

## Commodity e greggio alla svolta, prevale la prudenza

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo nel breve e nel medio-lungo.** In seguito all'accordo tra OPEC e paesi non-OPEC sul taglio della produzione, il petrolio ha visto un incremento delle sue quotazioni. Tuttavia, il mercato subisce il crescente rischio che l'offerta statunitense aumenti e risente dei dubbi circa l'estensione dell'accordo anche nella seconda parte del 2017. A nostro avviso, lo scenario più probabile è quello di un prolungamento, il prossimo 25 maggio a Vienna, dei tagli all'offerta. All'interno di questa ipotesi ci sono due alternative possibili. O l'accordo viene prorogato alle stesse condizioni, infondendo fiducia al mercato. Oppure l'OPEC (cioè l'Arabia Saudita) prosegue da sola senza i produttori non-OPEC (cioè la Russia), aumentando l'incertezza sul mercato a seguito di questa scissione. I nostri livelli (stime Intesa Sanpaolo) di previsione sono: 1) per il **Brent**: 54 per il 2° e il 3° trimestre 2017 e 55 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il **WTI**: 52 e 53 dollari per il 2° e il 3° trimestre 2017 e 54 dollari (da 55) per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018 a 55,8 e 55,5 dollari al barile.

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale sul comparto.** Confermiamo, seppur con prudenza, il nostro Outlook Neutrale, malgrado il mancato apprezzamento del dollaro e la debolezza dei fondamentali non stiano intralciando il recupero delle quotazioni. Resta l'idea di fondo secondo cui le differenti fasi di propensione o avversione al rischio, unite alla dinamica del dollaro, saranno le linee guida alla base della spinta più o meno rialzista di oro e argento. Il tutto calato però in uno scenario in cui comunque la Fed ha ribadito il ciclo di rialzo dei tassi nel corso del 2017: un percorso che finirà fatalmente per rafforzare il dollaro, con un probabile impatto negativo sui Preziosi. Il rialzo delle aspettative di inflazione, aumentando il futuro appeal dei Preziosi, resta il tema su cui fondare il possibile miglioramento dell'Outlook.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo, ma aumenta ancor di più la cautela visto lo storno in atto.** L'approccio resta improntato a un moderato rialzo del comparto, ma con un livello di cautela aumentato, visti i forti storni in atto su alcuni metalli. Il cauto ottimismo resta legato al rafforzamento della domanda industriale in arrivo dai Paesi emergenti: questo tema si scontra però col pericolo di una sovrastima della reale richiesta di metalli proveniente dalla Cina (visti i nuovi target di crescita fissati dal Governo di Pechino) e con la maggior regolamentazione data ad alcuni comparti, come quello dell'alluminio. Negli USA pesano, invece, l'indecisione e il ritardo dell'Amministrazione Trump, la cui incapacità di portare a compimento le promesse fatte in sede di campagna elettorale potrebbe gravare sulle quotazioni. In virtù di questo quadro confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo sul comparto dei Metalli Industriali, esprimendo però un'aumentata prudenza, visto il ribasso in atto su alcuni singoli metalli.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** I fondamentali alla base del comparto restano invariati rispetto al finale di 2016 ma anche rispetto al mese precedente, delineando un quadro non particolarmente positivo che giustifica il consolidamento al ribasso delle ultime settimane. L'offerta mondiale di cereali resta estremamente abbondante e questo spiega la debolezza dei prezzi degli Agricoli. Restiamo dell'idea che solo se il rapporto fra scorte e consumi migliorerà, come indicato anche dalle stime FAO, allora potremmo vedere un deciso recupero delle quotazioni delle granaglie. Nel caso in cui si verificasse questa eventualità, il rialzo dei prezzi dei principali cereali godrebbe anche del ritorno dei flussi finanziari che amplificherebbero il movimento, dando maggior sostegno al nostro Outlook Moderatamente Positivo.

20 aprile 2017  
14:43 CET  
Data e ora di produzione

20 aprile 2017  
14:48 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\*

	Apr.	Mar.
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: Thomson Reuters-Datastream

### Performance commodity

(%)	2017	2016
WTI	-6,1	45,0
Brent	-6,8	52,4
Gas Naturale	-14,5	59,3
Gasolio	-2,6	53,6
Oro	11,2	8,6
Argento	14,7	15,8
Rame	0,4	17,7
Alluminio	12,4	12,3
Zinco	-1,2	60,6
Nickel	-6,8	13,6
Mais	2,8	-1,9
Fruento	2,7	-13,2
Soia	-4,6	14,4
Cacao	-10,9	-33,8
Zucchero	-15,8	28,0
Caffè	0,7	8,2
Cotone	9,9	11,6

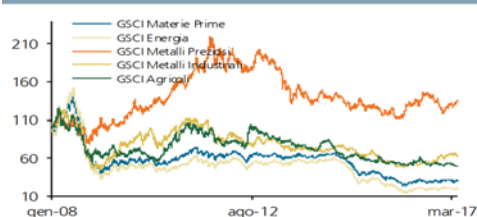
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 19.04.2017

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	19.04.17	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.282,0	-5,6	-28,4	-55,1
GSCI Energia	392,5	-9,7	-39,2	-65,9
GSCI Met. Preziosi	1.567,7	11,3	6,5	-27,3
GSCI Met. Industriali	1.162,5	3,6	-4,4	-28,0
GSCI Prod. Agricoli	418,2	-3,0	-14,6	-38,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 19.04.2017

### 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

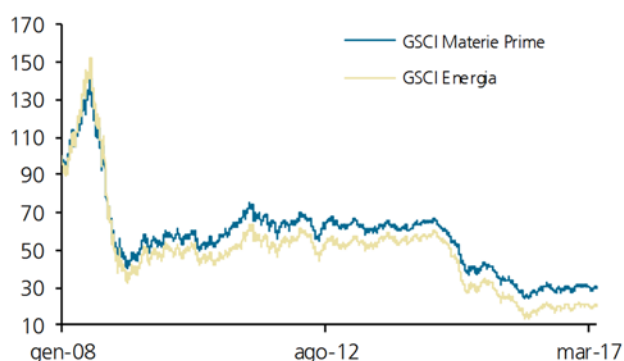
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 19.04.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: salgono *shale-oil* e scorte USA, tagli estesi fino a fine anno?

Frenano le commodity, pesa il calo di Energia e Agricoli. Il cauto ottimismo sulle commodity deve fare i conti con alcune criticità che rendono le attese sul prosieguo del 2017 meno positive del previsto. Gli alti livelli raggiunti da alcuni comparti hanno infatti portato a uno storno fisiologico, rallentando l'indice delle risorse di base nel suo aggregato. Il 2016 era già stato un anno positivo per le commodity, il primo dal 2012; l'ottimismo si è pertanto esteso anche sulla prima parte di quest'anno, con gli operatori chiamati a metabolizzare il ciclo di rialzo dei tassi Fed, confermato ma con toni più accomodanti, a cui si è sommata la sorprendente vittoria di Trump negli Stati Uniti. Vittoria ricca di promesse espansive, di politiche fiscali aggressive e ritorno della spesa pubblica in opere pubbliche. Tutti fattori positivi per le commodity sulla carta ma che nei fatti ancora non si sono concretizzati. Sul fronte petrolifero, verificata la credibilità dei tagli decisi dai produttori OPEC e non-OPEC – quadro in cui spicca la forte lealtà dei membri del Cartello, più ligi agli accordi presi rispetto alla Russia, i cui tagli sono risultati meno efficaci del previsto – resta il nodo della possibile estensione anche alla seconda parte del 2017. A sostegno delle quotazioni anche i dati sulle importazioni di greggio della Cina, che a marzo sono salite al record di 9,17 milioni di barili. Lo scenario centrale resta comunque cautamente favorevole alle materie prime, anche se l'ipotizzato incremento della domanda di risorse di base appare ancor più vincolato a un'effettiva crescita dell'economia globale, i cui segnali, almeno per il momento, non paiono così espliciti, salvo forse per il dato positivo sul PIL cinese del 1° trimestre 2017. La crescita mondiale resta fortemente condizionata dal recupero del ciclo negli Stati Uniti, nonostante i dettagli sulle politiche pro-cicliche di Trump siano ancora piuttosto nebulosi; dall'altro lato, i progressi legati alla razionalizzazione dell'economia in Cina appaiono più evidenti, con ricadute comunque positive sul PIL mondiale. La spesa in infrastrutture dovrebbe pertanto crescere negli Stati Uniti e rimanere forte in Cina con conseguenze positive per la domanda di commodity.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

