

Commodity in recupero, prudente ottimismo per il 2018

Energia: Outlook Moderatamente Positivo, Brent in area 75 dollari al barile. Il comparto petrolifero è ancora impostato al rialzo avendo superato di slancio lo storno dei prezzi registrato in marzo. Ribadiamo quindi la nostra prudente fiducia sul comparto, così come rafforziamo l'idea che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resti solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia (come espresso anche durante il meeting tecnico di Jeddah) ed appare più esposto, rispetto al passato, ai crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente (Siria e Iran su tutti) e Venezuela, visto il declino strutturale dell'output del Paese sudamericano. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio si spingano in un nuovo *trading range* nel corso del 2018, spostandosi verso i 70 dollari per il WTI ed i 75 dollari per il Brent. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 70 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 70 dollari al barile per il 2019 e a 75 e 71 dollari al barile per il 2020.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto. L'aumento delle tensioni sui mercati dovute alla possibile guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti e i contrasti geopolitici fra USA e Siria, Russia ed Iran, hanno portato moltissima volatilità sui mercati e, conseguentemente, un'impennata dell'avversione al rischio. Tutti fattori di sostegno ai Preziosi, ma che questo mese hanno generato solo un consolidamento dei livelli attuali, pur lasciando ben sperare grazie a un miglioramento delle previsioni. Questo scenario, che vede sommersi rischi inflattivi a una domanda industriale in crescita e rischi geopolitici elevati, potrebbe supportare ulteriormente gli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio per via del ritorno dell'inflazione (visto il rincaro del petrolio) e per il riaccendersi delle tensioni geopolitiche, che hanno fatto recuperare *appeal* ai Preziosi.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante lo storno in atto. Con alle spalle l'apporto positivo dato dalle chiusure programmate in Cina a seguito della campagna antinquinamento la scena, per i metalli, è dominata dalle tensioni geopolitiche. Con l'entrata in vigore ufficiale dei dazi USA sulle importazioni di acciaio e alluminio dalla Cina, c'è stata la prima mossa concreta di guerra commerciale. Le sanzioni USA alla Russia, che colpiscono alluminio e nickel, sono frutto invece delle tensioni in Siria e del comportamento russo in Crimea. Entrambi i fattori alimentano il clima di incertezza sul comparto dei metalli pur senza stravolgere il nostro approccio cautamente ottimista. In generale, ci attendiamo che, in mancanza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa o infrastrutture) o dell'offerta (ritorno alla produzione cinese o forte peso dei dazi), riprenda vigore il trend di rialzo delle quotazioni, almeno nel breve.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Lasciato alle spalle il recupero delle quotazioni delle principali granaglie, avvenuto nei primi due mesi dell'anno, le tensioni sui dazi USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi hanno finito per indebolire gli Agricoli. A questo quadro si sono sommate l'imposizione di sanzioni alla Russia e la corrispondente contromossa, volta a limitare l'ingresso in Russia di prodotti agricoli di origine statunitense. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante (come nuovamente confermato dalla stessa FAO) in aprile, irrobustendo l'attesa per un'ulteriore debolezza delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non può venire eroso dalla risalita della domanda di etanolo, incrementatasi grazie al rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo, visto il basso livello dei prezzi e nonostante il minimo recupero delle prime settimane del 2018.

27 aprile 2018

13:14 CET

Data e ora di produzione

27 aprile 2018

13:20 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	+	+
Frumento	+	+
Soia	+	+
Cotone	=	=

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

Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.04.18	01.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.730,8	6,8	18,6	-41,5
GSCI Energia	515,2	11,4	30,9	-50,7
GSCI Met. Preziosi	1.576,1	-0,1	2,2	-14,9
GSCI Met. Industriali	1.424,6	-1,7	40,3	2,9
GSCI Prod. Agricoli	395,5	4,2	-15,9	-42,3

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 26.04.2018

Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.20XX = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	12,9	45,0
Brent	11,8	52,4
Gas Naturale	-4,5	59,3
Gasolio	9,6	53,6
Oro	0,9	8,6
Argento	-3,3	15,8
Rame	-3,9	17,7
Alluminio	0,3	12,3
Zinco	-6,0	60,6
Nickel	11,6	13,6
Mais	10,0	-1,9
Frumento	12,6	-13,2
Soia	8,0	14,4
Cacao	49,2	-33,8
Zucchero	-27,6	28,0
Caffè	-6,8	8,2
Cotone	8,1	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 26.04.2018

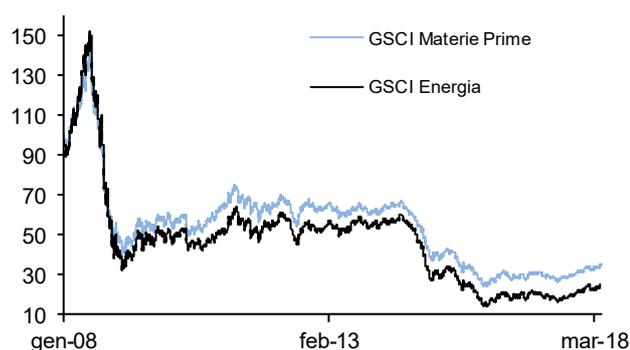
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.04.2018 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: prudente ottimismo per il 2018, l'ostacolo resta lo *shale-oil* USA

Commodity ancora sotto pressione a causa delle tensioni geopolitiche. Permane il cauto ottimismo sul 2018 pur in presenza di una moderata contrazione della performance delle risorse di base, che va di pari passo con la volatilità dei mercati, scossi dall'escalation di tensioni geopolitiche. L'Amministrazione Trump è scesa in campo sul conflitto siriano, aumentando le tensioni con la Russia mentre già erano tesissimi i rapporti con la Cina. Le sanzioni alla Russia sono il preludio al possibile ripristino dell'embargo all'Iran, visti i dubbi sul congelamento del programma nucleare. Ribadiamo invece come lo scenario macroeconomico tratteggiato dall'FMI nel suo ultimo World Economic Outlook di aprile 2018 dovrebbe risultare favorevole per il comparto delle materie prime. Lo scenario è ancora positivo ma con qualche rischio all'orizzonte per le economie emergenti, legato prevalentemente all'evoluzione della fase di neo-protezionismo sorta in alcuni Paesi e al ciclo politico intenso per l'anno in corso. Consumi, rialzo dei prezzi delle materie prime e incremento degli scambi (con il tasso di crescita dei volumi del commercio mondiale passato da 2,3% nel 2016 a 4,9% nel 2017 e atteso al 5,1% nel 2018) sono le variabili chiave per l'accelerazione della crescita, passata per i soli Paesi emergenti da 4,4% nel 2016 a 4,8% e attesa in ulteriore aumento a 4,9% quest'anno e a 5,1% nel 2019. I rischi restano legati all'incertezza sulle prospettive commerciali, per ora attese solo in marginale rallentamento nel 2019. Si conferma pertanto un quadro di generale sostegno alla domanda di materie prime, nonostante l'intensificarsi di rischi geopolitici e fatto salvo il forte legame con la crescita cinese, la prima economia in termini di domanda di risorse, alle prese col suo processo di razionalizzazione.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



