. Questo scenario potrebbe costringerli a chiudere delle miniere generando così pressioni rialziste sui prezzi. Prevediamo per lo zinco un prezzo di 2.315 (da 2.295) dollari nel 2020 e di circa 2.150 per l'intero 2021.

Nickel: correzione eccessiva sulla paura del coronavirus, probabile un rimbalzo dei prezzi nel 2020. La paura per il coronavirus ha fatto scivolare il nickel a livelli che non si vedevano dall'estate scorsa. Reazione esagerata ma non priva di fondamento, visto che Pechino consuma il 60% del nickel, usato nell'industria siderurgica e sempre più spesso nella produzione di batterie per il comparto dell'auto elettrica: due settori industriali in cui la Cina è ormai leader. Restiamo cautamente ottimisti sulle quotazioni del nickel rispetto agli altri metalli proprio per i fondamentali più solidi. Ricordiamo infatti che l'Indonesia, uno dei due maggiori produttori al mondo (l'altro sono le Filippine con 340.000 tonnellate), ha annunciato l'introduzione del divieto di esportazione di minerale contenente il nickel a partire da gennaio 2020, due anni in anticipo rispetto al previsto gennaio 2022. Prevediamo per il nickel un prezzo medio di 14.700 (da 15.000) dollari per il 2020 e di 15.000 per il 2021.

Performance di medio termine					
	29.01.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.139,0	-7,6	-5,8	-8,5	-6,5
Rame (\$)	5.641,0	-4,5	-5,2	-8,1	-8,6
Alluminio (\$)	1.737,0	-1,3	-3,7	-9,0	-4,0
Zinco (\$)	2.223,8	-14,0	-10,6	-16,4	-2,4
Nickel (\$)	12.550,0	-25,2	-12,6	1,6	-10,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale. I timori sul ciclo mondiale e l'economia della Cina restano i temi chiave per il 2020. Nonostante la sigla dell'accordo di Fase 1 pensiamo che il livello di incertezza di questo inizio di 2020 caratterizzerà tutto il corso dell'anno, specie in vista delle trattative commerciali della cosiddetta Fase

2. Manteniamo l'idea secondo cui il comparto potrebbe essere il massimo beneficiario dell'eventuale allentamento delle preoccupazioni relative ai dazi, anche se nel 2020 i fondamentali della maggior parte dei metalli industriali rischiano di deteriorarsi ulteriormente, a causa del probabile rallentamento dei consumi di materie prime soprattutto in Cina. Il consolidamento del PIL del 4° trimestre, certificato anche dalle mosse di politica monetaria della PBoC e dall'analisi del Fondo Monetario, ha provato a smorzare le tensioni degli operatori circa la domanda e produzione siderurgica in Cina, che rappresenta di fatto l'ago della bilancia di tutto il comparto dei metalli. Pensiamo che i Metalli industriali possano restare all'interno di un ampio intervallo di prezzo, che però rischia di risultare inferiore alla media dell'anno appena trascorso. Per il 2021 permane il rischio di una diminuzione più accentuata delle quotazioni del comparto, ma solo se si concretizzerà il rallentamento dei consumi legato all'ulteriore frenata del ciclo mondiale (cinese in particolare).

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.641,0	6.150	6.100	6.100	6.200	6.250
Alluminio (\$)	1.737,0	1.800	1.830	1.850	1.848	1.869
Zinco (\$)	2.223,8	2.320	2.288	2.263	2.315	2.300
Nickel (\$)	12.550,0	14.738	15.375	15.000	15.250	15.500

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
Rame (\$)	5.641,0	6.150	6.000	5.860	5.940	5.250
Alluminio (\$)	1.737,0	1.790	1.750	1.750	1.750	1.670
Zinco (\$)	2.223,8	2.380	2.300	2.300	2.315	2.150
Nickel (\$)	12.550,0	14.200	14.600	15.000	14.700	15.000