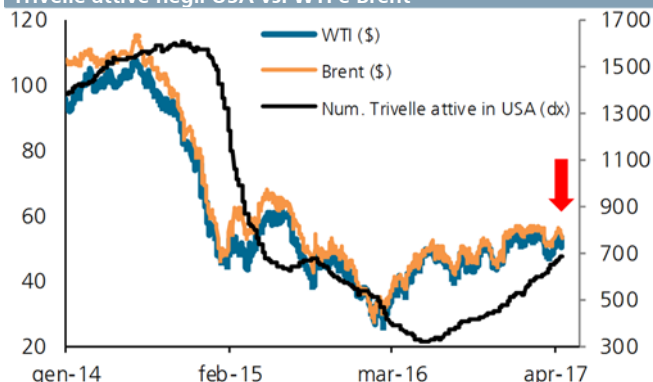
Performance di lungo termine

	Valore 19.04.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.282,0	-5,6	-28,4	-55,1
GSCI Energia	392,5	-9,7	-39,2	-65,9
WTI (\$)	50,4	-6,1	-10,5	-51,1
Brent (\$)	52,9	-6,8	-16,6	-55,4
Gas Naturale (\$)	3,2	-14,5	25,6	65,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: proseguono i tagli ma il focus si sposta ora sulla possibile estensione dell'accordo fino a fine 2017.** Il petrolio consolida visto il prosieguo dei tagli concordati tra produttori OPEC e non-OPEC (Russia inclusa). Dopo il dato di febbraio che ha visto i tagli rispettati al 94% (in aggregato), a marzo l'OPEC ha rispettato i tagli al 104% (fonte IEA), andando oltre il dovuto grazie anche all'apporto di alcuni membri del Cartello (Libia, Nigeria e Iran) che, pur esentati, hanno ridotto parte del loro prodotto. Di contro, i tagli non-OPEC sono stati applicati al 64% (fonte IEA), quindi con un'adesione decisamente meno ferrea degli accordi. La contrapposizione fra l'impatto dei tagli OPEC e l'aumento dell'output di *shale-oil* statunitense alimenta le scorte. Gli ultimi dati Baker/Hughes indicano un nuovo incremento dell'attività di perforazione negli USA per la tredicesima ottava consecutiva (trivelle a 683 unità da 672, +11 rispetto alla precedente rilevazione settimanale), limitando così i margini di risalita delle quotazioni. Le esportazioni statunitensi sono salite al record di 1,1 milioni di barili giorno, dirette in particolare in Asia, dove si stanno registrando i segnali di massimo restringimento dell'offerta di petrolio, grazie agli sforzi OPEC e, in particolare, per il blocco dell'export saudita. L'Arabia Saudita starebbe premendo sui suoi partner OPEC affinché estendano i tagli concordati oltre giugno, ipotesi da ratificarsi in occasione della riunione del Cartello prevista per il 25 maggio.

Trivelle attive negli USA vs. WTI e Brent



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**OPEC: la produzione mondiale scende grazie ai tagli concordati.** L'ultimo report mensile dell'OPEC (*Monthly Oil Market Report*) segnala come la produzione mondiale di

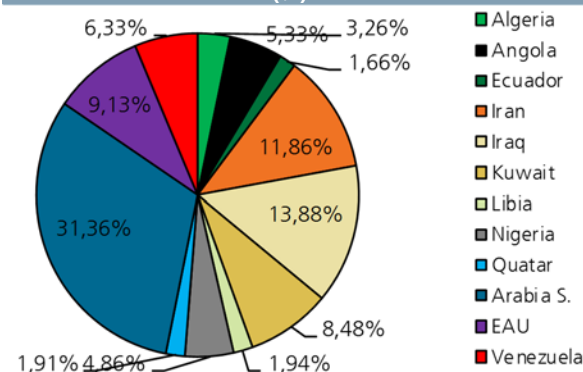
petrolio sia scesa a marzo, grazie ai tagli concordati dall'OPEC, che rischiano però di essere vanificati dall'aumento delle estrazioni USA. Nel mondo sono stati pompati a marzo 95,82 milioni di barili al giorno, in calo di 230.000 barili al giorno rispetto a febbraio e in rialzo di 220.000 barili rispetto a marzo del 2016. La produzione OPEC è scesa di 153.000 barili al giorno a 31,93 milioni di barili giornalieri, al di sotto del limite fissato dai Paesi produttori lo scorso novembre. Un calo dovuto alla minor produzione di greggio da parte degli Emirati Arabi Uniti e del Venezuela, che hanno diminuito il loro output rispettivamente di 33.000 barili e di 26.000 barili al giorno. Anche tre membri OPEC, esentati dai tagli, hanno registrato una flessione della produzione. L'output della Libia è sceso a marzo di 61.000 barili al giorno. Inoltre la Nigeria, i cui giacimenti stanno producendo meno per motivi di manutenzione e sabotaggi, ha visto una diminuzione di 30.000 barili al giorno, mentre l'Iran di 29.000 barili al giorno. Tuttavia, l'Arabia Saudita, che ha sostenuto il peso dei tagli, ha aumentato la sua produzione di petrolio di 42.000 barili al giorno per rispondere alla domanda domestica. L'output è rimasto comunque al di sotto della soglia di circa 10 milioni di barili al giorno. Secondo il rapporto, la produzione non-OPEC, dopo una contrazione di 690.000 barili nel 2016 a 57,32 milioni di barili, salirà quest'anno a 57,89 milioni di barili al giorno, sulla scia dell'incremento produttivo degli Stati Uniti, la cui offerta salirà di 540.000 barili al giorno, contro i 200.000 stimati in precedenza. Infine, secondo l'OPEC, quest'anno la domanda mondiale di greggio salirà di 1,27 milioni di barili a 96,32 milioni di barili al giorno.

**Performance di medio termine**

	19.04.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	392,5	-6,3	-2,0	0,1	-9,7
WTI (\$)	50,4	-3,8	0,0	18,3	-6,1
Gas Naturale (\$)	3,2	-0,6	1,4	53,9	-14,5
Gasolio (\$)	487,8	-0,4	5,6	26,1	-2,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Produzione membri OPEC (%)**



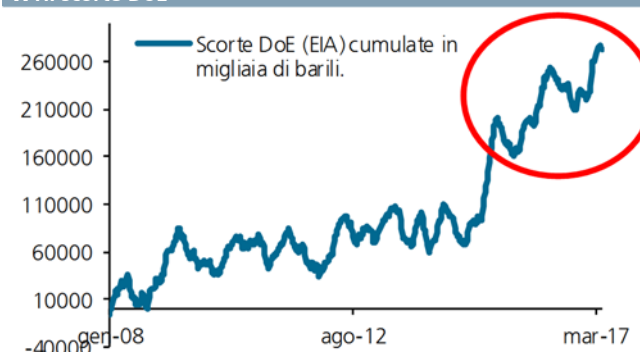
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.03.2017

**IEA: mercato petrolifero prossimo all'equilibrio.** Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy

Agency) sostiene che il mercato petrolifero sia "notevolmente vicino all'equilibrio". Secondo l'IEA, se vi fosse una stretta aderenza ai tagli alla produzione decisi dall'OPEC, i livelli delle scorte diminuirebbero. Tuttavia, l'IEA ha anche corretto al ribasso le previsioni di crescita, evidenziando come negli ultimi due mesi la domanda globale sia stata al di sotto delle previsioni. L'IEA ha, infine, osservato che la produzione dei paesi non aderenti all'OPEC rischia di tornare presto ad aumentare, sottolineando anche lei come il nodo della questione sia mantenere sotto controllo anche l'offerta dei non aderenti al Cartello. L'International Energy Agency prevede una crescita della domanda globale di 1,4 milioni di barili al giorno per quest'anno. L'offerta globale invece dovrebbe rimanere piatta, aiutata da una crescita modesta della produzione dei paesi non-OPEC (0,4/0,6 milioni di barili al giorno) e da un'offerta debole da parte dell'OPEC.