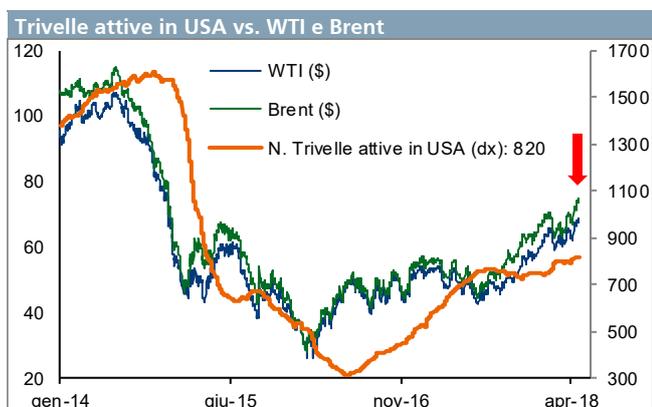
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.04.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.730,8	6,8	18,6	-41,5
GSCI Energia	515,2	11,4	30,9	-50,7
WTI (\$)	68,2	12,9	50,4	-26,7
Brent (\$)	74,7	11,8	58,4	-27,5
Gas Naturale (\$)	2,8	-4,5	41,4	-32,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Energia: permane la forza sul comparto, il petrolio consolida ai massimi dal 2014. Nel mese di aprile si è concretizzato il recupero dallo storno registrato nel mese di marzo, consentendo così al petrolio di rientrare sui massimi da fine 2014. I prezzi del petrolio avevano corretto in marzo in scia al ribasso dei listini azionari, intimoriti dalle azioni di politica economica (in particolare dell'Amministrazione Trump su dazi e commercio internazionale). Trump ha criticato l'OPEC per l'aumento "artificiale" dei prezzi del petrolio che, a suo dire, non rispecchiano il reale equilibrio di mercato. Di contro, il ministro russo Novak al meeting di Jeddah in Arabia Saudita, insieme agli altri membri OPEC, ha garantito la disponibilità della Russia ad estendere i tagli. Il ministro del petrolio saudita, Khalid al Falih, ha dichiarato che si è ancora lontani dal raggiungimento degli obiettivi e che è necessario un ulteriore calo delle scorte mentre si sta pensando, in vista del meeting OPEC di giugno, di spostare il target dei tagli dalla media delle riserve (livello sostanzialmente raggiunto) agli investimenti: un modo per trovare un nuovo obiettivo da perseguire e prolungare sia i tagli che l'effetto-rincarico sulle quotazioni. Il rapporto tra tagli effettivi e previsti ha raggiunto, in marzo, l'85% (OPEC più Russia), salendo dal 78% di febbraio e registrando il livello più elevato da dicembre. Il petrolio resta vicino ai massimi dal 2014 grazie anche alla riduzione della produzione in Venezuela e sui timori di sanzioni all'Iran il prossimo 12 maggio. L'incremento della produzione di *shale-oil* USA resta il principale ostacolo all'ulteriore ripresa dei prezzi, configurandosi come l'elemento che maggiormente rischia di intralciare l'andamento positivo del comparto energetico. Anche questa settimana, Baker-Hughes ha registrato un incremento delle trivelle attive negli USA (+5, a 820 da 815); lascia però inalterato il quadro di ottimismo sul petrolio.



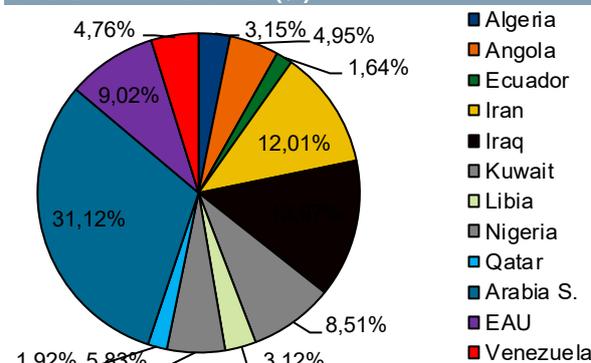
Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: le stime di aprile vedono in aumento le pressioni al ribasso sul surplus produttivo. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) del 10 aprile, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato petrolifero riguardanti il periodo 2018-2019. L'EIA prevede un prezzo medio per il Brent di 63,36 dollari al barile per il 2018 (rivisto al rialzo dai 62,13 delle stime di marzo) e 62,68 dollari al barile nel 2019 (rivisto al rialzo dai 61,51), in aumento dunque dalla media 2017 (54,15 dollari al barile). Lo spread tra Brent e WTI è atteso allargarsi da 3,36 dollari al barile nel 2017 a 4,0 dollari nel 2018 e nel 2019. Sul fronte della domanda e dell'offerta, le stime EIA vedono il mercato registrare un surplus di 0,2 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (in calo dagli 0,4 mbd stimati a marzo) e di 0,1 mbd nel 2019 (rivisti al ribasso dagli 0,3 mbd delle stime precedenti). Tale riduzione del surplus dovrebbe essere trainata da una domanda mondiale in crescita dai 98,5 mbd del 2017 a 100,3 mbd nel 2018 (+1,8 mbd a/a, rivisto al rialzo dai 100,2 mbd delle stime di marzo) e a 102,2 mbd nel 2019 (+1,8 mbd a/a, rivisto al rialzo dai 101,9 mbd di marzo). Sul fronte della produzione, l'offerta non-OPEC è vista in crescita dai 58,7 mbd del 2017 a 61,2 mbd nel 2018 (+2,5 mbd a/a, invariata rispetto alle stime di marzo) e a 62,7 mbd nel 2019 (+1,5 mbd a/a, rivista al rialzo dai 62,4 mbd stimati a marzo). A guidare tale incremento sarebbero gli USA, con la produzione di *US crude oil* stimata in crescita dai 9,3 mbd del 2017 a 10,7 mbd nel 2018 (+1,4 mbd a/a, invariato rispetto alle stime di marzo) e ad un nuovo record di 11,44 mbd nel 2019 (+0,8 mbd a/a, rivista al rialzo da 11,27 mbd stimati a marzo). L'offerta OPEC di greggio è invece attesa rimanere sostanzialmente stabile sui 32,4 mbd del 2017, a 32,3 mbd nel 2018 (-0,2 mbd a/a, rivista al ribasso dai 32,5 mbd delle stime di marzo) e a 32,4 mbd nel 2019 (+0,1 mbd a/a, rivista al ribasso da 32,7 mbd). La capacità produttiva di *crude oil* in surplus dell'OPEC dovrebbe così scendere da 2,1 mbd nel 2017 a 1,9 mbd nel 2018 e 1,3 mbd nel 2019 (entrambe in linea con le stime del mese scorso).

OPEC: il MOMR di aprile conferma un equilibrio di mercato dipendente dalle decisioni sui tagli del Cartello. Nell'ultimo report mensile MOMR (Monthly Oil Market Report) del 12 aprile, l'OPEC ha pubblicato le proprie stime aggiornate su

domanda e offerta di greggio per il 2018. L'offerta non-OPEC è vista in incremento a 59,6 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (+1,7 mbd a/a, rivista marginalmente al rialzo da 59,5 mbd delle stime di marzo) trainata dalla crescita della produzione USA di 1,5 mbd a/a. La domanda mondiale è stimata in crescita a 98,7 mbd (+1,6 mbd a/a, marginalmente rivista al rialzo da 98,6 mbd delle stime precedenti). Secondo le nuove stime dunque, la "richiesta di greggio OPEC", ovvero l'offerta necessaria a portare il mercato in equilibrio, si conferma intorno ai 32,6 mbd delle stime di marzo, in calo di 0,2 mbd rispetto al 2017. Anche i dati di aprile confermano pertanto come sia necessario per l'OPEC mantenere i propri tagli alla produzione per la maggior parte del 2018, per preservare il mercato del greggio prossimo all'equilibrio. Da fonti secondarie emerge inoltre che la produzione cumulata del Cartello sarebbe scesa ulteriormente a marzo attestandosi a 31,96 mbd dai 32,16 mbd di febbraio. Sul lato delle scorte, quelle di greggio nei Paesi OECD sono tornate a contrarsi a febbraio a 2.854 mb (-11 mb), rimanendo tuttavia ancora 43 mb sopra la media quinquennale. In termini di giorni di copertura futura, le scorte commerciali OECD sono però risalite a 60,6 giorni a febbraio dai 60,2 di gennaio, un dato inferiore dunque di circa 0,6 giorni rispetto alla media quinquennale.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.03.2018

IEA: 2018 confermato in deficit dal 2° trimestre. Nell'Oil Market Report (OMR) del 13 aprile, l'IEA (International Energy Agency) ha mantenuto invariate le proprie stime sulla domanda mondiale di petrolio nel 2018 a 99,3 milioni di barili giornalieri (mbd), in crescita di 1,5 mbd dai 97,8 mbd del 2017. Sul fronte dell'offerta, la produzione di greggio non-OPEC è stata confermata nuovamente in crescita a 59,9 mbd (+1,8 mbd a/a da 58,1 mbd del 2017). Nel complesso, il report di aprile ribadisce quanto affermato a marzo, ossia che l'offerta non-OPEC nel 2018 dovrebbe espandersi ad un ritmo molto più sostenuto rispetto a quello della domanda mondiale (+1,8 mbd contro +1,5 mbd), portando così ad un calo della "richiesta di greggio OPEC" (l'ammontare di offerta del Cartello necessario a mantenere il mercato in equilibrio) da 32,8 mbd nel 2017 a 32,4 mbd nel 2018. Sulla base dell'assunzione di una produzione OPEC stabile per il resto del 2018, l'IEA conferma le proprie aspettative di un mercato in