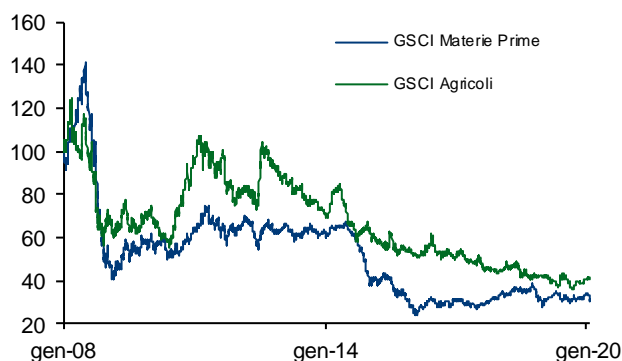
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: la sigla dell'accordo di Fase 1 apre scenari più ottimisti

Agricoli: la sigla dell'accordo di Fase 1 e il coronavirus al centro del comparto. Inizio di 2020 all'insegna del blando recupero degli Agricoli, complice il volano rappresentato dalla sigla dell'accordo cosiddetto di Fase 1 tra USA e Cina, che li vede come principali beneficiari. Ciò nonostante, i rialzi di inizio anno si sono sostanzialmente esauriti dopo la firma, senza però annullare il deciso recupero di dicembre, quando, in attesa dei dettagli contenuti nell'accordo, l'intero comparto aveva fatto registrare un forte trend rialzista. Ricordiamo che nel corso dell'estate scorsa la maggior parte dei prodotti agricoli aveva registrato ampie oscillazioni di prezzo, dovute in particolare ai rischi legati alle condizioni meteo, ai timori sulle forniture e alla volatilità connessa all'aspro confronto fra le parti durante le trattative commerciali. Su questo quadro inizia inoltre a pesare il timore di pandemia sollevato dal diffondersi del virus cinese. Gli Agricoli restano una asset class che si candida come elemento di diversificazione all'interno dei portafogli finanziari ma non come investimento difensivo. E' evidente che un inasprimento dell'avversione al rischio, dovuto a un'eventuale epidemia in Cina, potrebbe far sfumare questo possibile elemento di appeal degli Agricoli.

Intesa raggiunta fra USA e Cina: ne beneficiano gli Agricoli. La sigla dell'intesa commerciale fra USA e Cina, denominata Fase 1, vedrà principale beneficiario il comparto degli Agricoli. La Cina aumenterà "significativamente" le importazioni di prodotti agricoli dagli USA, anche se nel concreto ci sono 90 giorni di tempo per dar seguito agli impegni siglati. La Cina è il maggior Paese importatore al mondo di prodotti agricoli. Il volume delle importazioni cinesi di questi prodotti rappresenta il 10% del commercio agricolo mondiale. L'aumento degli acquisti di prodotti agricoli statunitensi da parte della Cina era uno dei punti a cui teneva maggiormente il presidente Trump. Nell'anno che porta alle elezioni presidenziali di novembre era necessario ottenere un risultato positivo da mostrare all'elettorato della cosiddetta *Corn Belt* statunitense, ovvero l'insieme degli Stati a spiccata vocazione agricola, bacino elettorale proprio della presidenza Trump. A rendere lo scenario meno positivo ovviamente l'allarme generato dal coronavirus.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

