

## Cauto ottimismo sulle materie prime nel corso del 2018

**Energia: Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo dopo l'estensione dei tagli.** Il mercato petrolifero appare impostato al cauto ottimismo; ad ostacolare il comparto resta il rialzo della produzione USA di *shale-oil*, tecnica estrattiva onerosa che però sta beneficiando del rialzo delle quotazioni. Il comparto dell'Energia resta esposto ai rischi geopolitici in Medio Oriente, ma è favorito nel breve termine dal miglioramento dei fondamentali del gas. I driver del petrolio appaiono migliorati grazie al prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, anche se l'equilibrio di mercato è minacciato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. I prezzi si sono nettamente rafforzati dopo le interruzioni delle consegne del Brent dall'oleodotto Forties; il tono positivo del comparto è stato alimentato anche da un mercato del gas eccezionalmente teso in Europa. Non escludiamo il rischio di una correzione delle quotazioni petrolifere entro fine 2017 per prese di profitto, una volta esaurite le preoccupazioni per le interruzioni dal Mare del Nord, ma prevediamo prezzi del petrolio stabili nel corso del 2018. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 60 dollari al barile (da 55,5) per il 1° trimestre 2018 e 59,3 dollari nel 2° trimestre (da 53); 2) per il WTI: 55 dollari al barile (da 51,7 dollari) per il 1° trimestre e 54,7 (da 51) dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 60 (da 54,5) e 55 (da 52) dollari al barile per il 2018 e a 62 (da 59) e 58,2 (da 58) dollari al barile per il 2019.

**Metalli Preziosi: Outlook Neutrale.** Dal lato della dinamica dei tassi, la svolta rialzista di alcune Banche centrali, fra cui la Fed (seppur con cautela e gradualità), unita alla bassa inflazione, difficilmente spingerà gli investimenti in Preziosi; non sono invece da escludere performance maggiormente positive di argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (utilizzato nel settore Auto), elementi che sono più correlati alla domanda industriale. Allo scenario di fondo si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme, che difficilmente genereranno una spinta rialzista per il comparto anche nella prima parte del 2018. In attesa del ritorno dell'inflazione, gli operatori sembrano orientarsi su scelte di investimento più rischiose rispetto ai Metalli Preziosi, che generino maggiori guadagni ma anche rapidità nella liquidazione della posizione. Il nostro Outlook, che per il momento resta Neutrale, potrà mutare solo in caso di un imprevisto surriscaldamento della dinamica dei prezzi, che è probabile debba passare per un recupero supplementare delle quotazioni del petrolio.

**Metalli Industriali: Outlook a Moderatamente Positivo da Neutrale.** In Cina, le industrie più inquinanti sono proprio le grandi imprese statali nei settori acciaio, cemento e petrolchimica. Rischiamo quindi di essere giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla contrazione della produzione a seguito dell'applicazione delle norme antinquinamento, che sarà alla base dello scenario 2018 per i Metalli Industriali. Di fondo il quadro macroeconomico globale resta ancora favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile, a cui la Cina continuerà a dare il proprio contributo. Ci attendiamo che in assenza di sorprese dal lato della domanda (nuove infrastrutture) o dell'offerta (interruzioni produttive), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, nel breve. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo risultati positivi anche nel 2018.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano, anche per il 2018, i fattori alla base degli Agricoli, che tratteggiano uno scenario di debolezza consolidata sui prezzi. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante come confermato dalla stessa FAO, che indica nuovi record di produzione e scorte giustificando la debolezza futura dei prezzi. Ribadiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo ma solo per via del bassissimo livello delle attuali quotazioni, che potrebbe favorire un rimbalzo fisiologico dei prezzi magari nel 1° trimestre 2018, complice il rischio che si verifichi il fenomeno de "La Niña". Nei mesi sino a febbraio 2018 potremmo infatti registrare un minimo di volatilità a sostegno delle quotazioni degli Agricoli; di base non escludiamo un recupero più strutturale delle performance sull'intero 2018.

21 dicembre 2017

14:14 CET

Data e ora di produzione

21 dicembre 2017

14:19 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\*

	Dic.	Nov.
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-Datstream

Performance commodity

(%)	2017	2016
WTI	8,1	45,0
Brent	13,6	52,4
Gas Naturale	-29,2	59,3
Gasolio	14,9	53,6
Oro	9,9	8,6
Argento	2,2	15,8
Rame	27,3	17,7
Alluminio	25,3	12,3
Zinco	25,4	60,6
Nickel	20,2	13,6
Mais	-0,8	-1,9
Fruento	3,8	-13,2
Soia	-4,3	14,4
Cacao	-9,2	-33,8
Zucchero	-25,3	28,0
Caffè	-10,1	8,2
Cotone	7,2	11,6

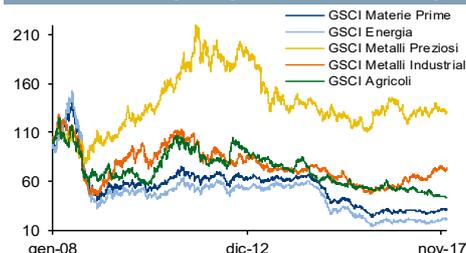
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 20.12.2017

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	20.12.17	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.460,8	1,8	15,5	-49,1
GSCI Energia	442,1	1,7	23,9	-57,9
GSCI Met. Preziosi	1.525,2	8,3	15,0	-29,1
GSCI Met.Industriali	1.391,2	23,9	46,2	-11,0
GSCI Prod. Agricoli	375,0	-13,0	-18,1	-51,8

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 20.12.2017

### 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

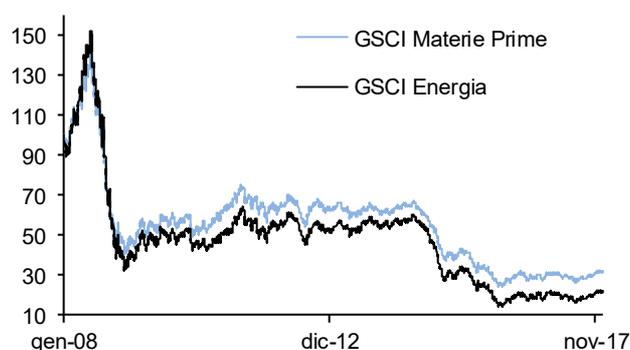
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 20.12.2017 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: finale di 2017 in rialzo, permane il cauto ottimismo per il 2018