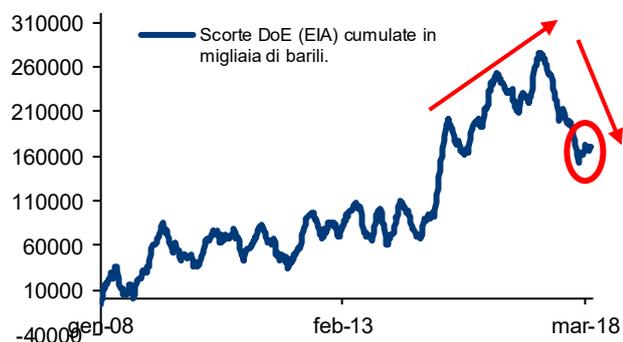
deficit a partire dal secondo trimestre fino alla fine dell'anno. Nel dettaglio, le scorte complessive potrebbero essere assorbite per una media di 0,6 mbd. In questo contesto si aggiunge anche la possibilità di un inasprimento del calo della produzione venezuelana, un'evenienza che eserciterebbe ulteriori pressioni al ribasso sull'offerta del Cartello ed alimenterebbe ancora di più il deficit già atteso. Riguardo le dinamiche più recenti, sulla scia di ulteriori cali nella produzione venezuelana e di una minore attività in Africa, a marzo la produzione di greggio OPEC è scesa ancora da 32,1 mbd a 31,8 mbd, portando così il rapporto tra i tagli effettivi e previsti dall'accordo a salire da 147% a 163%. Sul fronte delle scorte, quelle commerciali di greggio e di altri prodotti sono tornate a scendere a febbraio di 26 milioni di barili (mb) a 2,841 mb, con un surplus rispetto alla media quinquennale in lieve calo da 53 mb a 30 mb.

	26.04.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	515,2	3,6	13,9	22,3	11,4
WTI (\$)	68,2	3,1	26,5	39,2	12,9
Gas Naturale (\$)	2,8	-19,5	2,5	-12,9	-4,5
Gasolio (\$)	657,8	4,7	19,9	45,8	9,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA. Negli USA, il report settimanale sulle scorte dell'Energy Information Administration (EIA) ha mostrato che le scorte di greggio sono aumentate di 2,170 milioni di barili la scorsa ottava, rispetto al previsto calo di 1,6 milioni di barili. Il report ha mostrato un aumento inatteso delle scorte di benzina pari a 0,840 milioni di barili, contro le aspettative di un calo di 0,625 milioni, mentre per le scorte degli altri prodotti raffinati è stato registrato un calo di 2,611 milioni di barili. L'American Petroleum Institute (API) aveva comunicato che le scorte di greggio erano scese di 1,099 milioni di barili la scorsa settimana.

WTI: scorte DoE

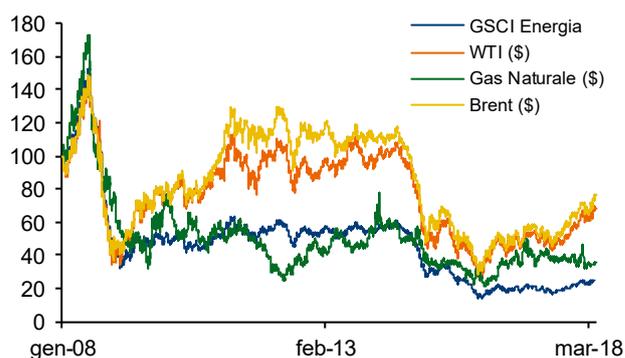


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Gas Naturale: quotazioni ferme in area 2,75, le previsioni sul clima sono incerte. Chiuso il periodo invernale, sono calate decisamente le quotazioni del gas naturale. Il deciso rialzo dei prezzi che aveva caratterizzato le prime settimane dell'anno

era stato dettato da alcuni fattori stagionali legati all'inverno, alla domanda in Europa e al processo di sostituzione fra carbone e metano in Cina, a seguito degli interventi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica. Questi fattori risultano totalmente estranei al quadro attuale, mentre le previsioni sul clima estivo diventano il tema centrale dell'analisi sul gas naturale. Dal lato dei fondamentali si stanno avendo difficoltà nel prevedere la domanda a breve termine, visto l'andamento irregolare del clima negli Stati Uniti, dove convivono due richieste opposte: una domanda di riscaldamento negli stati centro-occidentali e nord-orientali e una domanda di raffreddamento (aria condizionata) in alcune parti del sud-est e sud-ovest, accompagnata dai relativi consumi di energia elettrica. La scorsa settimana S&P Global Platts ha segnalato la stranezza dell'evento, indicando come sia solamente la quarta volta dal 2010 che si registrano in aprile delle richieste di gas nazionale per energia elettrica (condizionamento) e, contemporaneamente, per riscaldamento. Secondo la US Energy Information Administration (EIA), le forniture domestiche di gas naturale sono calate di 36 miliardi di piedi cubi per la settimana conclusasi il 13 aprile, mentre i trader avevano stimato una riduzione di circa 23 miliardi di piedi cubi: altro fattore anomalo, visto il periodo stagionale, ma che non sta fornendo sostegno alle quotazioni del metano. In conclusione, il focus si sposta a questo punto sulla stagionalità estiva, quando la domanda di elettricità per condizionamento degli ambienti inciderà sulla richiesta di gas naturale per alimentare le centrali elettriche.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, Brent in area 75 dollari al barile. Il comparto petrolifero è ancora impostato al rialzo avendo superato di slancio lo storno dei prezzi registrato in marzo. Ribadiamo quindi la nostra prudente fiducia sul comparto, così come rafforziamo l'idea che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resti solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*: una procedura onerosa che sta beneficiando dall'aumento delle quotazioni petrolifere, che l'hanno resa nuovamente molto competitiva. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla

produzione di OPEC e Russia (come espresso anche durante il meeting tecnico di Jeddah) ed appare più esposto, rispetto al passato, ai crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente (Siria e Iran su tutti) e Venezuela, visto il declino strutturale dell'output del Paese sudamericano. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio si spingano in un nuovo *trading range* nel corso del 2018, spostandosi verso i 70 dollari per il WTI ed i 75 dollari per il Brent. Lo spread fra petrolio Brent e WTI non dovrebbe accennare a contrarsi, mantenendo un delta medio di 5 dollari nel corso del prossimo biennio, figlio del differenziale dei costi di trasporto dai bacini *shale-oil* (statunitensi) verso i mercati asiatici. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 70 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 70 dollari al barile per il 2019 e a 75 e 71 dollari al barile per il 2020. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella sottostante tabella.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
WTI (\$)	68,2	62,0	62,0	61,0	61,0	62,8
Brent (\$.)	74,7	65,0	65,0	65,0	66,0	67,5
Gas Nat. (\$)	2,8	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
WTI (\$)	68,2	68,0	70,0	70,0	70,0	71,0
Brent (\$.)	74,7	74,0	75,0	75,0	75,0	75,0
Gas Nat. (\$)	2,8	2,7	2,7	3,2	3,0	3,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: le tensioni geopolitiche alla base del consolidamento