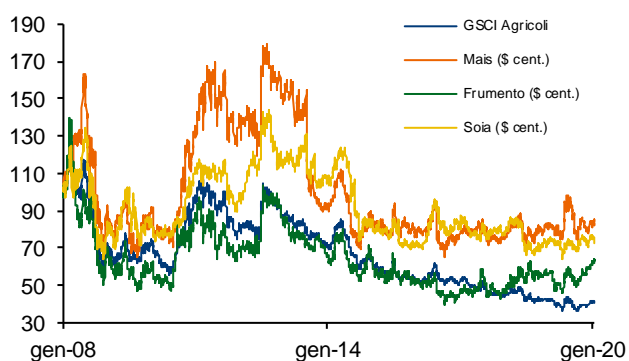
	Valore 29.01.20	Performance (%) da inizio 2020	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.370,2	-8,6	-10,4	-20,7
GSCI Agricoli	342,7	-1,5	-11,7	-31,6
Mais (\$ cent)	384,3	-0,9	6,3	3,9
Frumento (\$ cent.)	562,3	0,6	23,0	11,8
Soia (\$ cent)	893,0	-5,3	-10,7	-7,1
Cotone (\$ cent)	70,1	1,5	-9,0	18,0
Cacao	2.727,0	7,4	40,1	1,5
Zucchero	14,5	8,0	5,6	-2,0
Caffè (arabica)	102,1	-21,3	-18,3	-36,2
Caffè (robusta)	1.303,0	-3,8	-25,6	-32,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di gennaio: si confermano scorte di frumento in crescita nel 2019/20 nonostante le revisioni al ribasso per la produzione. Nel rapporto WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) di gennaio, 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. Nel complesso, il rapporto ha sostanzialmente confermato il quadro già emerso nel mese precedente e non ha offerto novità significative. Il consumo globale di **frumento** dovrebbe aumentare del 2,4% a/a, su livelli storicamente molto elevati, a 754 milioni di tonnellate (Mt), dato confermato da dicembre. A fronte di previsioni per una domanda record si confermano stime per una produzione record: 764 Mt (+4,5% a/a), sebbene rivista, complessivamente in maniera modesta, al ribasso (-1 Mt) rispetto al rapporto di dicembre. La revisione risente prevalentemente di stime per un calo dei raccolti australiani (-9,8% a/a), più grave rispetto a quanto stimato in dicembre, anche per effetto delle condizioni climatiche particolarmente avverse. Con un'offerta in crescita a tassi superiori alla domanda, le scorte a fine stagione dovrebbero raggiungere 288 Mt (+3,6% a/a), riviste al ribasso di 1,4 Mt. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi salire al 38,2% dal 37,7% del 2018/19. Per quanto riguarda invece il **mais**, i consumi sono stati rivisti al rialzo di 6 Mt a 1.133 Mt, sostanzialmente in stagnazione (-0,9%) rispetto alla stagione precedente (nel WASDE di dicembre si stimava un calo di 1,7%). Alla marginale flessione dei consumi corrisponde un altrettanto contenuto calo della produzione (-1,0% a/a) – che dovrebbe fermarsi a 1.111 Mt, rivista al rialzo di 2 Mt rispetto a dicembre – comunque sufficiente per permettere una flessione delle scorte, che sono previste a 298 Mt (riviste al ribasso da 301 Mt) a fine 2019/20 dalle 320 Mt di inizio stagione. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi al 26,3% (rivisto da 26,7%) dal 28,0% del 2018/19. Per la **soia**, l'USDA continua a prevedere una crescita della domanda a fronte di un calo dell'offerta, che dovrebbe portare a una normalizzazione delle scorte dopo l'aumento registrato nel corso della stagione 2018/19. In particolare, il consumo di soia è previsto nel 2019/20 a 350 Mt (sostanzialmente invariato da

dicembre), in crescita di 1,9% a/a. L'offerta dovrebbe invece flettere del 5,8% a/a a 337 Mt. I maggiori raccolti brasiliani non dovrebbero essere infatti sufficienti per compensare le contrazioni statunitensi e argentine. Le scorte sono quindi attese in calo a 97 Mt da 110 Mt del 2018/19, poco al di sotto dei livelli (99 Mt) registrati a fine 2017/18. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe quindi portarsi a 27,6% (stima invariata) da 32,1% della stagione precedente, su di un livello inferiore anche al 29,2% della stagione 2017/18. Secondo le stime dell'USDA, il rapporto tra scorte e consumi per la **farina di soia** nel 2019/20 dovrebbe restare sostanzialmente invariato rispetto all'annata precedente (5,3% da 5,1%); a dicembre l'USDA lo aveva stimato a 4,7% nella stagione in corso. I consumi sono infatti previsti in crescita di 2,1% a/a, mentre l'offerta dovrebbe salire di 1,9% a/a portando le scorte in calo di 0,4 Mt (-3,1% a/a). Il rapporto tra scorte e consumi per l'**olio di soia** dovrebbe diminuire al 5,9% nel 2019/20 dal 6,5% registrato nella stagione precedente (confermando sostanzialmente le stime del WASDE di dicembre).

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il punto sulle principali granaglie. Mais. Sono sfumati gli effetti sul mais degli incendi in Australia e degli scioperi in Francia. I due eventi hanno creato volatilità ma non una forte tensione rialzista sul mais. Nella stagione 2019/20, il mercato del mais dovrebbe registrare un deficit di offerta per il 3° anno consecutivo. Le stime sulla carenza di offerta hanno subito però una revisione al ribasso rendendo il deficit previsto più in linea con quello registrato nelle passate stagioni. Prevediamo per il mais una quotazione media di 400 (da 410) centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 440 (invariata) per il 2021.