Le commodity possono chiudere positive il 2017 grazie al recupero dell'Energia e nonostante il calo degli Agricoli. Finale di 2017 di prudente ottimismo, visto il recupero delle materie prime. Questo quadro potrebbe protrarsi anche nel 2018, se la crescita delle principali economie dovesse essere confermata. Lo scenario macroeconomico dovrebbe supportare il comparto delle materie prime: siamo positivi su Metalli Industriali e Agricoli, neutrali su Energia e Metalli Preziosi. Nel 2017 le risorse di base (+1,8%) sono state guidate dal petrolio (Brent 13,6%, WTI +8,1%) che, fra interruzioni inattese dell'offerta e forti tensioni che hanno preceduto il meeting fra membri di OPEC e i Paesi non-OPEC il 30 novembre a Vienna, ha visto infine il prolungamento dei tagli produttivi fino a fine 2018 (a parità di dimensione: -1,8 milioni di barili giornalieri). Anche i Metalli industriali (+23,9%) hanno intercettato l'interesse degli investitori quest'anno, toccando nuovi massimi dopo la conclusione del 19° Congresso del partito Comunista cinese. Al contrario, Metalli Preziosi (+8,3%) e Agricoli (-13,0%) sono rimasti danneggiati dalle scelte degli operatori. Politiche monetarie più restrittive, forza relativa del dollaro americano e assenza di pressioni inflazionistiche hanno penalizzato i Preziosi, che non hanno nemmeno esercitato il loro ruolo di beni rifugio durante le tensioni geopolitiche. Le scorte in rialzo, la bassa domanda e le condizioni meteo hanno invece depresso le quotazioni degli Agricoli nel corso del 2017. Non però lo scenario di fondo delle commodity: ancora una volta l'onere di sostenere la domanda globale di risorse di base spetterà al ciclo economico cinese. Le direttive dell'ultimo Congresso hanno delineato il ruolo della Cina nei prossimi anni, confermando una crescita economica più regolata e meno isterica: aspetto fondamentale perché questa riesca comunque a sostenere la domanda di materie prime. La crescita mondiale è infatti fortemente correlata a un'ulteriore accelerazione del ciclo negli Stati Uniti e al processo di razionalizzazione dell'economia in Cina, anche se la crescita cinese vedrà obiettivi percentualmente inferiori rispetto al passato.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

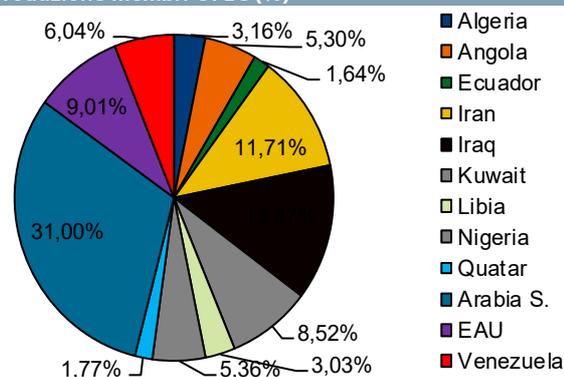
### Performance di lungo termine

	Valore 20.12.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.460,8	1,8	15,5	-49,1
GSCI Energia	442,1	1,7	23,9	-57,9
WTI (\$)	58,1	8,1	67,2	-34,5
Brent (\$)	64,6	13,6	77,6	-40,8
Gas Naturale (\$)	2,6	-29,2	38,0	-23,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Petrolio: decisa accelerazione del Brent, pesa il blocco dell'oleodotto Forties.** Il surriscaldamento delle quotazioni del petrolio Brent, nelle ultime sedute, deriva dalla chiusura dell'oleodotto North Sea Forties, condotta che fornisce parte del greggio alla base del Brent. Il guasto continua a sostenere le quotazioni; Ineos, l'operatore che gestisce l'infrastruttura, ha tuttavia dichiarato lo stato di 'forza maggiore', monitorando costantemente la *pipeline* e lavorando su alcune possibili soluzioni alternative, dopo la scoperta di una falla. Un fermo prolungato del Forties (per cui Ineos fin dall'inizio aveva ipotizzato lavori di 2-3 settimane) appare un evento piuttosto drammatico per l'equilibrio energetico europeo. Coi sui 450.000 barili di greggio al giorno, l'oleodotto convoglia la produzione proveniente da 80 diversi giacimenti, ossia circa un quarto della produzione del Mare del Nord. Lo stop interessa inoltre un terzo del gas estratto in acque britanniche: è quindi comprensibile che immediatamente si sia alzato il livello della tensione sul mercato petrolifero.

### Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.10.2017

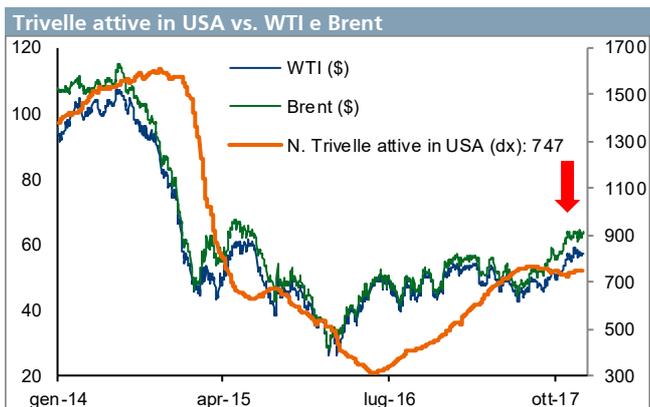
### Performance di medio termine

	20.12.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	442,1	11,2	19,8	3,8	1,7
WTI (\$)	58,1	14,9	36,6	10,7	8,1
Gas Naturale (\$)	2,6	-10,5	-8,8	-25,6	-29,2
Gasolio (\$)	575,5	6,3	39,3	18,4	14,9

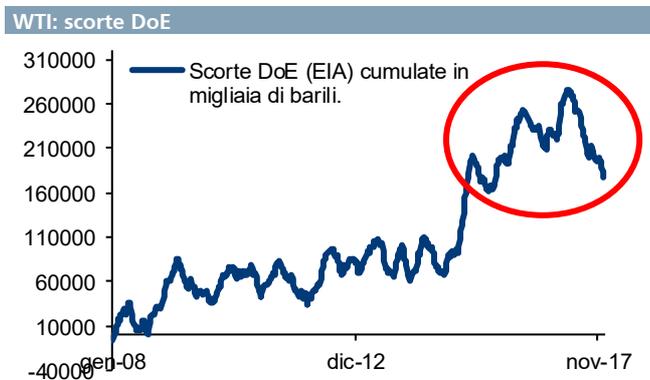
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA accelera al ribasso.** Il quadro sulle scorte USA di petrolio, pur restando a livelli molto alti, indica una dinamica di contrazione sia secondo API (American Petroleum Institute) che secondo EIA. Le scorte settimanali API,