Consolida in area 1.600, resta alta la volatilità. Rinsaldano i Preziosi poco sotto area 1.600, seppur al di sotto dei massimi annuali del 2018 registrati a fine gennaio, quando si era sfiorata area 1.650. Lo scenario macroeconomico resta forte, quadro che non appare supportivo per gli investimenti difensivi: i Preziosi dovrebbero pertanto consolidare sugli attuali valori, sfruttando le tensioni in rialzo sui mercati a causa dei rischi geopolitici, che esercitano un forte impulso nei confronti dei beni rifugio. Sulle materie prime, in generale, tiene banco il recupero del dollaro delle ultime due settimane, dopo che la Fed ha confermato a tre le strette sul costo del denaro nell'anno in corso (compresa quella effettuata lo scorso 21 marzo): col decennale USA che sfiora il 3% di rendimento, ecco che il sostegno alla corsa del dollaro appare più evidente. Anche il comparto dei Preziosi resta strettamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed: la costante debolezza della divisa USA nei confronti delle principali valute mondiali continua ad alimentare gli acquisti sui Preziosi in generale e, in particolare, sull'oro. La dinamica del dollaro appare legata alle paure degli investitori, che ormai sono più d'una: a) il piano di spesa progettato dall'Amministrazione Trump, considerato troppo a rischio di gonfiare ulteriormente il deficit federale statunitense, aspetto che Trump ha cercato di sanare con un disegno di legge d'urgenza che include il finanziamento del Tesoro fino a ottobre 2019; b) le tensioni sui mercati legate sia alle politiche ostili sui dazi decise dall'Amministrazione USA contro la Cina che alle sanzioni alla Russia; c) il percorso di rialzo dei tassi della Fed, che non accelera anche se sembra finalmente sostenere l'apprezzamento del dollaro; d) le tensioni sul nucleare sia contro la Corea del Nord che contro l'Iran.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore Performance (%)		Var. 2 anni	Var. 5 anni
	26.04.2018	da inizio 2018		
GSCI	2.730,8	6,8	18,6	-41,5
GSCI Preziosi	1.576,1	-0,1	2,2	-14,9
Oro (\$)	1.317,7	0,9	5,5	-9,3
Argento (\$)	16,5	-3,3	-4,5	-30,9
Platino (\$)	909,6	-2,3	-11,0	-38,2
Palladio (\$)	987,3	-7,4	62,1	44,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Oro e Argento: i rischi geopolitici restano il tema chiave, rispetto a inflazione e dollaro. Confermiamo, rispetto al mese scorso, come siano emersi con maggior forza i rischi politici e geopolitici di forte impatto a livello mondiale, situazione che da sempre risulta di supporto alla domanda di oro e argento intesi come bene rifugio. L'inasprirsi del conflitto in Siria, l'intervento missilistico americano, le sanzioni alla Russia, il ritorno dell'embargo all'Iran a causa del programma nucleare, hanno riaperto l'interesse per i Preziosi. Al contrario, l'aumento dei tassi USA e il rafforzamento del dollaro, due aspetti che abitualmente dovrebbero pesare negativamente sulle quotazioni dell'oro e dell'argento, in questa fase appaiono in secondo piano e non sembrano essere fattori chiave. Movimento laterale per l'oro, in area 1.325 dollari l'oncia: questo rafforza la nostra idea secondo cui il metallo giallo possa scambiare prevalentemente fra i 1.300 e 1.350 dollari nei prossimi mesi. Accantonati i fattori legati all'andamento del dollaro, alle scelte di "normalizzazione" delle politiche delle Banche centrali e al ritorno dell'inflazione, a guidare il recupero del metallo giallo è probabile che possa essere la tensione generata dall'avversione al rischio sui mercati, viste le tante fonti di tensione geopolitica in atto. Le scelte dall'Amministrazione Trump in termini di sanzioni alimentano il timore di ritorsioni da parte dei soggetti maggiormente danneggiati, in particolare Cina e Russia. Le quotazioni dell'argento, in scia a quelle dell'oro, consolidano ma restano ancora lontane dal livello toccato a settembre 2017 di 18 dollari l'oncia. Pur confermando che, anche per l'argento, una riduzione del commercio internazionale aprirebbe spazi per scenari negativi sui mercati, con un aumento della domanda di beni rifugio, le tensioni geopolitiche fra Stati Uniti e Siria, Russia e Iran appaiono un driver molto più forte. L'argento sta però sottoperformando rispetto ai rendimenti ottenuti dall'oro, risentendo di un contesto macroeconomico meno favorevole. Anche la componente industriale dell'argento non pare aver portato chissà quale beneficio. Guardiamo con interesse al rapporto di prezzo fra oro e argento che è prossimo ai massimi di sempre e che, storicamente, tende a rientrare a vicino al valore di media, favorendo così il recupero dei prezzi dell'argento.

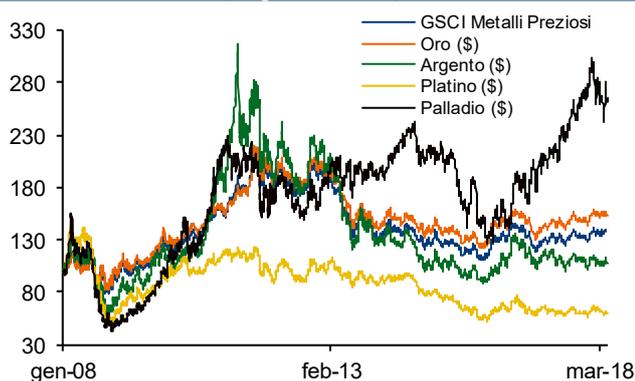
Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Platino e Palladio. Rinsaldiamo il quadro di cauto ottimismo su platino e palladio, metalli utilizzati nel ciclo industriale. I fondamentali di domanda e offerta non mutano rispetto al mese scorso, suggerendo ancora un maggior potenziale di rialzo per il palladio sul platino, nonostante lo storno in atto per entrambi. La vera e propria rivoluzione in atto nel settore automobilistico prelude ad una maggior crescita della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino, sulla scia della contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il processo di sostituzione fra i due metalli, anche se indubbiamente non nel prossimo futuro, resta possibile, anche se la modifica dei processi industriali non appare così immediata. Per concludere, infine, non sembra mutare il deficit atteso per il 2018 nei mercati di entrambi i metalli, che restano tesi per via delle mancate forniture.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.04.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.576,1	-3,2	2,7	2,3	-0,1
Oro (\$)	1.317,7	-2,6	3,7	4,2	0,9
Argento (\$)	16,5	-5,5	-1,4	-4,9	-3,3
Platino (\$)	909,6	-10,3	-0,3	-3,8	-2,3
Palladio (\$)	987,3	-9,5	2,5	21,1	-7,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto. L'aumento delle tensioni sui mercati, dovute alla possibile guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti e ai contrasti geopolitici fra Usa e Siria, Russia ed Iran, ha portato moltissima volatilità e, conseguentemente, un'impennata dell'avversione al rischio. Tutti fattori di sostegno ai Preziosi ma che hanno generato questo mese solo un consolidamento dei livelli attuali, pur lasciando ben sperare grazie a un miglioramento delle previsioni di rialzo. Il recupero delle quotazioni petrolifere sconta il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia), quadro che supporterà ancora l'aumento delle aspettative d'inflazione. Resta l'ostacolo della fortissima produzione USA di *shale-oil* a frenare ulteriori rincari del petrolio. Questo scenario che vede sommarsi i rischi inflattivi a una domanda industriale in crescita e rischi geopolitici elevati, potrebbe supportare ulteriormente gli investimenti in Preziosi. Non escludiamo performance maggiormente positive per argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (settore Auto), metalli che sono legati alla domanda industriale. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio per via del ritorno dell'inflazione (figlia anche del rincaro delle quotazioni del petrolio) e per il riaccendersi delle tensioni geopolitiche, che hanno fatto recuperare *appeal* ai Preziosi.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	
Oro (\$)	1.317,7	1.325,0	1.325,0	1.314,0	1.325,0	1.305,6
Argento (\$)	16,5	17,0	17,0	17,1	17,6	18,8
Platino (\$)	909,6	947,5	960,0	975,0	1.003,8	1.050,0
Palladio (\$)	987,3	1.040,0	1.057,5	1.050,0	1.000,0	1.100,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

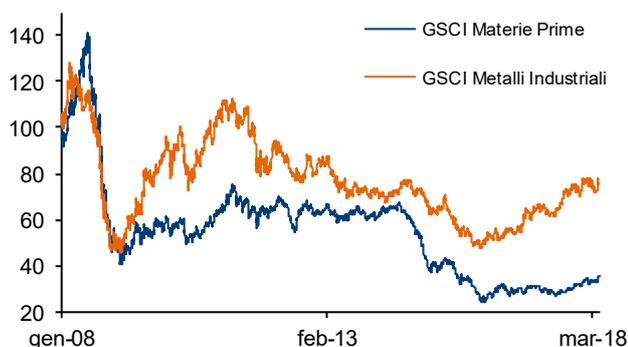
	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	
Oro (\$)	1.317,7	1.340	1.330	1.310	1.350	1.375
Argento (\$)	16,5	17,3	18,0	18,3	18,5	19,0
Platino (\$)	909,6	950	950	940	930	910
Palladio (\$)	987,3	1.060	1.080	1.100	1.125	1.150

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: i dazi alla Cina e le sanzioni alla Russia meritano prudenza