Frumento. Il grano, nonostante presenti i fondamentali più deboli fra tutte le granaglie, appare quello con la tensione rialzista più spiccata, almeno nel breve. L'elenco dei temi a sostegno del grano è lungo. Gli scioperi francesi hanno creato tensioni sul prezzo in Europa, mentre a livello globale il timore che la Russia limiti le esportazioni e i roghi in Australia hanno fatto il resto. La Russia ha espresso la necessità di limitare le esportazioni a 20 milioni di tonnellate tra gennaio e giugno 2020. Una misura che appare piuttosto ampia nelle dimensioni e che potrebbe preludere a restrizioni più stringenti. Infine, anche le semine negli USA hanno vista ridotta la superficie riservata al frumento, addirittura ai minimi da oltre un secolo.

Prevediamo per il frumento una quotazione media di 515 (da 503) centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 510 (invariata) per il 2021.

Soia. La soia è la granaglia certamente più sensibile alla chiusura definitiva dell'accordo di Fase 1 tra Cina e Stati Uniti. Ciò nonostante, pensiamo che la volatilità dei prezzi legata agli sviluppi della controversia resterà elevata anche nel 2020. Resta una certa cautela circa le promesse di acquisti record di prodotti agricoli americani da parte dei cinesi; su tale fronte basti guardare al prezzo della soia, ai minimi da un mese e in costante discesa. È vero che la Cina si impegna a importare circa il 30% di prodotti agricoli in più ma, assumendo che la composizione dell'export americano non cambi, per rispettare gli impegni i cinesi dovrebbero assorbire quasi tutta la produzione annuale di soia americana. Di contro, sono cresciuti i prezzi internazionali dell'olio di soia, grazie alla robusta domanda d'importazione cinese verso le forniture sudamericane. Alla luce di questo quadro dalle molteplici sfaccettature, stimiamo per la soia un prezzo di 938 (da 900) centesimi di dollaro per bushel per il 2020 e 950 (da 910) per il 2021.

Performance di medio termine

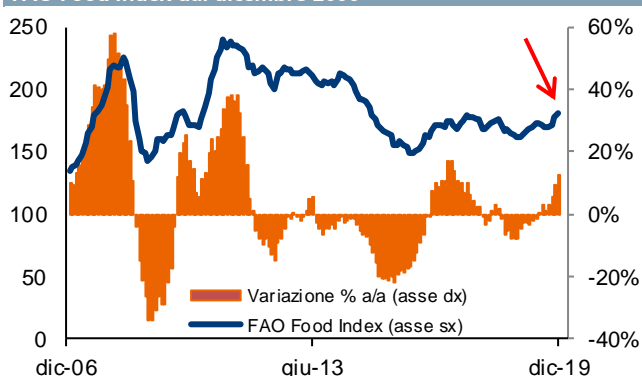
	29.01.20	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	342,7	2,7	2,7	2,7	-1,5
Mais (\$ cent.)	384,3	-1,7	-6,6	0,8	-0,9
Frumento (\$ cent.)	562,3	10,4	13,1	8,8	0,6
Soia (\$ cent.)	893,0	-2,5	1,6	-3,0	-5,3
Cotone (\$)	70,1	6,6	11,4	-5,8	1,5
Cacao	2.727,0	9,7	14,4	23,1	7,4
Zucchero	14,5	16,8	19,3	15,6	8,0
Caffè (arabica)	102,1	3,1	0,9	-0,5	-21,3
Caffè (robusta)	1.303,0	4,2	-5,0	-15,2	-3,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