sempre negli USA, hanno mostrato un calo di 5,22 milioni di barili, molto al di sopra del previsto (-3,20 milioni) continuando la serie di decise contrazioni (-7,38 milioni di barili due settimane fa) che sta caratterizzando questo finale di 2017 negli Stati Uniti. Calano anche le scorte settimanali EIA, che già erano attese in contrazione di oltre 3,4 milioni di barili per il greggio (-5,11 milioni la scorsa settimana) e che si sono contratte di quasi 6,5 milioni di barili. L'accumulo di benzine, +1,2 milioni di barili, appare comunque inferiore all'atteso rialzo di oltre 1,7 milioni di barili. Le prospettive di un aumento della produzione negli Stati Uniti, dove la scorsa settimana il numero delle trivelle è tornato a scendere anche se marginalmente (Baker Hughes: 747 siti attivi dai precedenti 751), rischia di essere il vero ostacolo al prosieguo della riduzione delle scorte USA. L'agenzia internazionale dell'energia (IEA – Inter Energy Agency), nel rapporto mensile pubblicato nel mese di dicembre, si è accodata all'OPEC e all'EIA nell'alzare le previsioni sulla produzione statunitense: una revisione che sposta più in là nel tempo l'agognato riequilibrio tra domanda e offerta. L'IEA vede la formazione di nuovo surplus di 200.000 barili al giorno nella prima metà del 2018 a seguito da un deficit della stessa entità nel secondo semestre del prossimo anno.



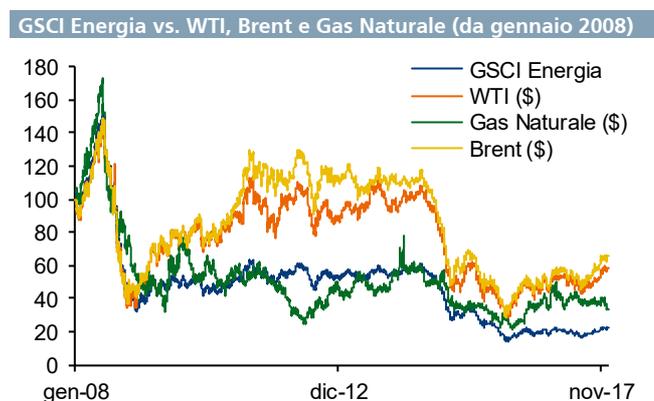
Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo



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

**Gas Naturale: Cina, freddo in Europa e Stati Uniti e guasti ai gasdotti spingono le quotazioni.** Il forte rialzo dei prezzi del

gas naturale, in questa fase, ha molteplici determinanti. La campagna del Presidente cinese Xi Jinping, volta a ridurre l'uso del carbone, ha innescato una grave penuria di gas naturale sul mercato domestico e una brusca impennata dei prezzi. Nella provincia di Hebei, zona industriale vicina a Pechino, sede di molti impianti siderurgici e petrolchimici, il governo locale ha imposto a 2,6 milioni di famiglie il passaggio dal carbone al gas naturale, un obiettivo superiore del 40% a quello originariamente adottato dalla provincia. Le riserve di gas di China National Petroleum Corp (Cnpc) e di altri fornitori di Stato, però, sono inferiori alla domanda del 10-20%: questo ha creato fortissime tensioni sui mercati. L'arrivo dell'inverno nell'emisfero settentrionale, in particolare negli Stati Uniti e in Europa, con una revisione al ribasso delle temperature previste, sta avendo un impatto sulle riserve di metano per riscaldamento. Le previsioni meteorologiche suggeriscono che la temperatura nella maggior parte d'Europa scenderà ben al di sotto della media stagionale nelle prossime settimane, aumentando i consumi di gas naturale. Infine, anche l'esplosione nel centro di distribuzione del gas di Baumgarten an der March, in Austria, uno dei principali hub europei, ha contribuito ad aumentare lo stress rialzista sulle quotazioni del gas naturale.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo dopo l'estensione dei tagli.** Il mercato petrolifero appare impostato al cauto ottimismo; ad ostacolare il comparto resta il rialzo della produzione USA di *shale-oil*, tecnica estrattiva onerosa che però sta beneficiando dell'aumento delle quotazioni. Il comparto dell'Energia resta esposto ai rischi geopolitici in Medio Oriente, ma è favorito nel breve termine dal miglioramento dei fondamentali del gas. I driver del petrolio appaiono migliorati grazie al prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, anche se l'equilibrio di mercato è minacciato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. I prezzi si sono nettamente rafforzati dopo le interruzioni delle consegne del Brent dall'oleodotto Forties; il tono positivo del comparto è stato alimentato anche dal mercato del gas, eccezionalmente teso in Europa. Non escludiamo il rischio di una correzione delle quotazioni petrolifere entro fine 2017 per prese di

profitto, una volta esaurite le preoccupazioni per le interruzioni dal Mare del Nord, ma prevediamo prezzi del petrolio stabili nel corso del 2018. Modifichiamo comunque il nostro Outlook da Moderatamente Positivo a Neutrale per l'intero comparto. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 60 dollari al barile (da 55,5) per il 1° trimestre 2018 e 59,3 dollari nel 2° trimestre (da 53); 2) per il WTI: 55 dollari al barile (da 51,7 dollari) per il 1° trimestre e 54,7 (da 51) dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 60 (da 54,5) e 55 (da 52) dollari al barile per il 2018 e a 62 (da 59) e 58,2 (da 58) dollari al barile per il 2019. 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	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	58,1	53,3	52,0	53,8	54,0	57,5
Brent (\$.)	64,6	58,0	56,0	57,0	57,5	60,0
Gas Nat. (\$)	2,6	3,3	3,1	3,1	3,2	3,0

Nota: le previsioni per il 4° trim. 2017 e il 1° trim. 2018 sono aggiornate al 01.12.2017.  
Fonte: consenso Bloomberg

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

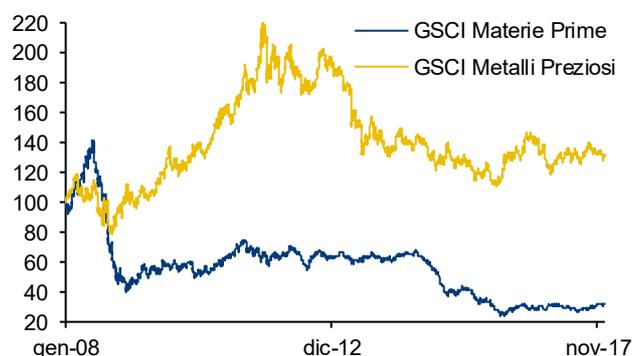
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2018	2019
WTI (\$)	58,1	55,0	54,7	55,0	55,0	58,2
Brent (\$.)	64,6	60,0	59,3	60,0	60,0	62,0
Gas Nat. (\$)	2,6	3,50	3,10	3,20	3,25	3,00

Nota: le previsioni per il 4° trim. 2017 e il 1° trim. 2018 sono aggiornate al 01.12.2017.  
Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: assenza di inflazione e tassi in rialzo caratterizzano il 2018