**Dinamica delle scorte USA.** Le scorte USA di petrolio, secondo le ultime rilevazioni di API ed EIA, rimangono a livelli molto elevati rispetto agli ultimi anni, confermandosi come un grosso ostacolo al recupero delle quotazioni del greggio. Lo *shale-oil* americano, estratto tramite trivellazioni nella roccia, sta tornando con forza sul mercato proprio grazie all'aumento dei prezzi al barile, che copre gli onerosi costi di questo tipo di estrazione. Resta dominante l'idea secondo cui, fino a una soglia minima di 45 dollari al barile, permane la convenienza all'estrazione degli oli di scisto. I dati pubblicati dall'American Petroleum Institute (API) hanno visto le riserve di greggio scendere di 840.000 barili, restando comunque sui massimi storici, e le scorte di carburanti aumentare di 1,4 milioni di barili. Il dato sulle scorte EIA ha registrato anch'esso un calo di quasi un milione di barili, in linea con le attese, ma ha mostrato anche un accumulo delle benzine: +1,54 milioni contro attese di un calo di oltre 1,6 milioni, segnale evidente di un mancato consumo privato.

**WTI: scorte DoE**

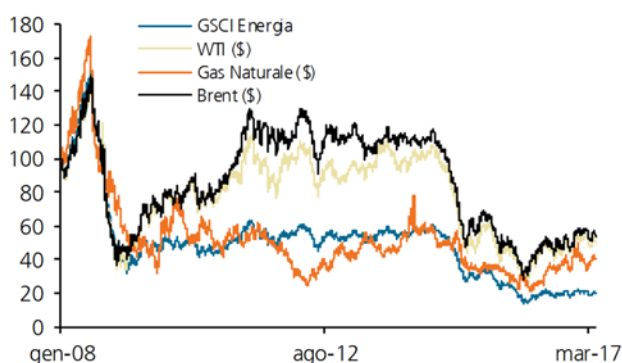


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

**Il quadro sul Gas Naturale: la super produzione in Iran rischia di travolgere il mercato.** Il gas naturale ha subito un rialzo dei prezzi nelle ultime sedute, dopo i ribassi di fine febbraio, in

seguito alle temperature rigide e alle nevicate delle scorse settimane in diverse aree degli Stati Uniti. L'erosione delle riserve potrebbe essere sufficiente per provocare una significativa riduzione dell'attuale surplus. Nel 2016 il prezzo del gas naturale era sceso al livello più basso dal 1998 quando i future avevano raggiunto un minimo di 1,611 \$ per MMBtu (milione di unità termiche britanniche). A disturbare questo quadro positivo le notizie in arrivo dall'Iran, detentore delle maggiori riserve di metano a livello mondiale, che potrebbe incrementare il suo output grazie all'inaugurazione di ben sei progetti nel giacimento *offshore* South Pars. Questo pone l'Iran nelle condizioni di superare il Qatar, che attualmente è il maggior esportatore globale. Il focus si sposta a questo punto sull'estate 2017; qualora risultasse come una delle più calde del decennio, la domanda di gas naturale per elettricità, ovvero per il condizionamento degli ambienti, potrebbe bilanciare il mercato.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Outlook Moderatamente Positivo nel breve e nel medio-lungo.

In seguito all'accordo tra OPEC e paesi non-OPEC sul taglio della produzione, il petrolio ha visto un incremento delle sue quotazioni. Ciò nonostante, il mercato subisce il crescente rischio che l'offerta statunitense aumenti e risente di un indebolimento dell'ottimismo circa un'eventuale estensione dell'accordo anche nella seconda parte del 2017. A nostro avviso, lo scenario con maggiore probabilità è quello di un prolungamento, il prossimo 25 maggio a Vienna, dei tagli all'offerta. Ma all'interno di questa ipotesi due sono le alternative possibili. O l'accordo viene prorogato alle stesse condizioni attuali, infondendo fiducia al mercato. Oppure l'OPEC (cioè l'Arabia Saudita) prosegue da sola senza i produttori non-OPEC (cioè la Russia); questa seconda opzione aumenta l'incertezza su come il mercato possa reagire a questa scissione. Di fondo non mancano poi le preoccupazioni sul forte accumulo di scorte da parte degli Stati Uniti, frutto di un aumento della produzione di *shale-oil* che rischia di neutralizzare l'effetto dei tagli produttivi anche nella seconda parte del 2017. Tuttavia, ci sono due importanti aspetti da considerare: (1) l'aumento delle scorte statunitensi è figlio della crescita dei volumi di petrolio importato, con una produzione

interna salita di soli 253.000 barili al giorno dal dicembre scorso. (2) Gli USA sono l'unica area del mondo in cui le scorte sono al di sopra della loro media a cinque anni. Negli altri Paesi (Europa, Giappone e Cina), invece, le scorte di prodotto raffinato stanno calando, attestandosi al di sotto dei livelli del 2016 e della media a cinque anni. Questo quadro, unito alla speranza di un rinnovo degli accordi, rafforza le ragioni per rimanere fiduciosi su un ribilanciamento del mercato del petrolio nel 2° semestre del 2017, confermando così un Outlook Moderatamente Positivo, nonostante la debolezza degli ultimi giorni. I nostri livelli (stime Intesa Sanpaolo) di previsione sono: 1) per il **Brent**: 54 per il 2° e il 3° trimestre 2017 e 55 dollari per il 4° trimestre 2017; 2) per il **WTI**: 52 e 53 dollari per il 2° e il 3° trimestre 2017 e 54 dollari (da 55) per il 4° trimestre 2017. Brent e WTI vengono stimati per il 2018 a 55,8 e 55,5 dollari al barile. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili, invece, nella sottostante tabella delle previsioni.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

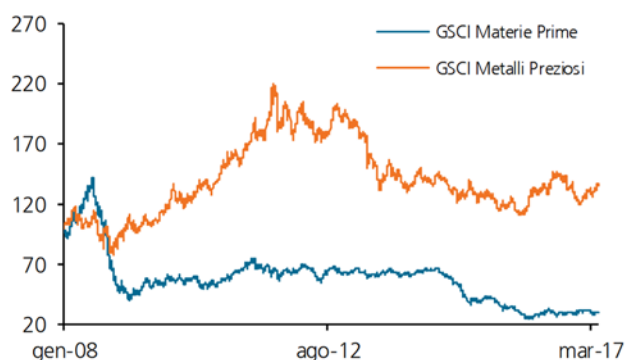
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	19.04.17	2017	2017	2017	2018	
WTI (\$)	50,4	53,0	55,0	56,0	54,0	59,0
Brent (\$.)	52,9	55,0	56,0	58,0	55,5	61,3
Gas Nat. (\$)	3,2	3,0	3,1	3,3	3,2	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