Metalli Industriali volatili a causa della guerra commerciale fra USA e Cina e delle sanzioni alla Russia. Benché i fondamentali sui metalli siano rimasti sostanzialmente invariati, tratteggiando un quadro di fondo positivo, è salita la volatilità dei prezzi a causa di componenti esogene e legate alle tensioni geopolitiche in atto. Lo storno di marzo dei metalli industriali era stato totalmente sanato nella prima metà di aprile: il comparto era infatti risalito da 1.350 fino ad un picco a 1.550. Solo le tensioni con la Russia degli ultimi giorni hanno dato origine ad un nuovo e violento storno che ha visto alluminio e nickel ritracciare fortemente, trascinando il comparto in area 1.400. Dal 23 marzo infatti sono entrati in vigore ufficialmente i dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio, rispettivamente del 25% e del 10%. L'iniziativa sui metalli industriali era stata giustificata con motivi di sicurezza nazionale: gran parte della produzione bellica USA dipende dalle importazioni di acciaio e alluminio. Le attuali sanzioni USA alla Russia, che colpiscono alluminio e nickel, sono frutto invece delle tensioni in Siria e del comportamento russo in Crimea. La Russia infatti, a detta del Presidente Trump, resta complice silente del Presidente siriano Assad nell'uso di armi chimiche. Accusa pesantissima, che si è tradotta in un divieto di rapporti commerciali fra Stati Uniti e Russia. In questo clima di incertezza restiamo in attesa di capire come evolverà lo scontro fra le due principali economie del mondo, ma rimaniamo cautamente ottimisti.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



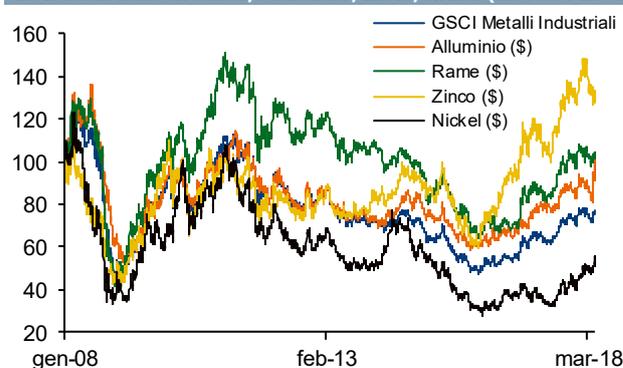
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.04.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.730,8	6,8	18,6	-41,5
GSCI Industriali	1.424,6	-1,7	40,3	2,9
Rame (\$)	6.965,0	-3,9	42,1	-0,9
Alluminio (\$)	2.275,0	0,3	38,6	21,1
Zinco (\$)	3.136,5	-6,0	66,1	68,5
Nickel (\$)	14.235,0	11,6	54,7	-6,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Russia: il G7 si schiera a favore di nuove sanzioni. La riunione di Toronto dei ministri degli esteri del G7 svoltasi negli scorsi giorni ha espresso una posizione unitaria sulla questione ucraina e avversa alle posizioni russe. Il rapporto tra Russia e Paesi occidentali si è aggravato a causa della crisi ucraina e del ritorno della Crimea alla Russia. L'Ucraina ritiene ancora sua la penisola, pur se territorio "temporaneamente occupato"; secondo il presidente Putin, invece, la questione della Crimea è inequivocabilmente chiusa. Gli Stati Uniti non intendono però sottostare a questa analisi ed hanno inasprito i dazi sulle importazioni USA dalla Russia (anche a seguito dell'appoggio politico concesso da questa al Presidente siriano Assad), premendo per ulteriori sanzioni verso i cosiddetti "oligarchi". L'interpretazione delle sanzioni presenta ancora degli aspetti poco chiari, ma c'è un aspetto che preoccupa. Il Dipartimento del Tesoro USA non solo ha vietato a cittadini statunitensi di intrattenere relazioni commerciali con le società e gli individui inclusi nella *blacklist*, ma ha avvertito che anche i non-americani possono essere colpiti da sanzioni qualora non rispettassero questo divieto. Aspetto che sta rendendo difficoltoso per le aziende europee approvvigionarsi dei principali metalli russi come alluminio e nickel, con forti rischi di rincaro dei costi o blocco delle produzioni.

Cina: inizio del 2018 all'insegna della crescita. L'inizio del 2018 per la Cina è avvenuto all'insegna della prosecuzione nel robusto trend di crescita dell'economia domestica: le stime preliminari del PIL per il 1° trimestre 2018 hanno mostrato infatti un'economia in espansione del 6,8% a/a, in rallentamento solamente marginale dal 6,9% a/a (cumulato) con cui si è chiuso il 2017. Nel dettaglio, si conferma il ruolo trainante del settore terziario, in crescita al 7,5% a/a (in lieve rallentamento dall'8,3% a/a del trimestre precedente), seguito da secondario (in accelerazione a 6,3% a/a da 5,7% a/a) e primario (in calo a 3,2% a/a da 4,4% a/a). Sul fronte delle imprese, le rilevazioni dell'istituto Caixin di marzo hanno visto l'indice PMI relativo al settore manifatturiero scendere a 51,0 punti dai 51,6 di febbraio. Nonostante la correzione l'indice ha dunque confermato per il decimo mese di fila il trend positivo

dell'attività delle industrie cinesi. Le prospettive positive dovrebbero confermarsi anche per il mese di aprile: l'indice è infatti atteso correggere nuovamente a 50,8 punti, rimanendo tuttavia per l'undicesimo mese di fila oltre la soglia dei 50 punti che distingue le fasi di contrazione da quelle di espansione. I dati reali sulla **produzione industriale** a marzo hanno visto invece un rallentamento della crescita su base annua a 6,0% dal 7,2% di febbraio. Anche il dato cumulato da inizio anno mostra una crescita in lieve contrazione a 6,8% a/a (7,2% precedente) ma comunque in accelerazione rispetto alla chiusura del 2017 (al 6,2% a/a). Tra le componenti si conferma il ruolo trainante della produzione *high-tech* (+12,8%) e di attrezzature manifatturiere (+8,4%). In aggiunta, il mese di marzo ha visto la crescita cumulata degli **investimenti fissi** nei primi tre mesi in lieve rallentamento a 7,5% a/a dal precedente 7,9% a/a. È inoltre proseguito il rallentamento della crescita gli investimenti in infrastrutture nel terziario, in calo da 16,1% a/a a 13,0% a/a, complice anche la riduzione dei finanziamenti del Governo cinese. Sul fronte dei consumi, **le vendite al dettaglio** a marzo hanno registrato un'ulteriore accelerazione crescendo del 10,1% a/a (8,6% a/a in termini reali) dal precedente 9,7% a/a, riportandosi dunque su livelli sempre più prossimi a quelli osservati a fine 2017. La crescita cumulata da inizio anno si è assestata al 9,8%, in aumento di un decimo rispetto al mese precedente. I dati riguardanti il commercio internazionale hanno visto invece la **bilancia commerciale** a marzo sorprendere ampiamente le aspettative registrando un deficit di 4,98 miliardi di dollari, contro attese che la vedevano in surplus di circa 27,50 miliardi (dopo i 33,45 segnati a febbraio). Tale dinamica è dovuta da un lato alla crescita delle importazioni (al 14,4% a/a), dall'altro, e soprattutto, ad una correzione significativa e inattesa delle esportazioni nel terzo mese dell'anno (-2,7% a/a) che risente tuttavia di fattori stagionali dovuti ai festeggiamenti del calendario lunare: nei due mesi precedenti, infatti, la crescita su base annua delle esportazioni era stata del 44,1%. Nonostante il calo tendenziale di marzo, la crescita dell'export cumulata nel primo trimestre rimane infatti robusta (14,1% a/a, dal 24,4% a/a di febbraio e 10,9% di fine 2017) anche se inferiore rispetto a quella registrata dall'import (18,9% a/a).

Pausa nel raffreddamento dal mercato immobiliare cinese a marzo. Le stime dell'Ufficio nazionale di statistica cinese hanno confermato anche a marzo la prosecuzione del trend di crescita dei **prezzi delle nuove case** nelle maggiori città della Cina. La dinamica di marzo segna una pausa nel trend di raffreddamento del mercato immobiliare perseguito dal Governo cinese. Infatti, sebbene la crescita su base annua dei prezzi delle nuove case si sia portata a marzo a 4,9% dal 5,2% di febbraio, l'andamento su base mensile vede la dinamica dei prezzi accelerare a 0,4%, dopo lo 0,2% del mese precedente (0,3% a gennaio; 0,4% a dicembre). In aggiunta, a marzo il numero di città, tra le 70 monitorate, che registrano un aumento dei prezzi delle nuove case torna a salire

raggiungendo quota 55, dopo che a febbraio si era ritornati ai livelli di settembre 2017 con "sole" 44 città che registravano un incremento su base mensile dei prezzi abitativi (52 a gennaio, 57 a dicembre). Le città che registrano un calo scendono da 16 a 10 mentre quelle che riportano prezzi stabili passano da 10 a 5. L'analisi degli agglomerati urbani mostra inoltre come a marzo siano tornati a crescere, seppur moderatamente, anche i prezzi nelle principali città, mentre i prezzi delle nuove case nei restanti agglomerati si sono confermati in stabile crescita.