FAO: prezzi delle materie prime alimentari ai massimi da cinque anni. A dicembre l'indice FAO sui prezzi delle materie prime alimentari ha registrato il terzo mese consecutivo di rialzi ed è salito del 2,5% rispetto a novembre, toccando il livello massimo dal dicembre del 2014. A spingere le quotazioni sono stati, ancora una volta, i rincari degli oli vegetali, uniti al rialzo dei prezzi di zucchero e prodotti lattiero-caseari. I prezzi delle materie prime alimentari sono risultati, in media nel 2019, superiori di 1,8% rispetto all'anno precedente, ma ancora di circa il 25% al di sotto del picco toccato nel 2011. Le quotazioni internazionali dei **cereali** sono rimbalzate di 1,4% m/m, dopo la flessione di 1,2% m/m di novembre, grazie a una maggiore domanda di importazioni di frumento dalla Cina e agli scioperi francesi che hanno bloccato i trasporti. Ad offrire ulteriore supporto ai prezzi hanno contribuito anche le preoccupazioni legate alle coltivazioni in alcune aree. Per quanto riguarda invece i cereali secondari, i listini sono risultati sostanzialmente invariati rispetto al mese precedente, con un incremento soltanto marginale per il mais. Poco mosse anche le quotazioni del riso, che a dicembre hanno riflesso prevalentemente fattori stagionali. Rispetto al 2018 i prezzi dei cereali sono risultati sostanzialmente stagnanti (+0,9%) nella media del 2019. Nuovo rialzo invece per le quotazioni degli **oli**

vegetali che, dopo il +10,2% m/m di novembre, mettono a segno un +14,1% m/m, portando l'indice relativo ai massimi da oltre un anno. I prezzi hanno beneficiato in particolare della maggiore domanda di olio di palma per l'utilizzo nei biodiesel a fronte di prospettive per una minore offerta. In crescita anche i prezzi degli oli di soia, girasole e colza sull'onda di una minore produzione, una domanda ancora solida e, di conseguenza, un calo delle scorte. Nonostante i rialzi registrati sul finale d'anno, i prezzi di questi oli nel 2019 sono risultati inferiori di circa il 9% rispetto alla media dell'anno precedente. Dopo alcuni mesi di debolezza si registra invece una robusta crescita (+3,3% m/m) dei prezzi dei **prodotti lattiero-caseari**, in scia a una minore offerta di latte in polvere europeo e neozelandese. Nel 2019 i prezzi si sono attestati in media su livelli superiori di circa il 3% rispetto a quelli del 2018. Sostanzialmente invariati, dopo dieci mesi consecutivi di crescita, i prezzi delle **carni** che, seppur in rialzo di circa il 18% rispetto a dicembre dell'anno precedente, rimangono inferiori di circa il 9% al picco toccato nel corso del 2014. Nel mese in esame, i rialzi registrati per suini ed ovini sono stati compensati dai cali del pollame e della carne bovina, con quest'ultima che subisce in particolare una minore domanda cinese, la principale fonte di supporto per i prezzi nei mesi precedenti. Rispetto al 2018 la media per il 2019 dei prezzi delle carni è superiore di circa il 6%, una crescita imputabile prevalentemente ai forti rincari dei costi della carne suina, che ha risentito della peste che ne ha colpito gli allevamenti in Cina. Infine, i prezzi dello **zucchero** sono saliti di 4,8% m/m, in crescita per il terzo mese consecutivo. A spingere le quotazioni a dicembre ha contribuito la crescita dei corsi del greggio, che in Brasile ha favorito la trasformazione della canna da zucchero in etanolo (come alternativa alla benzina), riducendo l'offerta globale di dolcificante. Secondo la FAO, però, la debolezza del real contro il dollaro e le previsioni per un abbondante raccolto in India hanno impedito ai prezzi di salire in misura maggiore. Nel complesso del 2019 i corsi dello zucchero sono risultati in media superiori di 1,6% rispetto al 2018.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cacao: il mercato asiatico sostiene la domanda, il clima particolarmente arido potrebbe limitare i raccolti ivoriani. La domanda di cacao è al momento sostenuta dai consumi asiatici, un mercato in forte crescita, a fronte di una sostanziale