## Metalli Preziosi: prosegue il rialzo, su una Fed attendista, dollaro e inflazione

**Temi immutati: Fed attendista, dollaro meno forte e attese d'inflazione spingono i Preziosi.** Superato il ribasso delle prime settimane di marzo in vista del meeting Fed (rivelatosi poi meno restrittivo delle attese, seppur nel solco dei tre rialzi dei tassi nel 2017), i Preziosi proseguono il loro recupero anche ad aprile, rientrando sopra quota 1.550. Il rialzo di oro e argento beneficia ulteriormente della politica monetaria americana, molto meno restrittiva di quanto atteso a fine 2016 e non in grado di dare una spinta rialzista al dollaro, il cui apprezzamento è osteggiato anche dal Presidente Trump. Anche platino e palladio (metalli più legati al ciclo dell'industria) consolidano su valori alti, nel segno di una domanda industriale in crescita anche a fronte di un'offerta globale sostanzialmente abbondante. A favore dei Preziosi resta l'atteggiamento meno restrittivo della Fed e il conseguente mancato apprezzamento del dollaro, aspetto che da sempre favorisce le quotazioni del comparto. Storicamente, infatti, un dollaro troppo forte è di ostacolo al recupero dei prezzi dei metalli: in questo quadro, anche le dichiarazioni di Trump osteggiano l'eccessivo apprezzamento della valuta. In conclusione, il mercato resta in attesa che le promesse elettorali di Trump circa una politica fiscale espansiva, con investimenti statali in opere pubbliche che concretizzino l'anticipato movimento rialzista delle attese d'inflazione, siano finalmente dettagliate. Per ora si susseguono solo le dichiarazioni ad effetto, ma senza che un vero e proprio piano d'azione sia stato delineato. A favore uno scenario di rialzo più strutturale dei Preziosi resta comunque l'idea di un rafforzamento delle aspettative di aumento dei prezzi al consumo, correlato al recupero delle quotazioni petrolifere dopo i tagli concordati all'offerta di petrolio. Rincarò delle quotazioni che potrebbe spingere i membri OPEC a schierarsi a favore di un'estensione dell'accordo anche nel secondo semestre del 2017.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.04.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.282,0	-5,6	-28,4	-55,1
GSCI Preziosi	1.567,7	11,3	6,5	-27,3
Oro (\$)	1.282,1	11,2	7,3	-22,0
Argento (\$)	18,2	14,7	14,5	-42,4
Platino (\$)	971,1	7,6	-15,5	-38,6
Palladio (\$)	778,7	13,9	0,7	15,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro sui Preziosi: il mancato apprezzamento del dollaro e le attese di inflazione supportano il rialzo.** Nonostante lo scenario resti ancora non positivo, nel corso degli ultimi due mesi abbiamo assistito a una forte tendenza rialzista dell'oro, disturbata solo dalle attese per il meeting Fed di marzo - risultato poi estremamente favorevole ai Preziosi, visto l'attendimento della Banca centrale. Il mancato apprezzamento del dollaro statunitense dopo la riunione Fed di marzo ha consentito all'oro di recuperare ulteriormente. Di fondo però resta il proseguimento del sentiero di rialzo dei tassi ufficiali americani, che alimenta le pressioni al ribasso sull'oro in virtù della correlazione negativa fra il metallo giallo e l'andamento del dollaro. Si conferma inoltre come la risalita dei rendimenti dei bond (non solo negli USA), legata al surriscaldamento delle aspettative d'inflazione - che in teoria conferma l'approccio meno accomodante (per il futuro) della Fed - orienta comunque le scelte degli investitori verso asset che proteggano dalla perdita di valore e di potere d'acquisto, come appunto i Metalli Preziosi. In quest'ottica, una Fed che possa non intervenire sulle aspettative di inflazione è certamente un fattore positivo per l'oro. Anche i prezzi dell'argento hanno beneficiato del mancato apprezzamento della valuta USA, dopo l'attendimento della Fed di marzo e le parole del Presidente Trump, avverse ad un dollaro eccessivamente forte. Come per l'oro, anche le quotazioni dell'argento restano sostenute nel breve termine. Dal lato dei fondamentali, confermiamo un ulteriore calo dei consumi mondiali legato a una ragionevole diminuzione della produzione di energia da impianti fotovoltaici, che lascia inalterato un quadro industriale non positivo per l'argento. **Platino e palladio** (metalli strettamente correlati al ciclo industriale, in particolare nel settore automobilistico) stanno ben performando da inizio anno, anche se il platino ha subito una parziale battuta d'arresto in marzo mentre il palladio prosegue la sua corsa, sovraperformando il risultato (positivo) di tutto il comparto. Anche platino e palladio appaiono peraltro avvantaggiarsi del mancato rialzo del dollaro a seguito del meeting Fed di marzo, col presidente americano Trump che ha rincarato la dose, esprimendo contrarietà verso un dollaro eccessivamente sopravvalutato che possa danneggiare l'export statunitense. Inoltre, il palladio si prepara a un altro anno di deficit, con una domanda che cresce e un'offerta in contrazione da parte dei maggiori Paesi produttori. Nello specifico, alcuni vincoli

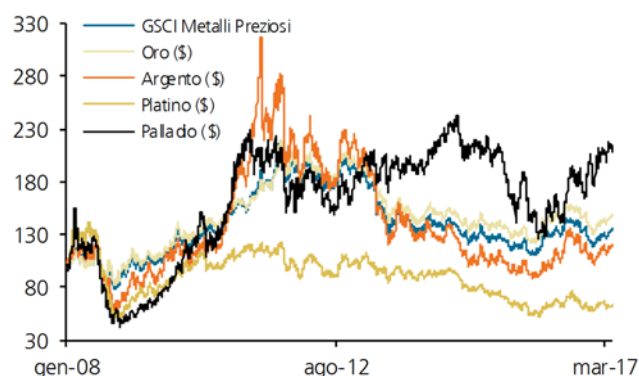
normativi, specie in Europa, impediscono di incrementare il tasso di riciclo del palladio passando per un maggiore riutilizzo dei catalizzatori fuori uso. L'Europa è sprovvista di palladio e dipende in larghissima misura dalle importazioni, principalmente da Russia, Sud Africa, Canada, Stati Uniti e Zimbabwe. Il metallo è tra i principali componenti dei catalizzatori dei veicoli, permettendo la conversione dei carburanti in sostanze meno dannose. Non a caso, il 51% della domanda di PGM (Platinum/Palladium Group Materials) è originato da questo segmento produttivo. Le attuali tecnologie permetterebbero un riciclo che si avvicina al 100%, ma il tasso di recupero in UE continua ad aggirarsi attorno al 60/70%, a sua volta in grado di rispondere alla domanda di mercato soltanto per il 28%: in altre parole, la produzione di oltre il 70% dei nuovi catalizzatori richiederà ancora estrazione di materia prima, confermando un tono positivo sul palladio. I timori sul comparto restano i medesimi del mese scorso e sono legati al fatto che numeri così positivi sulle immatricolazioni di auto come quelli registrati nella parte finale del 2016 difficilmente potranno ripetersi nel 2017, in assenza di una crescita economica che spinga all'acquisto di nuovi autoveicoli. In conclusione, solo l'aumento delle vendite di auto in Cina e USA potrebbe migliorare le attese su entrambi i metalli anche nella seconda parte del 2017.

#### Performance di medio termine

	19.04.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.567,7	6,2	1,0	1,5	11,3
Oro (\$)	1.282,1	6,4	1,2	2,3	11,2
Argento (\$)	18,2	7,2	3,8	6,4	14,7
Platino (\$)	971,1	-0,1	388,9	-5,2	7,6
Palladio (\$)	778,7	-1,1	23,0	30,7	13,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale sul comparto.** Confermiamo, seppur con prudenza, il nostro Outlook Neutrale, malgrado il mancato apprezzamento del dollaro e la debolezza dei fondamentali non stiano intralciando il recupero delle quotazioni. Nel corso del 2017 lo scenario potrebbe diventare più positivo e la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione potrebbe crescere, spingendo ancor di più il comparto, che ha già preso ulteriore

slancio dall'attendimento della Fed emerso nel meeting di marzo. Resta l'idea di fondo secondo cui le differenti fasi di propensione o aversione al rischio (unite alla dinamica sul dollaro) saranno le linee guida alla base della spinta più o meno rialzista di oro e argento, in un quadro di aspettative crescenti sull'inflazione. Il tutto calato però in uno scenario in cui comunque la Fed ha ribadito il ciclo di rialzo dei tassi nel corso del 2017, percorso che finirà fatalmente per rafforzare il dollaro, con un probabile impatto negativo sui Preziosi. L'idea di fondo di posizionarsi su *asset* in grado di preservare il potere d'acquisto resta ancora la scelta preferibile per gli investitori, in vista dell'auspicata politica fiscalmente espansiva attuata dall'Amministrazione Trump, ad oggi ancora inespressa ma che continua ad alimentare lo scenario di surriscaldamento dei prezzi. Il rialzo delle aspettative di inflazione, aumentando il futuro *appeal* dei Preziosi, resta dunque il tema fondamentale su cui fondare il possibile miglioramento dell'Outlook.