Inflazione in calo a marzo, si allentano le pressioni sulla PBOC.

Le rilevazioni da parte dell'istituto di statistica cinese hanno visto l'inflazione (**CPI**) a marzo scendere dal 2,9% al 2,1% in seguito ad una variazione dell'indice dei prezzi al consumo di circa -1,1% m/m, che ha quasi completamente riassorbito l'aumento di 1,2% m/m osservato a febbraio. Il calo dell'inflazione, oltre le attese degli operatori di mercato, è frutto da un lato di un effetto stagionale legato specialmente ai prezzi alimentari, in seguito alla conclusione dei festeggiamenti per il nuovo anno lunare, dall'altro di una dinamica inflattiva che rimane in effetti moderata: la misura *core* dell'inflazione, ossia al netto dei prezzi alimentari ed energetici, è infatti scesa, anche se più moderatamente, dal 2,5% di febbraio al 2,0% sulla scia di un calo dell'indice dello 0,30% m/m. I dati di marzo confermano dunque le pressioni al rialzo sui prezzi ma ne ribadiscono l'entità modesta e l'assenza di particolari segnali di accelerazione, con le aspettative circa l'inflazione che ad aprile hanno rispettato le attese di una media del 2,3% nel 2018. Tale dinamica gioca a favore della Banca centrale cinese (PBOC) che, con l'inflazione ancora distante dal target del 3%, ha più spazio di manovra per far fronte alle dinamiche interne e prendere in considerazione futuri incrementi dei tassi al fine di limitare un ulteriore aumento dell'indebitamento domestico. In aggiunta, la possibilità di mantenere tassi d'interesse ancora bassi permette alla PBOC di proteggersi anche da eventuali squilibri dovuti a dinamiche esterne, in particolare sul fronte dei mercati valutari: al fine di mantenere il cambio USD/CNY stabile, la PBOC può infatti disporre di un cuscinetto rappresentato dalla propria politica di tassi d'interesse, per seguire l'andamento dei rialzi attesi dalla Fed senza significative ripercussioni sull'economia domestica. Pressioni al rialzo significative sui prezzi non appaiono infine provenire neanche sul fronte delle imprese: a marzo sono infatti proseguiti i segnali di rallentamento dell'indice dei prezzi alla produzione (**PPI**), la cui crescita su base annua è scesa da 3,7% a 3,1%. L'indice si è contratto su base mensile per il secondo mese consecutivo, registrando una variazione di -0,2% dopo il -0,1% di febbraio.

Rame. Preoccupazioni geopolitiche, l'aumento delle scorte e una domanda cinese meno vivace al centro della debolezza.

L'aumento delle preoccupazioni geopolitiche, l'incremento delle scorte e una domanda cinese più debole hanno messo sotto pressione i prezzi del rame che hanno avuto un inizio dell'anno abbastanza negativo, con un calo del 3,9% nei primi

tre mesi del 2018. I massimi di gennaio, in area 7.200, erano dovuti un dollaro americano debole e ad aspettative positive sulla domanda cinese. Il dollaro attualmente più forte e l'accumulo di riserve di rame hanno favorito lo storno delle quotazioni. Le dinamiche dell'offerta si concentrano su possibili minacce di sciopero in diverse miniere. Quest'anno, molte miniere esistenti stanno riavviando la produzione, mentre prendono il via nuovi impianti come il progetto Cobre Panama della First Quantum; ci si aspetta inoltre una crescita della produzione in Perù e un recupero in Cile. Secondo FocusEconomics, nel 2018 il mercato rimarrà in deficit, mentre per Thomson Reuters ci sarà un surplus di 100.000 tonnellate. La dinamica della domanda è invece incentrata sulla Cina, il principale consumatore di rame al mondo. Sempre secondo FocusEconomics, il Paese è in marginale rallentamento, ma con una crescita soddisfacente: ciò stimolerà la domanda di rame nel secondo trimestre, sebbene con un leggero rallentamento nella seconda metà dell'anno a causa della possibile frenata del settore immobiliare. La crescita complessiva dei consumi resta solida, anche se lontana dai massimi, ma sarà comunque di poco superiore al 2017. Un miglioramento è previsto negli Stati Uniti, il secondo maggior consumatore al mondo di rame, in Brasile (dopo cinque anni consecutivi di calo) e in India. Nel complesso, il quadro generale appare comunque non particolarmente negativo.

Alluminio. I dazi USA-Cina e le sanzioni alla Russia al centro delle dinamiche dell'alluminio. Il mercato dell'alluminio, nel giro di un paio di settimane, ha visto un deciso aumento della volatilità a causa delle politiche dell'Amministrazione Trump. I dazi sulle importazioni USA ed il giro di vite delle sanzioni contro la Russia colpiranno particolarmente l'alluminio in arrivo dalla società russa Rusal. Le numerose esenzioni ai dazi del 10% sull'alluminio, benché temporanee, avevano dato tregua al mercato; le sanzioni contro Mosca e l'attenzione verso Rusal (che è il maggior produttore mondiale, se si esclude l'alluminio prodotto in Cina) hanno tuttavia riaperto la volatilità sulle quotazioni. Con 3,7 milioni di tonnellate nel 2017, pari al 5,8% dell'offerta totale, le forniture russe di Rusal rischiano di diventare inutilizzabili non solo per gli americani ma anche per i clienti europei, in particolare per i costruttori di auto. La società russa, che realizza oltre il 40% del fatturato in Europa, ha scritto ai clienti di tutto il mondo per avvertirli di possibili difficoltà nel rispettare le commesse. I problemi maggiori riguardano la svizzera Glencore, che partecipa all'8,75% la stessa Rusal e che distribuisce il suo alluminio. Il contratto di distribuzione, i cui dettagli non sono pubblici, riguarda la commercializzazione di 14,5 milioni di tonnellate di metallo in 7 anni, tra il 2012 e il 2019 (fonte: Metal Bulletin). Sul fronte statunitense, le forniture di alluminio di Rusal agli Usa, che ammontano a 700.000 tonnellate l'anno, dovranno cercare una nuova destinazione, ad oggi non facile da individuare. I problemi tuttavia non interessano solo l'alluminio. Il colosso russo è anche un importante fornitore di allumina (per 10,6 milioni di tonnellate, pari al 6,3% del mercato) e di bauxite, grazie a una forza estrattiva di 17,4 milioni di tonnellate, corrispondenti all'incirca al 4% dell'offerta mondiale. Un

quadro destinato a mantenere volatili e depressi i prezzi dell'alluminio ancora a lungo, anche se gli Stati Uniti hanno allungato fino al 23 di ottobre il periodo in cui le aziende possono mantenere le relazioni commerciali con Rusal. E' improbabile che le compagnie internazionali ristabiliscano interamente i rapporti commerciali con la compagnia russa: più probabile che il prolungamento di quasi sei mesi venga utilizzato per chiudere i contratti in essere e decidere una nuova strategia.

Zinco. Dopo i massimi in area 3.600, storna su dazi e tensioni geopolitiche. Tra i metalli di base è lo zinco ad avere i migliori fondamentali, a causa di un deficit di offerta con i prezzi dello zinco che potrebbero raggiungere una media di 3.500 dollari a tonnellata nel 2018 e nel 2019, secondo le stime di consenso. Tuttavia non è da escludere che, col ritorno del panorama minerario globale ad un livello di normalità, senza grossi ostacoli produttivi, si possa registrare un deciso storno dei prezzi. Ribadiamo pertanto un cauto ottimismo sullo zinco; in assenza di nuovi piani di stimolo in Cina o di interruzioni dell'offerta mineraria, le quotazioni potrebbero consolidare al rialzo, ma senza le performance degli ultimi due anni. La forza della domanda e le elevate quotazioni in essere hanno spinto gli investimenti minerari e industriali, aumentando probabilmente anche l'offerta. Situazione che riequilibrerà il mercato, deteriorandone i fondamentali e limitando la salita delle quotazioni nel corso del 2018.