Consolidano in vista dell'ultimo rialzo Fed del 2017. Prosegue il consolidamento dei Preziosi in area 1.500, dopo i massimi annuali sopra 1.600 generati dall'avversione al rischio che aveva spinto gli operatori verso asset più difensivi, a seguito delle tensioni geopolitiche globali. Il consolidamento in essere però non scalfisce il rialzo di circa l'8% da inizio anno. I metalli hanno finora beneficiato di una situazione macroeconomica favorevole. La migliore performance è stata registrata dal palladio, grazie all'evoluzione del mercato automobilistico. Confermiamo inoltre come la volatilità delle quotazioni dei Preziosi si stia riducendo a livelli storicamente minimi. I Preziosi appaiono legati alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed. Dal lato delle Banche centrali, la BCE ha appena comunicato la prosecuzione degli stimoli anche per i primi 9 mesi dell'anno prossimo, ma a un ritmo mensile dimezzato; dall'altro lato, la Fed ha confermato il suo iter di rialzo dei tassi per il 2018 (ovvero: almeno tre volte), dopo l'ultima stretta monetaria del meeting di dicembre. Uno scenario che sta solo parzialmente sostenendo il recupero del dollaro. Il prezzo dei Preziosi sale per gli acquirenti non statunitensi quando il dollaro si apprezza, indebolendone conseguentemente la domanda; viceversa, quando è il dollaro USA a indebolirsi, si crea un minimo vantaggio valutario per gli acquirenti in valuta diversa dal dollaro. Ultimo tema per il 2018 resta il rafforzamento delle aspettative d'inflazione. Queste ultime sono correlate al recupero delle quotazioni petrolifere e potrebbero essere favorite dal prolungamento dei tagli produttivi varato nel meeting OPEC del 30 novembre scorso. Anche platino e palladio (materiali più coinvolti nel ciclo industriale) consolidano, con il palladio in deciso trend ascendente, in un quadro che appare ancora ottimistico ma che resta legato alla futura pressione esercitata dalla domanda manifatturiera per questi metalli.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 20.12.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.460,8	1,8	15,5	-49,1
GSCI Preziosi	1.525,2	8,3	15,0	-29,1
Oro (\$)	1.266,7	9,9	17,2	-23,6
Argento (\$)	16,2	2,2	13,5	-46,1
Platino (\$)	919,8	1,9	4,5	-39,8
Palladio (\$)	1.032,9	51,1	86,8	51,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

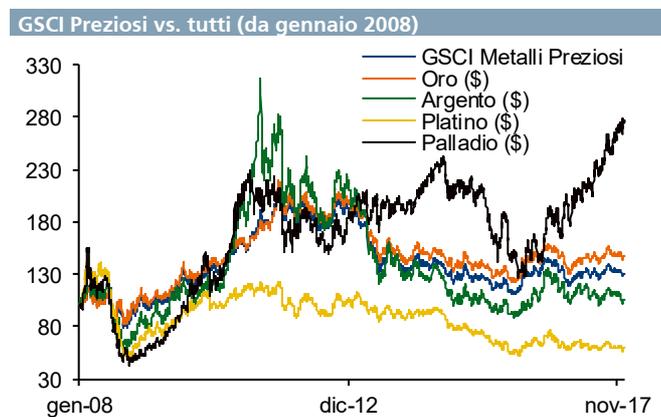
**Il quadro su Oro e Argento: più ottimismo sul secondo rispetto al primo.** Le basse aspettative di inflazione e un dollaro in consolidamento dopo il meeting Fed di dicembre (che ha varato l'ultimo rialzo dei tassi del 2017 e confermato i tre aumenti preventivati per il 2018) giustificano la debolezza dei Preziosi. Si accentua il consolidamento dell'oro, sotto 1.300 dollari l'oncia: ci attendiamo quindi che nel prossimo anno il metallo giallo possa scambiare prevalentemente fra i 1.200 e i 1.300 dollari. Le principali motivazioni riguardano le mosse future delle principali Banche centrali (che hanno iniziato ad implementare, seppur molto gradualmente, politiche più restrittive) e l'inflazione, che resta molto bassa in tutte le principali economie. A questi due fattori si uniscono: rischi geopolitici limitati geograficamente, un dollaro atteso in rialzo e le scelte degli investitori che preferiscono altre asset class più profittevoli e più facilmente liquidabili rispetto all'oro. Anche le quotazioni dell'argento, in linea con quelle dell'oro, appaiono in consolidamento e lontane dal livello toccato a settembre di 18 dollari l'oncia. Il rapporto oro/argento dovrebbe quindi diminuire nei prossimi trimestri, riavvicinandosi alla media di lungo periodo. Resta comunque una propensione marginalmente positiva sull'argento, grazie alla sua correlazione con la domanda industriale (e in particolare alla crescita dei consumi per i prodotti elettronici) e all'impiego nel settore dei pannelli fotovoltaici, visto che il deficit di argento dovrebbe confermarsi anche nel 2018. Argento il cui riciclo proprio dai pannelli e dai materiali elettronici non è così agevole come nel caso di altri metalli. Una migliore performance del metallo grigio rispetto all'oro, nel 2018, potrebbe scaturire dalla sua minore esposizione all'evoluzione delle politiche monetarie e, come detto, da un ritorno più forte della domanda industriale.

**Platino e Palladio: la corsa divergente e le prospettive del settore Auto.** Così come i prezzi dei due metalli appaiono sempre più divergenti, anche i fondamentali appaiono divergere, con quelli del palladio che rimarranno molto più forti rispetto a quelli del platino anche nel corso del 2018. Il mercato del platino dovrebbe passare dal modesto deficit di quest'anno a un ribilanciamento nel 2018; al contrario, il palladio potrebbe vedere un deficit in ulteriore espansione, dopo le tensioni sull'offerta registrate quest'anno. La divergenza è principalmente legata all'evoluzione del settore Auto, col platino che accusa ancora la contrazione della quota

di mercato dei veicoli diesel rispetto ai veicoli a benzina, come strascico dello scandalo sulle emissioni. Va detto che i prezzi ormai vicini alla parità potrebbero indurre un'accelerazione nel processo di sostituzione fra i due metalli, anche se l'adeguamento dei processi produttivi non appare così rapido. Infine, il rapporto platino/palladio dovrebbe diminuire ulteriormente nel corso del prossimo anno, rimanendo inferiore a 1 e molto al di sotto della media storica a causa proprio della preferenza dei Paesi Emergenti per i veicoli a benzina, che utilizzano prevalentemente marmitte contenenti palladio; gli Emergenti sembrano essere gli unici "compratori" a livello globale ancora propensi al consumo nel 2018, rispetto ai Paesi OCSE che invece potrebbero vedere una flessione delle immatricolazioni auto. Per il platino, stimiamo un prezzo medio di 950 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2018 e un prezzo medio di 948 dollari per l'intero 2018. Per il palladio, indichiamo un prezzo medio di 980 dollari l'oncia per il 1° trimestre 2018 e un prezzo medio di 998 dollari per l'intero 2018.