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

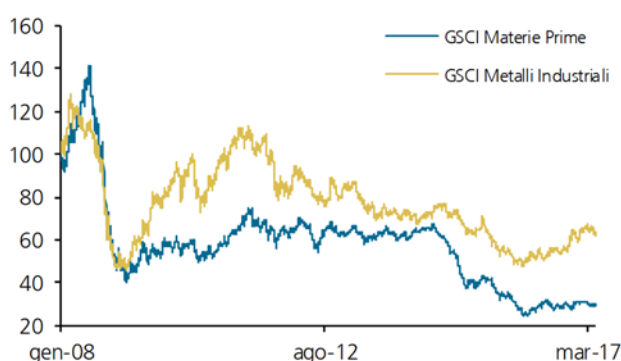
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	19.04.17	2017	2017	2017	2017	2018
Oro (\$)	1.282,1	1.216,9	1.227,5	1.230,0	1.240,0	1.273,1
Argento (\$)	18,2	17,5	17,2	17,5	17,2	18,5
Platino (\$)	971,1	1.000,0	1.017,5	1.040,0	1.009,4	1.125,0
Palladio (\$)	778,7	750,0	740,0	750,0	747,5	800,0

Fonte: consenso Bloomberg

## Metalli Industriali: lontani dai massimi annuali nonostante il buon PIL cinese

Ennesimo test rialzista, fallito, in area 1.250; si concretizza lo storno sotto 1.200. Resiste il rialzo delle quotazioni dei Metalli Industriali da inizio anno, anche se il fallimento del test rialzista in area 1.250, con relativo storno sotto 1.200, conferma la cautela sul comparto. Il rialzo di fine 2016 e di questa prima parte di 2017 appare sempre più legato alla richiesta proveniente dalla Cina, nonostante i nuovi target di crescita fissati dal Governo di Pechino siano più modesti rispetto al passato. Non a caso, il buon dato relativo al PIL cinese del 1° trimestre, cresciuto a un ritmo leggermente più elevato delle stime (+6,9% a/a rispetto all'atteso 6,8%, massimo rialzo dal 3° trimestre del 2015), non ha fornito grande supporto alle quotazioni. Anche nel 2017 la Cina procederà nel processo di transizione da economia fortemente esportatrice a economia che abbia anche un mercato interno solido ed equilibrato. La forza del comparto delle costruzioni domestico, spinto dal costante rialzo dei prezzi delle case, dovrà essere regolata per non creare presupposti pericolosi, come espresso dallo stesso Governo cinese. Frenare il surriscaldamento dell'immobiliare non vuol dire però arrestare la principale componente del PIL domestico. L'altro elemento di attenzione per i Metalli Industriali sono i piani dell'Amministrazione Trump. Il mercato è ancora in attesa dell'auspicata politica fiscale espansiva, fatta di opere pubbliche, che spinga la domanda di metalli, ma i cui dettagli tardano ad arrivare. In conclusione, la domanda interna cinese di metalli per costruzioni sta controbilanciando la riduzione dell'export della Cina verso i grandi consumatori globali (Europa, Giappone e Stati Uniti): questi ultimi infatti esprimono ancora una domanda di metalli insufficiente e ben lontana dai livelli pre-crisi.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 19.04.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.282,0	-5,6	-28,4	-55,1
GSCI Industriali	1.162,5	3,6	-4,4	-28,0
Rame (\$)	5.556,0	0,4	-7,1	-32,2
Alluminio (\$)	1.903,0	12,4	5,1	-8,6
Zinco (\$)	2.528,0	-1,2	16,5	25,5
Nickel (\$)	9.340,0	-6,8	-27,0	-47,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

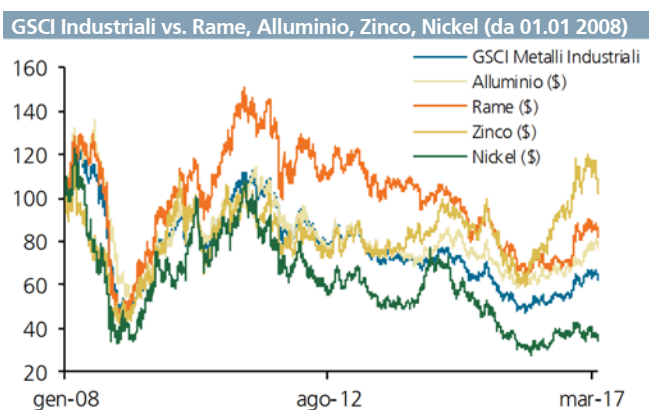
### Cina: crescita più forte del previsto nel 1° trimestre 2017.

L'economia cinese tiene il passo e cresce del 6,9% nel 1° trimestre 2017 (attese a +6,8%), in accelerazione per il secondo trimestre consecutivo. I dati pubblicati dall'Ufficio Nazionale di Statistica suggeriscono che l'economia, impegnata in una delicata fase di transizione, si stia stabilizzando. Nel 2016 il PIL della Cina è cresciuto del 6,7%, il livello più basso in oltre 25 anni. Il target di crescita del 6,5% nel 2017 resta un obiettivo ambizioso, come detto dallo stesso premier cinese Li Keqiang. Resta peraltro valida la strategia cinese di rinunciare a qualche decimo di punto in termini di crescita pur di puntare sul miglioramento dell'economia in termini qualitativi, senza ridurre il contributo di Pechino all'economia mondiale. La **produzione industriale** è salita del 7,6% a/a, il tasso più elevato dal dicembre 2014. Nel periodo compreso tra gennaio e marzo 2017, l'indice ha segnato una crescita del 6,8%, mezzo punto più alta rispetto al 6,3% dei primi due mesi dell'anno. Le **vendite al dettaglio** di marzo sono salite del 10,9% m/m (+1,4% rispetto ai primi due mesi dell'anno) e del 10% nel 1° trimestre. In crescita anche gli **investimenti fissi** (che includono la spesa per infrastrutture e costruzioni immobiliari), aumentati del 9,2% contro una crescita dell'8,1% nel primo trimestre 2016. Gli **investimenti nel real estate**, invece, sono saliti del 9,1%.

### Cina: costruzioni e mercato immobiliare sostengono la domanda di metalli.

Diciottesimo mese consecutivo di rialzo, in marzo, per i **prezzi delle case** nelle maggiori città della Cina, dopo una striscia negativa che era durata 14 mesi. La stabilizzazione del mercato immobiliare continua però a mostrare segnali di rallentamento: il progresso annuo dei prezzi dell'11,3%, segnato lo scorso mese, è in ulteriore arretramento rispetto all'11,8% di febbraio (12,2% in gennaio) e resta il più basso dopo il minimo a +11,2% registrato in settembre. Segnali di miglioramento si evincono dal fatto che delle 70 città monitorate 68 abbiano segnato incrementi su base annua (erano state 67 in febbraio) e 62 su base mensile (solo 56 il mese scorso). L'incremento complessivo su base mensile è stato dello 0,6%, in accelerazione rispetto allo 0,3% di febbraio (e rispetto allo 0,2% di gennaio) ma comunque ancora ben lontano dal picco del 2,1% registrato in settembre.