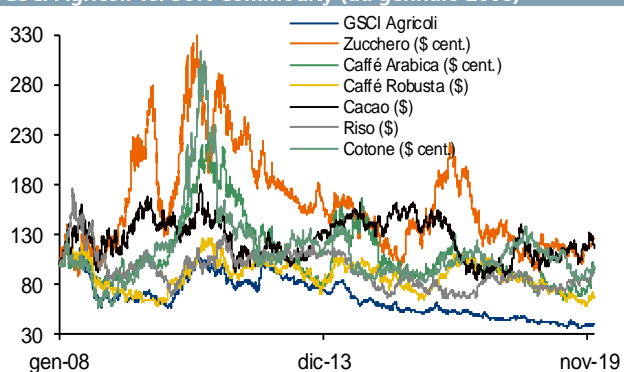
stagolazione in Europa e Nord America. Secondo la Cocoa Association of Asia, nel 4° trimestre del 2019 i volumi macinati sono saliti dello 0,7% t/t a 227 mila tonnellate, una crescita di 8,7% rispetto allo stesso trimestre dell'annata precedente (al di sopra delle attese per una crescita di 7,5% a/a). Nel complesso del 2019, il consumo si è attestato a 876 mila tonnellate, un aumento del 12,2% rispetto al totale del 2018. Al momento, la domanda nei paesi in via di sviluppo è ancora limitata rispetto a Europa e Stati Uniti ma in forte crescita; secondo l'International Cocoa Organization (ICCO), infatti, i consumi di cioccolato in India sono saliti di oltre il 150% negli ultimi 10 anni, mentre altri mercati come Nigeria, Indonesia, Turchia e Messico hanno un buon potenziale. Sul fronte dell'offerta, invece, al momento le stime per la stagione 2019/20 puntano verso una sostanziale stabilità rispetto al 2018/19 (2,2 milioni di tonnellate in Costa d'Avorio e 820 mila tonnellate in Ghana, i due principali paesi produttori), anche se sono presenti dei fattori che potrebbero portare a una revisione verso il basso di queste stime, in particolare per quanto riguarda l'offerta ivoriana. Al momento è in corso il periodo di raccolta principale (*main crop*) ma i coltivatori segnalano come i rendimenti stiano risultando deludenti, mentre il clima più secco rispetto alla media potrebbe limitare anche la seconda tornata di raccolti (*mid crop*), quella che va da maggio ad agosto. Nel complesso il mercato nel 2019/20 potrebbe risultare in deficit, potenzialmente in misura maggiore rispetto al 2018/19.

Zucchero: 2020 all'insegna delle difficoltà. Il 2019 ha registrato una leggera ripresa delle quotazioni; il 2020 rischia invece di essere un anno di difficoltà per il mercato dello zucchero. La produzione in India, che lo scorso anno era stata frenata da fenomeni meteorologici, potrebbe infatti aumentare sensibilmente nel corso di quest'anno. L'India e il Brasile sono i principali produttori di zucchero. La loro sovrapproduzione ha innescato un eccesso di offerta causando la riduzione del prezzo, che nel passato biennio 2017-2018 è calato all'incirca del 20% per poi riprendersi leggermente nel 2019. Il fattore negativo principale riguarda quindi la ripresa della produzione in India, che finirà per generare un surplus di offerta che graverà sulle quotazioni, indebolendole. Nonostante la cautela su un possibile ulteriore rialzo, appare invece difficile ipotizzare un'inversione ribassista. Prevediamo per lo zucchero una quotazione media di 13,8 dollari per il 2020 e 13,6 per il 2021.

Caffè: a rischio la domanda cinese, attenzione agli eventi meteo. Il caffè Arabica ha visto un finale di 2019 all'insegna del forte rialzo, con una performance del 50% dal minimo a 92,5 dollari (di ottobre) al massimo di 138,4 dollari (di metà dicembre). Da quel momento però ha avviato una fase di forte correzione, che ha riportato i corsi sotto i 110 dollari. Le stime sui raccolti pubblicate da diversi soggetti hanno contribuito al ribasso delle quotazioni. Il Brazilian Institute of Geography & Statistics (IBGE) vede il raccolto brasiliano nel 2020 in crescita del 13% a/a per una produzione totale di 56,4 milioni di