Nickel. Consolida in area 14.000, attenzione alle tensioni geopolitiche e alle sanzioni alla Russia. Il rialzo del nickel rischia di avere il fiato corto, dopo la decisione dell'Amministrazione Trump di inasprire le sanzioni contro alcuni oligarchi russi, che potrebbero penalizzare anche Norilsk, il maggiore produttore mondiale di nickel con una quota di mercato di circa il 9%. A questo quadro si è sommato il *delisting* di due qualità di nickel che fanno capo a Norilsk e che, non venendo più prodotte, sono state escluse dall'LME (London Market Exc., la borsa dei metalli): una decisione anticipata da mesi ma che, sommata alla notizia di eventuali sanzioni contro il produttore russo, ha contribuito a generare tensione rialzista sul mercato. Pressione al rialzo in realtà eccessiva: sappiamo infatti che il nickel era salito molto beneficiando del fatto che il dollaro si fosse apprezzato meno del previsto (un dollaro forte è un ostacolo per i derivati finanziari espressi nella valuta USA) e che la produzione di NPI (*nickel pig iron*) in Cina fosse scesa molto durante l'inverno. Va aggiunto che il consumo cinese è salito del 9%, generando uno squilibrio tra domanda ed offerta che ha spinto i prezzi. Nel 2018, invece, il dollaro appare in apprezzamento nelle ultime settimane, la produzione di NPI è salita sia in Cina che in Indonesia ed il mercato è sostanzialmente bilanciato. Se ci sarà un deficit di offerta, sarà limitato con i prezzi che si avvicineranno al punto di equilibrio di 14.000 dollari la tonnellata, dove attualmente scambiano, confermando la nostra prudenza sul comparto.

Performance di medio termine					
	26.04.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.424,6	-1,9	3,5	20,4	-1,7
Rame (\$)	6.965,0	-1,7	2,0	22,4	-3,9
Alluminio (\$)	2.275,0	0,8	4,9	18,2	0,3
Zinco (\$)	3.136,5	-10,9	-4,2	19,9	-6,0
Nickel (\$)	14.235,0	4,3	22,9	52,5	11,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo nonostante lo storno in atto.

Con alle spalle l'apporto positivo dato dalle chiusure programmate in Cina a seguito della campagna antinquinamento, la scena sui metalli è dominata dalle tensioni geopolitiche. Con l'entrata in vigore ufficiale dei dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio, rispettivamente del 25% e del 10%, c'è stata la prima mossa concreta di guerra commerciale fra USA e Cina. Le sanzioni USA alla Russia, che colpiscono alluminio e nickel, sono frutto invece delle tensioni in Siria e del comportamento russo in Crimea. Entrambi i fattori alimentano il clima di incertezza sul comparto dei metalli, pur senza stravolgere il nostro approccio cautamente ottimista. In generale ci attendiamo che, in mancanza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa o infrastrutture) o dell'offerta (ritorno alla produzione cinese o forte peso dei dazi), riprenda vigore il trend di rialzo delle quotazioni, almeno nel breve, in un'ottica di recupero fisiologico dallo storno in essere. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo prezzi solidi nella seconda parte del 2018, che ci consentono di riconfermare un Outlook Moderatamente Positivo.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
Rame (\$)	6.965,0	7.025	7.050	6.950	7.031	7.150
Alluminio (\$)	2.275,0	2.150	2.150	2.142	2.159	2.185
Zinco (\$)	3.136,5	3.297	3.225	3.125	3.268	3.268
Nickel (\$)	14.235,0	13.000	12.838	12.827	12.940	12.940

Fonte: consenso Bloomberg

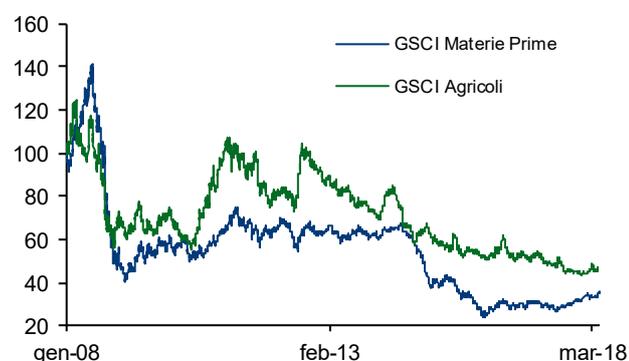
Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali						
	Valore	2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
Rame (\$)	6.965,0	7.100	7.100	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	2.275,0	2.400	2.400	2.400	2.400	2.400
Zinco (\$)	3.136,5	3.200	3.300	3.500	3.600	3.600
Nickel (\$)	14.235,0	14.700	14.700	15.000	15.000	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: andamento laterale in attesa di più chiarimenti sui dazi

Fase laterale delle quotazioni, viste le tensioni sul commercio mondiale. Il comparto degli Agricoli aveva recuperato da inizio anno portandosi a ridosso della soglia di 400, complici le revisioni al ribasso sulle riserve di granaglie, che lasciavano ben sperare circa una possibile riduzione del surplus produttivo per l'anno in corso. Il WASDE di aprile ha invece lanciato segnali di ennesimo rialzo delle scorte a causa di una extra-produzione di granaglie, alimentando l'andamento laterale dei prezzi. Prezzi che avevano già perso slancio a causa delle tensioni sul commercio tra USA e Cina. I dazi USA su acciaio e alluminio cinesi potrebbero infatti spingere la Cina a rispondere, imponendo tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi. In attesa di ulteriori chiarimenti in tal senso, rafforziamo il nostro approccio di massima attenzione circa il possibile recupero delle quotazioni a causa di alcuni fattori negativi che paiono immutati: a) rischio meteo che favorirà ancora raccolti abbondanti; b) accumulo di riserve mondiali di cereali ai massimi. Restano intatti i temi da tenere sotto osservazione per il comparto: 1) l'impatto delle condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale nel corso del 2018; 2) le possibili speculazioni finanziarie dovute alle tensioni generate dalla guerra commerciale fra USA e Cina.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



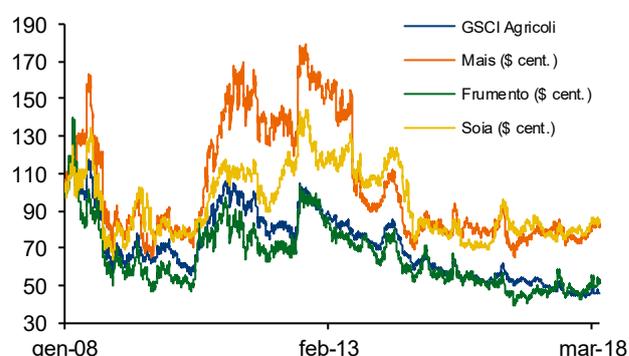
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.04.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.730,8	6,8	18,6	-41,5
GSCI Agricoli	395,5	4,2	-15,9	-42,3
Mais (\$ cent.)	386,0	10,0	1,4	-40,1
Frumento (\$ cent.)	480,8	12,6	1,4	-30,2
Soia (\$ cent.)	1.028,0	8,0	0,9	-28,1
Cotone (\$ cent.)	85,0	8,1	33,9	3,3
Cacao	2822,0	49,2	-11,3	19,4
Zucchero	11,0	-27,6	-29,5	-36,8
Caffè (arabica)	117,6	-6,8	-6,1	-12,2
Caffè (robusta)	1.738,0	1,4	11,7	-11,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di aprile. Lo scorso 10 aprile 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** dovrebbero assestarsi a 271,2 Mt nel 2017-18 (riviste al rialzo da 268,9 Mt delle stime di marzo) da 254,6 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa in crescita a 759,8 Mt nel 2017-18 (rivista al rialzo da 758,8 Mt del mese scorso) da 750,7 Mt del 2016-17. Il consumo globale è stato rivisto al rialzo a 743,1 Mt nel 2017-18 (da 742,5 Mt delle stime di marzo) da 738,8 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è atteso così crescere a 36,5% nel 2017-18 (rivisto al rialzo dal 36,2% delle stime precedenti) da 34,5% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** dovrebbero ridursi a 197,8 Mt nel 2017-18 (riviste al rialzo da 199,2 Mt dello scorso mese) da 230,9 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 1.036,1 Mt nel 2017-18 (rivista al ribasso da 1.041,7 Mt di marzo) da 1.075,5 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso invece crescere a 1.069,2 Mt nel 2017-18 (rivisto al ribasso da 1.074,4 Mt dello scorso mese) rispetto a 1.058,5 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è così atteso scendere a 18,5% nel 2017-18 (stima rimasta invariata) dal 21,8% della stagione 2016-17. Le scorte finali di **soia** sono viste in calo a 90,8 Mt nel 2017-18 (riviste al ribasso da 94,4 Mt dello scorso mese) contro 96,7 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe ridursi a 334,8 Mt nel 2017-18 (rivista al ribasso da 340,9 Mt delle stime del mese passato) da 350,8 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso invece in crescita a 342,0 Mt nel 2017-18 (rivisto al ribasso da 343,8 Mt dello scorso mese) da 329,4 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe dunque scendere a circa 26,5% nel 2017-18 (rivisto al ribasso dal precedente 27,5%) dal 29,4% del 2016-17.