**L'inflazione accelera in Cina nel mese di marzo.** L'inflazione recupera in marzo, dopo che aveva segnato una battuta d'arresto il mese scorso. Nel periodo preso in considerazione, i prezzi al consumo (CPI) hanno registrato un incremento dello 0,9% a/a rispetto al +0,8% precedente. L'Ufficio Nazionale di Statistica spiega che l'aumento dei prezzi non alimentari è stato compensato dal calo dei prezzi alimentari. Rallentano, invece, i prezzi alla produzione (PPI), che evidenziano una crescita del 7,6% a/a, dopo la salita del 7,8% di febbraio. Il dato è comunque migliore del 7,5% atteso dagli analisti. Su base mensile, i prezzi alla produzione aumentano dello 0,3% dopo lo 0,6% del mese precedente.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Si conferma la cautela sui Metalli Industriali.** I Metalli sono saliti molto nel 2017 raggiungendo quotazioni molto elevate. Non sorprende, pertanto, lo storno dai massimi delle ultime settimane. A gravare sul comparto resta il solito rischio legato ad una eccessiva fiducia nella richiesta proveniente dal gigante cinese, l'unico fattore che possa spingere ulteriormente al rialzo i prezzi, in uno scenario in cui l'apprezzamento del dollaro non pare un ostacolo concreto, nonostante il ciclo di rialzo dei tassi Fed. **Rame.** Solido il rialzo dalla fine del mese di ottobre (2016) sino a circa la metà di febbraio 2017, con i prezzi che si sono mossi grazie ad un aumento della richiesta sui mercati, in corrispondenza però di interruzioni delle forniture in alcune miniere cinesi. Nelle ultime settimane sta prevalendo una certa debolezza dovuta anche all'eccesso di riserve globali. Le scorte di Shanghai, Londra e New York (nel loro complesso) sono aumentate del 30% quest'anno e sono a ridosso dei massimi dal 2013, rafforzando la tesi secondo cui il mercato dovrà affrontare un eccesso di offerta, nonostante l'interruzione delle operazioni nelle miniere di Escondida e Grasberg (Indonesia). Nel corso di quest'anno la richiesta di rame potrebbe aumentare del 2,4% rispetto all'anno passato per un totale di 23,79 milioni di tonnellate; la produzione di rame raffinato è prevista in aumento dell'1,2% a 23,685 milioni di tonnellate (stime Bloomberg). Si potrebbe pertanto palesare un deficit di 109.000 tonnellate: stima nettamente inferiore a quello previsto dalla Chile's Copper Agency, che indica un intervallo da 200.000 a 250.000 tonnellate.

**Alluminio.** L'alluminio è scambiato al livello più alto degli ultimi due anni, nel range fra 1.900 e 1.950 dollari per tonnellata. I prezzi, cresciuti molto dall'inizio dell'anno, non hanno mai registrato violenti strappi verso l'alto, ma piuttosto una lenta e costante crescita. Alla base di questo trend c'è la rinnovata volontà della Cina di ridurre la propria capacità produttiva come misura anti-inquinamento, tagliando di circa un terzo la produzione nelle province di Shandong, Henan, Hebei e Shanxi: un taglio stimabile in circa 1,3 milioni di tonnellate di materiale. E' peraltro possibile che i produttori cinesi compensino i tagli previsti per l'inverno con un aumento della produzione nei mesi antecedenti. Va detto che il nuovo corso ambientalista del Governo cinese comporta ispezioni nelle fonderie di alluminio per regolare e tenere sotto controllo la produzione. Le più importanti associazioni del settore hanno pubblicato una lettera, rivolta al prossimo G20, chiedendo di affrontare il problema dell'eccesso di capacità produttiva nel settore dell'alluminio. Anche i produttori di acciaio avevano già percorso questa strada, chiedendo al G20 di affrontare la sovrapproduzione cinese nel loro settore. In conclusione, i prezzi dell'alluminio rimangono orientati al rialzo e le crescenti tensioni politiche, il giro di vite ambientale in Cina e l'aumento dei costi delle materie prime concorrono a consolidare un quadro di cauto ottimismo. **Zinco.** Quadro sullo zinco che esprimerebbe una condizione di deficit globale per circa 28.000 tonnellate. Il mercato risente infatti di quanto sta accadendo in Australia e in Irlanda, con la chiusura di alcune grandi miniere, e della riduzione di 500mila tonnellate di capacità produttiva annua da parte della Glencore. Con l'offerta in contrazione, la domanda sembra invece crescere di oltre il 3% in un'ottica globale: ne è derivato un rialzo dei prezzi dello zinco fin sopra 2.800, salvo poi stornare nelle ultime settimane fino a 2.500. Anche per lo zinco prevale un cauto ottimismo circa un rialzo, contenuto, nei prossimi trimestri. **Nickel.** Il quadro sul nickel è legato ai soliti temi. Da un lato si ipotizza un margine di ulteriore crescita delle quotazioni, a seguito del calo delle scorte. Dall'altro, la controversa politica del Governo filippino nel settore minerario tiene il mercato in uno stato di forte incertezza. Anche in questo caso, l'approccio migliore è quello improntato alla massima cautela, visti i ribassi in essere da marzo che hanno azzerato i rialzi di inizio anno, mettendo in dubbio la solidità dei fondamentali sul nickel.

**Performance di medio termine**

	19.04.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Industriali	1.162,5	-2,6	14,3	13,7	3,6
Rame (\$)	5.556,0	-3,3	19,4	11,5	0,4
Alluminio (\$)	1.903,0	3,1	18,1	17,3	12,4
Zinco (\$)	2.528,0	-8,2	10,2	31,5	-1,2
Nickel (\$)	9.340,0	-3,7	-7,8	0,2	-6,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'Outlook resta Moderatamente Positivo ma aumenta ancor di più la cautela, visto lo storno in atto.** L'approccio resta improntato ad un moderato rialzo del comparto, ma con un



livello di cautela aumentato visti i forti storni in atto su alcuni metalli. Il cauto ottimismo resta legato al rafforzamento della domanda industriale in arrivo dai Paesi emergenti: questo tema si scontra però col pericolo di una sovrastima della reale richiesta di metalli proveniente dalla Cina, visti i nuovi target di crescita fissati dal Governo di Pechino e la maggior regolamentazione data ad alcuni comparti, come quello dell'alluminio. In Cina alcune riforme fiscali hanno determinato un possibile deterioramento della domanda di metalli ed i volumi delle transazioni immobiliari potrebbero subire ulteriori contrazioni se il Governo dovesse optare per nuovi interventi. Negli Stati Uniti pesa, invece, l'incertezza ed il ritardo dell'Amministrazione Trump, la cui incapacità di portare a compimento le promesse fatte in sede di campagna elettorale potrebbe gravare sulle quotazioni. In virtù di questo quadro confermiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo sul comparto dei Metalli Industriali, esprimendo però un' aumentata prudenza visto il ribasso in atto su alcuni singoli metalli.

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

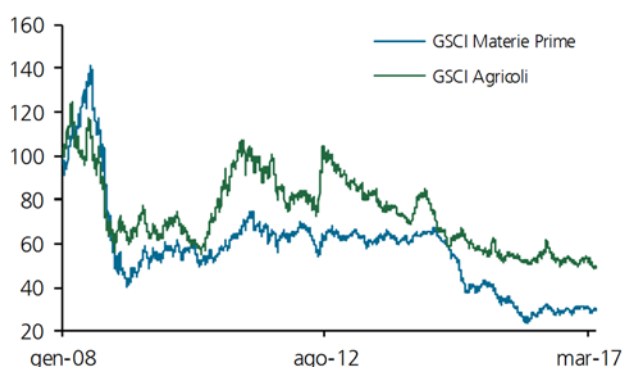
	Valore 19.04.17	2° trim. 2017	3° trim. 2017	4° trim. 2017	Anno 2017	Anno 2018
Rame (\$)	5.556,0	5.750,0	5.735,0	5.647,2	5.734,8	5.750,0
Alluminio (\$)	1.903,0	1.800,0	1.775,0	1.757,5	1.765,0	1.766,0
Zinco (\$)	2.528,0	2.705,0	2.656,5	2.600,0	2.665,1	2.537,5
Nickel (\$)	9.340,0	11.000,0	11.000,0	11.285,0	10.800,0	11.750,0