Performance di medio termine					
	20.12.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.525,2	-2,3	1,2	9,9	8,3
Oro (\$)	1.266,7	-2,1	1,7	11,9	9,9
Argento (\$)	16,2	-4,6	-1,0	1,8	2,2
Platino (\$)	919,8	-2,0	-45,4	0,7	1,9
Palladio (\$)	1.032,9	12,7	16,7	56,1	51,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale sul comparto.** Dal lato della dinamica dei tassi, la svolta rialzista di alcune Banche centrali (fra cui la Fed, seppur con cautela e gradualità), unita alla bassa inflazione, difficilmente spingeranno gli investimenti in Preziosi; non sono peraltro da escludere performance maggiormente positive di argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (utilizzo nel settore Auto), elementi che sono più correlati alla domanda industriale. Allo scenario di fondo si somma la debolezza dei fondamentali nel loro insieme, che difficilmente anche nella prima parte del 2018 genereranno una spinta rialzista per il comparto. Il recupero delle quotazioni petrolifere, accelerato dopo il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia) fino alla

fine del 2018, non riesce comunque a stimolare la richiesta di copertura dai rischi d'inflazione, che potrebbe favorire il recupero dei Preziosi: la ripresa del comparto resta dunque uno scenario a bassissima probabilità di concretizzarsi. Ribadiamo anche per la prima parte del 2018 come le differenti fasi di propensione o avversione al rischio siano un possibile stimolo (più o meno rialzista) per oro e argento, nel loro ruolo di asset difensivi. In attesa del ritorno dell'inflazione, intesa come impulso alla produzione collegato al recupero dei consumi, gli investitori sembrano orientarsi su scelte di investimento più rischiose rispetto ai Metalli Preziosi, che generino maggiori guadagni ma anche rapidità nella liquidazione della posizione. Il nostro Outlook, che per il momento resta Neutrale, potrà mutare solo nel caso di un imprevisto surriscaldamento della dinamica dei prezzi, che è probabile debba passare per un recupero supplementare delle quotazioni del petrolio.

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

	Valore 1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2019
Oro (\$)	1.266,7	1.250,0	1.260,0	1.255,0	1.295,0
Argento (\$)	16,2	17,1	17,5	17,1	18,4
Platino (\$)	919,8	956,5	950,0	955,0	994,0
Palladio (\$)	1.032,9	977,5	980,0	975,0	956,9

Fonte: consenso Bloomberg

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

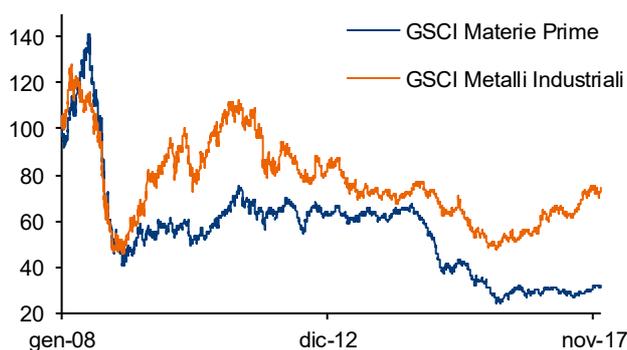
	Valore 1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2019
Oro (\$)	1.266,7	1.285	1.275	1.250	1.265
Argento (\$)	16,2	17,4	17,7	18,0	17,9
Platino (\$)	919,8	950	950	950	948
Palladio (\$)	1.032,9	980	990	1.000	998

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: fondamentali buoni, attese positive anche per il 2018

**Quarto tentativo di infrangere i massimi annuali in area 1.400.** E' in corso il quarto tentativo di superare il livello massimo annuale per il comparto dei Metalli Industriali, posto in area 1.400. Quasi tutti i principali metalli industriali hanno registrato un netto miglioramento dei fondamentali nel corso dell'anno, scenario che ci aspettiamo possa proseguire anche nel 2018 grazie a un ciclo macroeconomico ancora favorevole. Il rialzo del comparto, iniziato quest'estate e fondato sulla modifica di alcune misure ambientali in Cina, non si arresta ma anzi ha espresso un nuovo slancio proprio su questo finale di 2017. La conferma della crescita dell'economia del principale consumatore di metalli industriali sostiene ancora la domanda di queste commodity. Anche la forza del comparto delle costruzioni cinesi appare rinsaldare grazie al rialzo dei prezzi delle case, fattore che resta basilare per i metalli, nonostante alcune decisioni volte a mitigare, o meglio governare, il più possibile il surriscaldamento del settore immobiliare. Il target di crescita del PIL intorno al 6,5% resta l'obiettivo dichiarato dal Governo cinese, dopo il 6,7% del 2016, ovvero il livello più basso degli ultimi 25 anni. Ribadiamo, invece, come potrebbe tornare a giocare un ruolo importante il contributo degli Stati Uniti alla domanda di metalli industriali. Il mancato piano di espansione della spesa in opere pubbliche, promesso da Trump in campagna elettorale, è apparso legato alla carenza di fondi di bilancio. La riforma fiscale (il cui iter di approvazione si sta accelerando), dopo aver assorbito liquidità, sarà probabilmente in grado di restituirla sotto forma di sgravi fiscali e di crescita economica, investendo anche le politiche in opere pubbliche promesse da Trump. Questo fattore, inizialmente accantonato nello scenario 2017, potrebbe avere un'effettiva influenza sullo scenario del prossimo anno.