sacchi. A livello globale, l'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO) ha aumentato la stima della produzione mondiale di caffè per il 2019/20 dello 0,8% a 168,7 milioni di sacchi, rispetto alla stima precedente di 167,4 milioni. Questo insieme di elementi ha generato un forte calo dei prezzi. Detto questo però, la stessa ICO stima per il mercato globale un deficit del 25% nel 2019/20 pari a 626.000 sacchi, in aumento rispetto al 2018/19. Nel breve periodo l'attenzione degli operatori sarà rivolta essenzialmente ai dati climatici; se la piovosità rimarrà sotto la media stagionale (ora è stimata a circa l'80% della media), il raccolto di quest'anno potrebbe risentirne. L'altro fattore sarà la domanda proveniente dalla Cina, che ad oggi ancora non rientra tra i primi 10 consumatori, ma la domanda in questo paese è stimata in fortissima crescita, come dimostra l'apertura di molte catene internazionali di caffetterie. Questo potrebbe far aumentare la domanda di caffè nei prossimi mesi, incrementando notevolmente il deficit di offerta. A guastare questo scenario, ovviamente, i possibili riflessi dell'emergenza sanitaria in Cina, che sta colpendo, dal lato economico, proprio quei consumi aggregativi che possono veicolare il virus. Prevediamo per l'Arabica una quotazione media di 110 dollari per il 2020 e 120 per il 2021 (Robusta: 1.300 dollari nel 2020, 1.360 nel 2021).

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. La sigla dell'intesa commerciale fra USA e Cina sulla cosiddetta Fase 1 vede i prodotti agricoli come protagonisti dell'accordo ma non per questo immediatamente beneficiari degli effetti dello stesso. Va detto che la Cina ha 90 giorni di tempo per dar seguito agli impegni e, in questo momento, i guai legati al coronavirus rischiano di dettare altre priorità per l'agenda cinese. La Cina si è impegnata a importare circa il 30% di prodotti agricoli in più rispetto agli acquisti precedenti ma, a parità di export agricolo USA, per rispettare i patti la Cina dovrebbe importare larga parte della produzione annuale di granaglie americane, aspetto che appare distante dalla realtà delle cose. Per queste ragioni, l'outlook è confermato Moderatamente Positivo sugli Agricoli nonostante i rischi, sottolineati anche dal Fondo Monetario Internazionale, che stanno emergendo in molti Paesi emergenti, produttori agricoli. Nel medio-lungo periodo saranno probabilmente i prezzi dei cereali a subire

maggiormente l'influenza di fenomeni meteo negativi, che creano tensione sulle forniture e di conseguenza sulle quotazioni. Ancora una volta potrebbero essere le *soft commodity* a godere di fondamentali più positivi, candidandosi come valide alternative di investimento nella rotazione di portafoglio degli operatori.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 2019	1° trim. 2020	2° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
	29.01.20	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	384,3	390,0	397,5	400,0	411,1
Fruento (\$ cent.)	562,3	524,4	522,5	510,0	491,0
Soia (\$ cent.)	893,0	930,0	930,0	915,0	939,0
Cotone (\$)	70,1	68,0	69,0	70,5	68,0
Cacao	2.727,0	2.475	2.500	2.550	2.511
Zucchero	14,5	13,5	13,8	13,9	13,8
Caffè (arabica)	102,1	112,0	120,0	120,0	115,0
Caffè (robusta)	1.303,0	1.365	1.365	1.340	1.300

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 4° trim. 2019	1° trim. 2020	2° trim. 2020	3° trim. 2020	Anno 2020	Anno 2021
	29.01.20	2020	2020	2020	2020	2021
Mais (\$ cent.)	384,3	390	400	400	400	440
Fruento (\$ cent.)	562,3	540	510	510	515	510
Soia (\$ cent.)	893,0	930	930	940	938	950
Cotone (\$)	70,1	70	68	66	68	66
Cacao	2.727,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	14,5	14,0	13,8	13,7	13,8	13,6
Caffè (arabica)	102,1	110	110	110	110	120
Caffè (robusta)	1.303,0	1.300	1.300	1.300	1.300	1.360

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

Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 20.12.2019.

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

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-raccomandazioni>

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 <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>.

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: <https://group.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/normative.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. (<https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>).

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione degli analisti

Gli analisti che hanno predisposto la presente ricerca in materia di investimenti, il cui nome e ruolo è riportato nella prima pagina del documento, dichiarano che:

- (a) le opinioni espresse nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, obiettiva, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (b) non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse;
- (c) uno degli analisti citati nel presente documento (Mario Romani) 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