Fonte: consenso Bloomberg

## Prodotti Agricoli: approccio cauto ma meteo favorevole e ampi raccolti

**Consolidano dopo lo storno di marzo.** Non mutiamo il nostro approccio di cautela circa ulteriori spunti al rialzo sul comparto degli Agricoli, anche a causa del consolidamento al ribasso registrato negli ultimi due mesi. Non cambiano infatti i temi alla base del comparto, i medesimi da fine 2016: condizioni metereologiche favorevoli per i raccolti hanno spinto la crescita delle scorte mondiali di cereali a nuovi record storici, situazione che si sta ripresentando anche nelle stime FAO e WASDE, elaborate dopo le recenti semine di febbraio/marzo. Consolida lo scenario di fondo che vede un'offerta mondiale di cereali abbondante; a ciò si somma un rapporto scorte/consumi, relativamente alle principali granaglie, che sottolinea ancora una volta un deciso surplus di offerta, in grado di equilibrare ampiamente la richiesta di mercato. In conclusione, non cambiano i due fattori da tenere sotto controllo nei prossimi mesi: l'impatto delle condizioni meteo sulla produzione globale e le prese di posizione speculative sui principali derivati finanziari delle granaglie.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

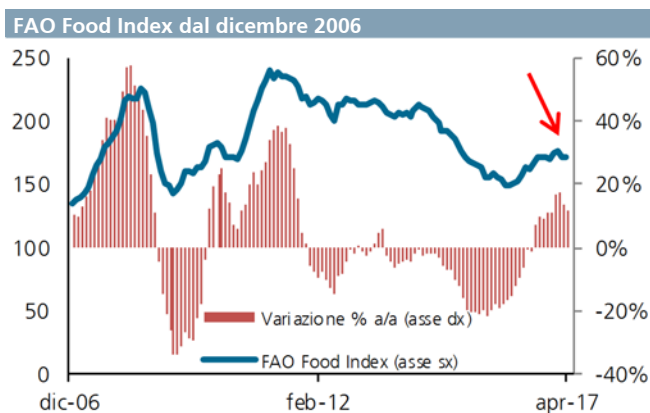
	Valore 19.04.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.282,0	-5,6	-28,4	-55,1
GSCI Agricoli	418,2	-3,0	-14,6	-38,3
Mais (\$ cent)	361,8	2,8	-4,3	-40,9
Fruento (\$ cent.)	419,0	2,7	-16,0	-32,0
Soia (\$ cent)	950,3	-4,6	-2,8	-34,3
Cotone (\$ cent)	77,7	9,9	23,2	-13,7
Zucchero (\$ cent.)	16,4	-15,8	24,0	-25,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di aprile.** L'11 aprile scorso è stato pubblicato il rapporto mensile WASDE (World Agricultural Supply and Demand Estimates) a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture). Le scorte finali di **frumento** sono viste in rialzo a 252,3 Mt nel 2016-17 (dato superiore alla stima di 249,94 Mt del mese scorso) da 241,7 Mt nel 2015-16. La produzione mondiale è attesa pari a 751,4 Mt (dopo 751,07 Mt del mese scorso) da

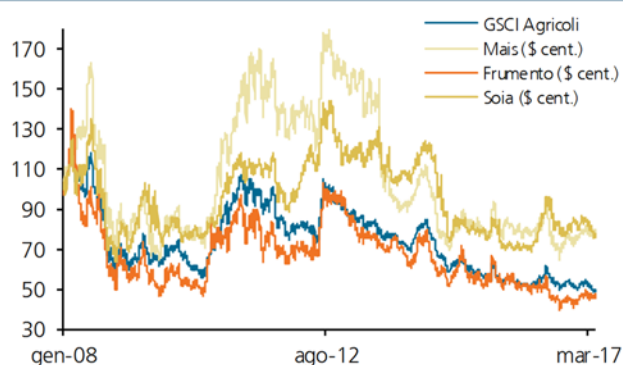
735,2 Mt nel 2015-16. Il consumo globale dovrebbe salire a 740,8 Mt (rivisto da 741,42 Mt del mese scorso) da 711,1 Mt nel 2015-16. Il rapporto scorte/consumi si attesta al 34,1% nel 2016-17 dal 34,0% del 2015-16, contro il 33,7% stimato lo scorso mese. Le scorte finali di **mais** dovrebbero salire a 223 Mt nel 2016-17 (contro 220,68 Mt del mese scorso) da 211,8 Mt registrate nel 2015-16. La produzione mondiale dovrebbe salire a 1.053,8 Mt (contro 1.049,24 Mt del mese scorso) da 963,3 Mt riferite al 2015-16. Il consumo globale è atteso salire a 1.042,6 Mt (da 1.039,43 Mt del mese scorso) da 961,3 Mt relative al 2015-16. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 21,4% dal 22,0% nel 2015-16, rispetto al 21,2% stimato lo scorso mese. Le scorte finali di **soia** si stimano a 87,4 Mt nel 2016-17 (rispetto a 82,8 Mt del mese scorso) da 77,1 Mt del periodo 2015-16. La produzione mondiale dovrebbe salire a 346,0 Mt (contro 340,8 Mt del mese scorso) da 313,0 Mt del 2015-16. Il consumo mondiale è atteso a 332,4 Mt nel 2016-17, contro 331,7 Mt del mese precedente e 314,6 Mt del 2015-16. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe attestarsi a 26,3%, dal 24,5% nel 2015-16 e rispetto al 24,3% dello scorso mese.

**Il quadro sugli Agricoli.** I prezzi del **frumento** non sembrano risentire dei dati diffusi dal WASDE di aprile, né del quadro non positivo in essere, proseguendo nel loro rialzo da inizio anno. In crescita anche le scorte globali, in buona parte a causa di un calo dei consumi localizzato principalmente nel blocco UE. Ridotte anche le stime sui consumi globali nella stagione a seguito di una contrazione della domanda proveniente dagli USA. Scorte globali in rialzo anche per il **mais**, con un aumento di 2,3 milioni di tonnellate, ma anche le quotazioni del granturco consolidano i guadagni da inizio anno. L'accumulo di scorte è figlio della produzione di Argentina, Brasile e Sud Africa. Proprio la situazione in Brasile desta le maggiori perplessità; le proiezioni sul raccolto brasiliano potrebbero eccedere in ottimismo a seguito di alcuni problemi di impollinazione della Safrinha (il cosiddetto mais brasiliano). Il raccolto potrebbe risentire del protrarsi delle condizioni eccessivamente piovose che caratterizzano le aree dedicate alla coltivazione di mais. Delusi gli operatori di settore sulla **soia**, che appare debole da inizio anno rispetto alle altre granaglie. La soia vede un incremento stimato delle scorte globali, nella stagione in corso, pari a 4,59 milioni di tonnellate rispetto alla previsione precedente, per un totale di 87,4 milioni di tonnellate. L'attuale stima, elaborata dall'USDA (United States Department of Agriculture), si basa su un aumento della produzione globale di circa 5,2 milioni di tonnellate, la maggior parte delle quali concentrata in Sud America, con il Brasile che guida gli aumenti con +3 milioni di tonnellate, corrispondenti a circa 1 milione di tonnellate oltre le attese degli analisti.