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



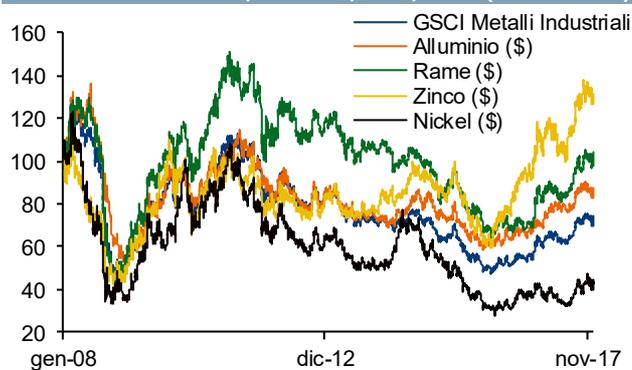
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 20.12.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.460,8	1,8	15,5	-49,1
GSCI Industriali	1.391,2	23,9	46,2	-11,0
Rame (\$)	7.044,0	27,3	48,7	-10,0
Alluminio (\$)	2.122,0	25,3	40,3	1,9
Zinco (\$)	3.207,8	25,4	114,2	57,5
Nickel (\$)	12.040,0	20,2	35,4	-30,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Rame. Nuovo attacco ai massimi annuali in area 7.000 dollari, marginale ottimismo sul 2018.** Dopo lo storno di novembre il rame tenta un nuovo assalto ad area 7.000, consolidando la sua performance annuale di oltre il 25%. Nel report mensile dello scorso mese di novembre, l'International Copper Study Group (ICSG) mostra come, per il mercato mondiale del rame, i fondamentali di domanda e offerta si siano ulteriormente indeboliti nei primi nove mesi del 2017. Secondo i dati dell'ICSG, da gennaio ad agosto (ultimo dato di rilevazione dell'ICSG), il mercato mondiale avrebbe registrato un deficit di sole 4 mila tonnellate, a fronte di un deficit di 31 mila tonnellate rilevato nello stesso periodo del 2016. Va tuttavia ricordato che l'ampio surplus registrato nel 1° trimestre del 2017 è stato ben riassorbito nel 2° trimestre, anche grazie all'impatto dei prolungati scioperi nelle miniere di Escondida in Cile e Cerro Verde in Perù e dei blocchi alla produzione e alle esportazioni dalla miniera di Grasberg in Indonesia. Il focus degli operatori resta sulle attese positive relative ai consumi mondiali e sulla crescita economica cinese, ancora guidata in buona parte da investimenti governativi e urbanizzazione. Non mancano però i timori di possibili riduzioni dell'offerta sul mercato nella prima metà del 2018 a causa di rivendicazioni sindacali in America Latina e trattative fra società minerarie e governi nel Sud-Est asiatico. Ci attendiamo pertanto che il rame possa recuperare dopo la recente correzione di novembre e consolidare su prezzi elevati, come dimostrato dal recente passato. Prevediamo un prezzo medio di 6.850 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2018 e un prezzo medio di 6.888 dollari per l'intero 2018.

**Alluminio. Dopo lo storno di novembre torna a 2.100 dollari, cauto ottimismo sul 2018.** La correzione dei prezzi di novembre è stata alimentata da voci di mercato che suggerivano un'iniziale implementazione dei tagli alla produzione meno rigorosa del previsto in Cina e dal rialzo delle scorte di alluminio a Shanghai. Il tema principale resta pertanto la riduzione della capacità produttiva in Cina. Il Governo di Pechino ha infatti varato una serie di norme sull'inquinamento, costringendo molti impianti a fermare la produzione. Confermiamo il nostro quadro secondo il quale, se efficacemente implementate, le riforme del settore e la conseguente ristrutturazione del mercato cinese favoriranno il riassorbimento dell'eccesso di offerta interna, con la conseguenza di portare però il mercato mondiale dell'alluminio in deficit e quindi a un probabile rialzo dei prezzi. Negli scorsi anni abbiamo, infatti, registrato come il mercato mondiale fosse in media bilanciato, con un ampio deficit di alluminio registrato solo al di fuori della Cina, più che compensato da un costante surplus sul mercato cinese. Nel breve periodo esprimiamo un cauto ottimismo su questo comparto; nel medio-lungo, invece, l'atteso rafforzamento dei fondamentali dovrebbe sostenere le quotazioni. Stimiamo per l'alluminio un prezzo di 2.100 dollari alla tonnellata per il 1° trimestre 2018 e di 2.075 dollari per l'intero 2018.

**Zinco. Consolida in area 3.200 dollari, pochi spunti sul 2018.** Lo zinco sta mostrando una forza superiore a quanto atteso, e si trova al livello più alto da 10 anni a questa parte, nonostante lo storno di novembre. Gli ultimi dati pubblicati in dicembre dall'International Lead Zinc Study Group (ILZSG), relativi ai primi dieci mesi del 2017, mostrano un deficit di 401.000 tonnellate, risultato di un'offerta mondiale di 11,28 milioni di tonnellate e di un consumo pari a 11,68 milioni di tonnellate. Un dato decisamente superiore al deficit di 195.000 tonnellate registrato negli stessi mesi del 2016, con un'offerta di 11,35 milioni di tonnellate e un consumo di 11,54 milioni di tonnellate. Anche per il 2018 ci attendiamo che i fondamentali di domanda e offerta restino positivi per lo zinco. Il mercato dovrebbe mantenersi in deficit, forse a un livello inferiore di quanto atteso a causa di un probabile incremento della capacità produttiva. Azione che appare la conseguente risposta delle principali società minerarie agli ampi deficit registrati negli ultimi anni. Senza nuovi piani di stimolo in Cina o interruzioni inattese dell'offerta mineraria, prevediamo un consolidamento delle quotazioni a 3.100 dollari nel 1° trimestre e di 3.063 dollari per l'intero 2018.

**Nickel. Dopo i nuovi massimi a ridosso di 13.000 dollari, e lo storno di novembre, torna a 12.000.** L'International Nickel Study Group (INSG) stima che nel 2017 la domanda mondiale di nickel supererà l'offerta di circa 100.000 tonnellate, nonostante la produzione mineraria sia attesa in espansione. La domanda mondiale di nickel è prevista crescere a 2,26 milioni di tonnellate nel 2017, in rialzo da 2,15 milioni di tonnellate nel 2016. La produzione è stimata aumentare a 2,21 milioni di tonnellate nel 2017, in rialzo da 2,05 milioni di tonnellate nel 2016. I fondamentali di domanda e offerta si confermano positivi, col mercato mondiale che nelle nostre stime potrebbe rimanere in deficit anche nel 2018 grazie alla robusta domanda mondiale di acciaio inossidabile. Resta valido come fattore da monitorare

anche l'evoluzione dei volumi di esportazione da Indonesia e Filippine, che al momento prevediamo in modesto rialzo, poiché il rischio politico in questi due paesi resta il principale elemento di attenzione per il mercato del nickel. A livello di previsione il nickel è atteso a un prezzo medio di 11.250 dollari nel 1° trimestre 2018 e di 11.438 dollari per l'intero anno, nell'ipotesi che il Governo delle Filippine non implementi la definitiva chiusura delle miniere.