**L'indice FAO dei prezzi alimentari scende a marzo: -2,8% m/m (+13,4% a/a).** I prezzi alimentari sono calati nel mese di marzo a causa dell'ampia offerta e sulla scia di previsioni di raccolti abbondanti; questo il messaggio diffuso dalla FAO nel segnalare il ribasso del proprio indice, che ha registrato una media di 171 punti e un calo del 2,8% m/m. L'indice FAO ha registrato comunque un +13,4% rispetto al livello dello scorso anno. A calare sono soprattutto l'indice dei prezzi degli oli vegetali (-6,2% m/m) e quello dello zucchero (-10,9% m/m). Inoltre, l'indice FAO dei prezzi cerealicoli è sceso dell'1,8% rispetto al mese di febbraio, trainato dai prezzi del grano e del mais. Ora è all'incirca pari al livello di marzo 2016. La FAO ha anche pubblicato le prime stime sull'approvvigionamento e sulla domanda di cereali a livello mondiale per la stagione, segnalando di nuovo un mercato in probabile equilibrio, con le scorte di grano a livelli quasi record. La produzione totale di cereali secondari (avena, farro, orzo) nel 2017 dovrebbe raggiungere il nuovo record di 1.353 milioni di tonnellate, grazie a un aumento della produzione in Brasile e in Argentina e a un recupero in Sud Africa, dopo la siccità dello scorso anno. La produzione mondiale di riso dovrebbe crescere dell'1% a 504 milioni di tonnellate, frutto di semine più estese in India e in Indonesia, insieme a maggiori rese in Brasile e in Cina; fattori che dovrebbero compensare i cali che si registreranno in altre regioni, come ad esempio lo Sri Lanka, colpito dalla siccità.

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



**Performance di medio termine**

	19.04.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	418,2	-7,8	-7,8	-7,8	-3,0
Mais (\$ cent.)	361,8	-2,2	3,1	-8,4	2,8
Frumento (\$ cent.)	419,0	-2,2	0,5	-16,9	2,7
Soia (\$ cent.)	950,3	-11,0	-2,6	-5,9	-4,6
Cotone (\$)	77,7	6,3	11,3	21,7	9,9
Zucchero (\$ cent.)	16,4	-18,6	-28,5	8,2	-15,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** I fondamentali alla base del comparto restano invariati rispetto al finale di 2016 ma anche rispetto al mese precedente, delineando un quadro non particolarmente positivo che giustifica il consolidamento al ribasso delle ultime settimane. L'offerta mondiale di cereali resta estremamente abbondante e questo spiega la debolezza dei prezzi degli Agricoli. Restiamo dell'idea che solo se il rapporto fra scorte e consumi migliorerà, come indicato anche dalle stime FAO, allora potremmo vedere un deciso recupero delle quotazioni delle granaglie. Nel caso in cui si verificasse questa eventualità, il rialzo dei prezzi dei principali cereali godrebbe anche del ritorno dei flussi finanziari che amplificherebbero il movimento. A questo quadro si somma un elemento esterno al comparto, ovvero la risalita dei prezzi petroliferi dopo il taglio produttivo deciso dall'OPEC e dagli altri produttori non-OPEC. Si fa strada l'ipotesi di un prolungamento dell'accordo che possa spingere ulteriormente i prezzi. La possibile maggior forza del comparto petrolifero potrebbe tornare a stimolare la domanda di granaglie per la produzione di biocombustibili. Uno scenario alternativo che per ora appare poco probabile, visto l'eccesso di scorte di petrolio, ma che alimenterebbe prospettive di rialzo graduale dei prezzi nel 2017, dando maggior sostegno al nostro Outlook Moderatamente Positivo.

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

	Valore 2° trim.		3° trim.		4° trim.		Anno	
	19.04.17	2017	2017	2017	2017	2017	2017	2018
Mais (\$ cent.)	361,8	367,2	370,0	377,5	370,0	400,0		
Frumento (\$ cent.)	419,0	445,0	452,5	460,0	437,0	478,0		
Soia (\$ cent.)	950,3	1.005,0	1.000,0	1.000,0	1.005,0	1.035,0		
Cotone (\$)	77,7	72,0	70,5	68,5	71,0	69,5		
Zucchero (\$ cent.)	16,4	19,0	19,0	18,0	19,3	18,7		

Fonte: consenso Bloomberg

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters, FactSet (JCF), 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 22.03.2017.

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

## Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

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

## Note Metodologiche

Il presente documento è stato preparato sulla base della seguente metodologia.

### Dati Macroeconomici

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le previsioni macroeconomiche e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consensus tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

### Previsioni Comparto Energetico

I commenti sul comparto energetico vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le stime di consensus provengono dalle principali Agenzie internazionali sull'energia, su tutte l'IEA (International Energy Agency – che si occupa del settore a livello mondiale) e l'EIA (Energy Information Administration – istituto che si occupa specificatamente del settore energetico USA). Le previsioni sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli dedicati.

### Previsioni Comparto Metalli

I commenti sul comparto metalli vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters.

Le stime di consenso sui metalli preziosi provengono principalmente dalla GFMS, la storica agenzia di previsioni basata a Londra. Le previsioni riguardano: oro, argento, platino e palladio.

Le stime di consenso sui metalli industriali provengono principalmente dalla Brook Hunt, agenzia di previsioni indipendente che dal 1975 redige statistiche e previsioni su metalli e minerali, oltre al World Bureau of Metal Statistics (WBMS), una struttura indipendente di ricerca sul mercato globale dei metalli industriali che pubblica una serie di analisi statistiche con cadenza mensile, trimestrale ed annuale.

### Previsioni Comparto Agricolo

I commenti sul comparto agricolo vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters.

Le stime di consenso sui prodotti agricoli sono molteplici. Ogni singolo paese ha la propria agenzia interna di statistica che stima e prevede i raccolti, la capacità produttiva, la quantità di offerta di prodotti e soprattutto la quantità (assoluta e percentuale) di terra disponibile per la messa a coltura di un determinato prodotto.

A livello internazionale le principali agenzie sono: l'USDA (United States Department of Agriculture) che, oltre a fornire i dati relativi al territorio americano, si occupa in generale anche del settore granaglie a livello mondiale mediante il sottocomparto della FAS (Foreign Agricultural Service); l'Economist Intelligence Unit, del Gruppo Economist, che si occupa trasversalmente di tutti i prodotti agricoli a livello mondiale; e la CONAB (Companhia Nacional de Abastecimento), l'agenzia del Governo brasiliano che si occupa di agricoltura (con un occhio di riguardo per il caffè) e che fornisce anche uno sguardo su tutto il continente sudamericano.

### Livelli tecnici

I commenti sui livelli tecnici si basano sulle notizie e i dati di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Reuters. Le previsioni sui livelli tecnici di interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo tramite modelli tecnici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse. Vi è inoltre un approfondimento legato alla scelta degli opportuni strumenti derivati che meglio rappresentano il comparto o la specifica commodity su cui si vuole investire.

### Raccomandazioni

**Outlook Negativo:** la raccomandazione di outlook Negativo per un settore è un'indicazione di ampio respiro. Essa indica non solo il deteriorarsi delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi il ridursi di una performance di prezzo), ma implica anche la riduzione delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

**Outlook Neutrale:** la raccomandazione di outlook Neutrale per un settore è un'indicazione che abbraccia molti aspetti. Essa indica che la combinazione delle previsioni di prezzo per gli indici e i future e l'insieme delle condizioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) porteranno ad un movimento laterale dei prezzi o delle scorte o della capacità produttiva, registrando perciò performance nulle o minime per il comparto in esame.

**Outlook Positivo:** la raccomandazione di outlook Positivo per un settore è un'indicazione di ampio spettro. Essa indica non solo il miglioramento netto delle condizioni di prezzo degli indici o dei future che meglio rappresentano la materia prima in questione (quindi una performance positiva di prezzo), ma implica anche il miglioramento delle previsioni produttive, climatiche e di approvvigionamento (energetico o idrico) che caratterizzano, più di altri strumenti finanziari, questi comparti.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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 agli articoli 69-quater e 69-quinquies del Regolamento Emittenti emanato dalla Consob con delibera n. 11971 del 14.05.1999 e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 della "Disciplina dei servizi di gestione accentrata, di liquidazione, dei sistemi di garanzia e delle relative società di gestione" 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 sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.intesasanpaolo.com/scripts/lisr0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/lisr0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp) è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

## Certificazione dell'analista

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

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

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

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

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

### Responsabile Retail Research

Paolo Guida

### Analista Azionario

Ester Brizzolara  
Laura Carozza  
Piero Toia

### Analista Obbligazionario

Serena Marchesi  
Fulvia Risso  
Cecilia Barazzetta

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

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