#### Performance di medio termine

	20.12.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.391,2	3,6	18,7	21,7	23,9
Rame (\$)	7.044,0	9,1	22,7	27,7	27,3
Alluminio (\$)	2.122,0	-2,3	13,7	23,0	25,3
Zinco (\$)	3.207,8	1,9	26,0	22,6	25,4
Nickel (\$)	12.040,0	9,4	33,7	11,2	20,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'Outlook passa a Moderatamente Positivo da Neutrale.** In Cina, il carbone è responsabile di circa il 50-60% dell'inquinamento e dei tre quarti delle emissioni di anidride carbonica, in particolare nei distretti industriali di Shanxi, Hebei e Shandong. Le industrie più inquinanti sono proprio le grandi imprese statali nei settori di acciaio, cemento e petrolchimica. Rischiamo quindi di essere giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla contrazione della produzione a seguito dell'applicazione delle norme antinquinamento, che sarà alla base dello scenario 2018 per i Metalli Industriali. Di fondo, specie dopo il Congresso cinese e le scelte di sviluppo per il futuro, il quadro macroeconomico globale resta ancora favorevole, considerate le previsioni di una crescita economica mondiale stabile, a cui la Cina continuerà a dare il proprio contributo. Complessivamente, ci attendiamo che in assenza di sorprese dal lato della domanda (nuovi annunci di spesa pubblica in infrastrutture) o dell'offerta (interruzioni produttive), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, almeno nel breve. I fondamentali restano buoni e quindi ci attendiamo rendimenti positivi anche nel corso del 2018. Per questo modifichiamo il nostro Outlook da Neutrale a Moderatamente Positivo.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2018	2019
Rame (\$)	7.044,0	6.450	6.500	6.500	6.463	6.675
Alluminio (\$)	2.122,0	2.058	2.057	2.071	2.071	2.039
Zinco (\$)	3.207,8	3.000	2.988	3.000	2.938	2.938
Nickel (\$)	12.040,0	11.055	11.169	11.250	11.285	11.285

Fonte: consenso Bloomberg

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

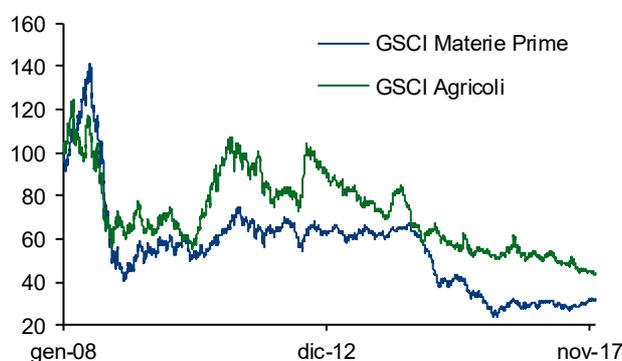
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	20.12.17	2018	2018	2018	2018	2019
Rame (\$)	7.044,0	6.850	6.850	6.900	6.888	7.000
Alluminio (\$)	2.122,0	2.100	2.050	2.050	2.075	2.075
Zinco (\$)	3.207,8	3.100	3.000	3.050	3.063	3.100
Nickel (\$)	12.040,0	11.250	11.500	11.500	11.438	11.500

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: comparto fermo ai minimi dagli anni '70, prudenza sul 2018

**Situazione immutata dal mese scorso: ribaditi i minimi di metà anni '70.** Si accentua un deciso tono ribassista sul comparto degli Agricoli che annullano il blando recupero della prima parte di luglio, quando l'indice era rientrato sopra area 400-410 per poi accelerare ulteriormente al ribasso verso gli attuali valori (area 370), complici le continue revisioni rialziste sulla raccolta di cereali. Non muta, pertanto, il nostro approccio di massima attenzione circa possibili recuperi dei prezzi, visto che non sono cambiati i fondamentali: a) condizioni meteo che hanno favorito raccolti abbondanti; b) accumulo di scorte mondiali di cereali sui massimi. Situazione descritta sia dalle stime FAO che dal WASDE, entrambi in novembre, con la produzione di cereali sui massimi di sempre. Lo scenario resta quindi improntato a una robusta offerta mondiale che esercita una forte pressione ribassista sui prezzi, che si avviano a concludere il 2017 con un calo pari al 13%. A ciò si aggiunge un rapporto scorte/consumi che alimenta il surplus di offerta per le principali granaglie. Non variano pertanto i due temi alla base del comparto: 1) l'incidenza delle condizioni meteorologiche sulla produzione agricola mondiale del prossimo anno, con il possibile formarsi del fenomeno de "La Niña" nella prossima stagione; 2) le scelte speculative degli operatori finanziari, visto il ribasso delle quotazioni.

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



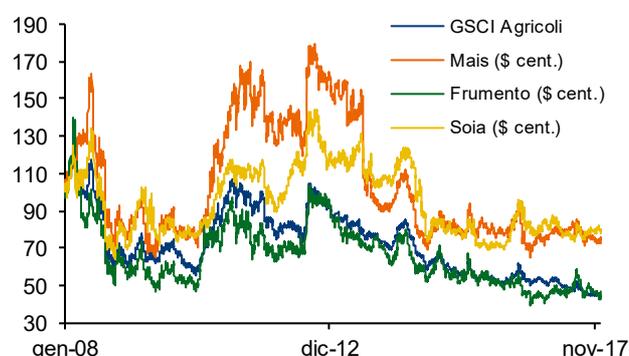
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 20.12.17	Performance (%) da inizio 2017	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.460,8	1,8	15,5	-49,1
GSCI Agricoli	375,0	-13,0	-18,1	-51,8
Mais (\$ cent.)	349,3	-0,8	-6,1	-50,2
Frumento (\$ cent.)	423,5	3,8	-11,6	-46,5
Soia (\$ cent.)	954,0	-4,3	7,0	-33,3
Cotone (\$ cent.)	75,7	7,2	19,6	-0,6
Zucchero (\$ cent.)	14,6	-25,3	-3,5	-24,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di dicembre.** Il 12 dicembre 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 a 268,4 Mt nel 2017-18, da 267,53 Mt del mese scorso e da 255,3 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 755,2 Mt nel 2017-18 da 751,98 Mt del mese scorso e da 753,6 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 742,1 Mt nel 2017-18 da 740,05 Mt del mese scorso e rispetto ai 739,7 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta al 36,2% nel 2017-18 dal 36,2% precedente e dal 34,5% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** sono attese a 204,1 Mt nel 2017-18 rispetto a 203,86 Mt dello scorso mese e contro 227,3 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 1.044,8 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.043,9 Mt dello scorso mese e a 1.075,6 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.068,0 Mt nel 2017-18 da 1.062,61 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.061,1 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a 19,1% nel 2017-18 dal medesimo 19,1% precedente e dal 21,4% della stagione 2016-17. Le scorte finali di **soia** dovrebbero attestarsi a 98,3 Mt nel 2017-18 da 97,90 Mt dello scorso mese e contro 96,6 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe attestarsi a 348,5 Mt nel 2017-18, da 348,89 Mt del mese passato e 351,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 344,7 Mt nel 2017-18 da 344,96 Mt dello scorso mese e da 329,7 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi si attesta a circa 28,5% nel 2017-18, contro il 28,4% precedente e dal 29,3% del 2016-17.

**Il quadro sugli Agricoli nel post WASDE di dicembre.** Il WASDE ha rivisto al rialzo le proiezioni sulle scorte USA al termine della stagione 2017-18. Il **frumento** appare come il cereale dai fondamentali peggiori ed è visto in deciso deterioramento, dopo che i buoni raccolti registrati in Russia e Francia rischiano di provocare un forte aumento delle scorte. Secondo le stime pubblicate dall'USDA, la produzione mondiale dovrebbe crescere e toccare un nuovo record storico nella stagione 2017-18 spingendo al rialzo anche il rapporto scorte/consumo.

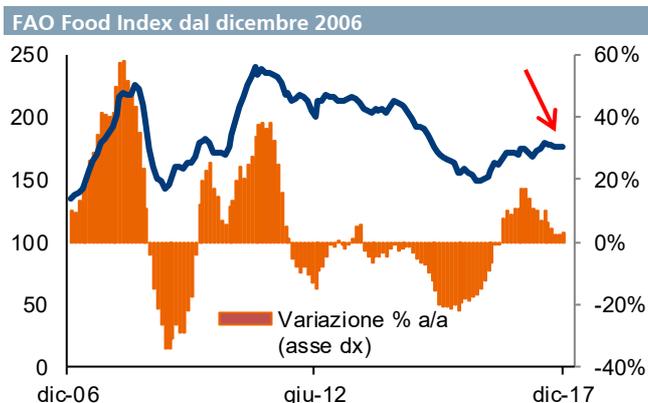
Ci attendiamo quindi un recupero delle quotazioni nel corso del prossimo anno. I dati WASDE relativi al **mais** sono divenuti progressivamente più favorevoli negli ultimi mesi. Il mercato è stimato in blando deficit nella stagione 2017-18. Anche il rapporto scorte/consumo dovrebbe calare, allontanandosi dal massimo registrato nella scorsa stagione. L'USDA segnala che il mercato mondiale della **soia** rischia di diventare più teso a seguito di un modesto calo dell'offerta a cui si sommerà un inatteso aumento della domanda.

Performance di medio termine					
	20.12.17	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	375,0	-2,2	-2,2	-2,2	-13,0
Mais (\$ cent.)	349,3	-0,3	-5,3	0,6	-0,8
Fruento (\$ cent.)	423,5	-6,4	-8,8	6,0	3,8
Soia (\$ cent.)	954,0	-1,7	3,8	-5,2	-4,3
Cotone (\$)	75,7	9,7	6,8	8,0	7,2
Zucchero (\$ cent.)	14,6	3,6	7,1	-20,2	-25,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**L'indice FAO dei prezzi alimentari scende anche a novembre dello 0,5% m/m (+2,3% a/a).** I prezzi alimentari sono calati dello 0,5% m/m (+2,3% a/a) e l'indice ha registrato una media di 175,8 punti a novembre, poiché i bassi prezzi dei prodotti lattiero-caseari hanno compensato il forte aumento delle quotazioni dello zucchero e degli oli vegetali; ricordiamo che l'indice dei prezzi alimentari della FAO è un indice ponderato su base commerciale che misura i prezzi di cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali. L'indice dei prezzi dello zucchero è salito del 4,5%, principalmente a causa di un calo delle esportazioni dal Brasile e delle preoccupazioni circa il fatto che i prezzi stabili del petrolio possano portare a una maggiore produzione di etanolo.

**La FAO rivede al rialzo le stime sulla produzione mondiale di cereali.** Nel Cereal Supply and Demand Brief la FAO ha rivisto al rialzo le stime globali sui cereali e ora prevede che le forniture mondiali saliranno a circa 3.331 milioni di tonnellate, ovvero al massimo storico. Il grosso dell'aumento riflette stime più elevate per i raccolti di granturco negli Stati Uniti e un significativo aumento delle semine di mais in Indonesia. La produzione complessiva di grano è ora vista a 754,8 milioni di tonnellate, mentre la produzione di riso è stimata a 500,8 milioni di tonnellate, entrambe appena al di sotto dei livelli record del 2016. L'utilizzo totale di cereali nel mondo dovrebbe salire dell'1,2% nella stagione 2017/18, raggiungendo i 2.599 milioni di tonnellate, con maggiori quantità di riso e di grano destinate al consumo umano diretto e più cereali secondari usati per mangimi animali. Secondo l'ultima proiezione della FAO, le riserve mondiali cerealicole raggiungeranno il livello record di 726 milioni di tonnellate: sia le scorte mondiali di grano che quelle di mais sono destinate a raggiungere livelli mai raggiunti. Si stima che queste grandi riserve spingeranno lo "stock-to-use-ratio" (il rapporto tra gli stock finali e le utilizzazioni interne) di cereali al 27,3% entro la fine del 2017/18, il livello più alto degli ultimi 16 anni.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo.** Non cambiano, anche per il 2018, i fattori alla base degli Agricoli, che tratteggiano uno scenario di debolezza consolidata sui prezzi. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante come confermato dalla stessa FAO, che indica nuovi record di produzione e scorte giustificando la debolezza futura dei prezzi. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, unito al prezzo marginalmente basso del petrolio, rischia di favorire un ulteriore indebolimento delle quotazioni del comparto, vista la totale assenza di domanda di etanolo. Ribadiamo il nostro Outlook Moderatamente Positivo ma solo per via del bassissimo livello delle attuali quotazioni, che potrebbe favorire un rimbalzo fisiologico dei prezzi magari nel primo trimestre 2018, complice il rischio che si verifichi il fenomeno de "La Niña". Nei mesi sino a febbraio 2018 potremmo infatti registrare un minimo di volatilità a sostegno delle quotazioni degli Agricoli; di base non escludiamo un recupero più strutturale delle performance sull'intero 2018.

	Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli					
	Valore 20.12.17	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	349,3	360,0	370,0	380,0	378,8	390,0
Fruento (\$ cent.)	423,5	440,0	450,0	460,0	454,3	470,0
Soia (\$ cent.)	954,0	975,0	975,0	975,0	980,0	1.025,3
Cotone (\$)	75,7	70,0	69,0	67,0	68,0	72,1
Zucchero (\$ cent.)	14,6	14,9	15,0	15,0	14,8	15,0

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). Fonte: consenso Bloomberg

	Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli					
	Valore 20.12.17	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Mais (\$ cent.)	349,3	365	380	390	383	400
Fruento (\$ cent.)	423,5	440	450	450	450	475
Soia (\$ cent.)	954,0	980	970	970	975	1.000
Cotone (\$)	75,7	70,0	70,0	70,0	70	71
Zucchero (\$)	377	370	380	390	385	410

Nota: le previsioni ISP sullo Zucchero si riferiscono al contratto LIFFE Sugar (zucchero bianco raffinato). Fonte: Intesa Sanpaolo

## Glossario

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

## Avvertenza generale

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

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

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

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

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

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

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 01.12.2017.

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 Thomson Reuters-Datastream. 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 consenso 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 Thomson Reuters-Datastream. Le stime di consenso 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 Thomson Reuters-Datastream.

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 e 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 Thomson Reuters-Datastream.

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 Thomson Reuters-Datastream. 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