Russia: pronta una contromossa alle importazioni sugli agricoli. Dopo i missili sulla Siria, come rappresaglia per l'uso di armi chimiche, il Presidente Trump ha varato il 6 aprile scorso nuove sanzioni contro la Russia, ritenuta complice del regime di Assad. Il Governo russo ha analizzato l'impatto che le nuove

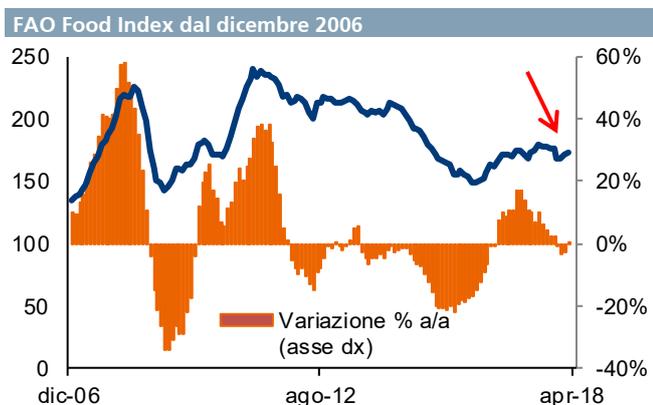
restrizioni potrebbero avere sulla Russia, varando una serie di contromisure che limitano le importazioni dagli USA di alcol, tabacco, generi alimentari e vari prodotti agricoli. Le sanzioni UE contro la Russia sono in scadenza il 31 luglio 2018 ma a Bruxelles stanno già programmando di prolungarle di altri 6 mesi e persino di inasprirle con la messa a punto di nuove misure restrittive contro Mosca, in scia alle decisioni dell'Amministrazione americana.

Performance di medio termine					
	26.04.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	395,5	3,4	3,4	3,4	4,2
Mais (\$ cent.)	386,0	8,3	10,7	6,6	10,0
Fruento (\$ cent.)	480,8	9,0	12,5	16,3	12,6
Soia (\$ cent.)	1.028,0	4,3	5,4	8,7	8,0
Cotone (\$)	85,0	5,6	24,6	5,3	8,1
Cacao	2822,0	-1,2	-0,5	-0,3	49,2
Zucchero	11,0	1,0	-1,5	-6,6	-27,6
Caffè (arabica)	117,6	0,6	-0,8	2,9	-6,8
Caffè (robusta)	1.738,0	0,8	-0,2	0,5	1,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indice FAO dei prezzi alimentari in aumento per il secondo mese di fila a marzo. L'indice FAO cresce per il secondo mese di fila a marzo, registrando una media di 172,8 punti, in aumento dell'1,1% m/m dai 170,8 punti di febbraio e mettendo a segno una crescita su base annua dello 0,7%. Il rialzo dell'indice, che è una media ponderata su base commerciale dei prezzi delle cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali, è stato guidato, come a febbraio, da un aumento dei prezzi del mais, del grano e della maggior parte dei prodotti caseari che ha più che controbilanciato il calo delle quotazioni dello zucchero e della maggior parte degli olii vegetali; i prezzi della carne sono apparsi invece relativamente stazionari. Nel dettaglio, l'indice dei prezzi dei cereali, in aumento a marzo del 2,7% m/m (12,1% a/a), vede salire il prezzo del grano sulla scia delle preoccupazioni meteorologiche, in particolare la prolungata siccità negli Stati Uniti e le condizioni di freddo umido in alcune regioni d'Europa. La robusta domanda mondiale e il peggioramento delle aspettative dei raccolti, soprattutto in Argentina, ha guidato invece il robusto incremento dei prezzi del mais, in aumento anche a marzo. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari (+3,3% m/m) continua a risentire positivamente della forte domanda globale e della produzione di latte neozelandese inferiore alle attese. L'indice dei prezzi della carne è rimasto invece sostanzialmente stabile: se da un lato i prezzi della carne bovina risentono negativamente della domanda modesta e delle aspettative di un'offerta neozelandese in aumento, quelli della carne ovina e suina sono cresciuti sulla scia della robusta domanda d'importazioni, soprattutto dalla Cina. In controtendenza si confermano invece l'indice dei prezzi dello zucchero (-3,4% m/m; -27,5% a/a), che risente ancora dell'abbondanza delle disponibilità per l'export, e l'indice dei prezzi degli oli vegetali, in calo marginale a fronte di una performance eterogenea delle sue componenti.

FAO: la produzione record di cereali spinge al rialzo le scorte nonostante la crescita dei consumi. Nel Cereal Supply and Demand Brief di aprile la FAO ha rivisto al rialzo le proprie stime sulla produzione globale di cereali per la stagione 2017-18, attesa segnare un nuovo record a 2.646 milioni di tonnellate (Mt), in aumento di 33 Mt rispetto alla stagione precedente (1,3% a/a). La revisione al rialzo di circa 3,5 Mt rispetto alle stime di marzo è dovuta principalmente alle diverse stime sui raccolti di cereali secondari in Europa, nonché alla revisione al rialzo della produzione di riso. Sul fronte dei consumi, le stime FAO sull'utilizzo globale di cereali per la stagione 2017-18 sono state nuovamente riviste al rialzo di 4,6 Mt (+0,2% m/m) a 2.612 Mt (+1,5% a/a) sulla scia di un aumento nell'utilizzo di mais come mangime per gli animali in Asia e di grano a scopo industriale. Nonostante una revisione delle stime sui consumi solo marginalmente superiore a quella vista sul fronte della produzione, a causa di una correzione al ribasso delle stime sulle scorte iniziali di cereali secondari, le riserve mondiali cerealicole a fine stagione 2017-18 sono state riviste al ribasso di 4,6 Mt a 748,2 Mt. Il dato aggiornato mostra comunque un livello delle riserve in aumento di 28 Mt (+4%) rispetto alla stagione 2016-17. Nello specifico, le scorte di grano, al netto di una marginale revisione al ribasso rispetto a marzo, sono confermate in forte aumento a 272,0 milioni (-0,7 Mt rispetto alla stima precedente, +8% a/a) mentre le scorte di cereali secondari nel 2017-18 sono state riviste al ribasso a 305,0 Mt (-4,8 Mt rispetto alla stima precedente, -1,6% m/m) ma comunque in aumento di circa 5,8 Mt (2%) rispetto ai livelli di inizio stagione. Le stime sulle scorte di riso sono state infine riviste al rialzo di 0,9 Mt a 171,3 Mt, in crescita di 2,4 milioni rispetto all'anno scorso (+1,4% a/a). A seguito della revisione al rialzo delle scorte, la stima dello "stock-to-use-ratio" di cereali (il rapporto tra gli stock finali e le utilizzazioni interne) a fine stagione 2017-18 scende di 5 decimi a 28,0% confermandosi dunque a livelli record dalla stagione 2001-02. In ottica prospettica, invece, condizioni climatiche meno favorevoli e prezzi inferiori rispetto alla stagione precedente dovrebbero esercitare pressioni al ribasso sulla produzione mondiale di cereali nel 2018: questa è infatti stimata rimanere più contenuta, con la produzione di grano che è attesa scendere a 750 Mt, circa l'1% al di sotto del livello quasi record dell'anno scorso. Le previsioni suggeriscono che la produzione statunitense potrebbe riprendersi dal declino del 2017, mentre la produzione in Cina, in India e nella Federazione Russa potrebbe ridursi dopo un anno record. Si prevede inoltre un calo nella produzione di cereali secondari (mais in particolare) a partire dal 2017, a causa del maltempo in Argentina, del passaggio dalla coltivazione di mais a quella di soia in Brasile e di una riduzione delle piantagioni in Sud Africa.



Focus zucchero: a rischio di surplus cronico. La produzione di zucchero rischia di superare sempre di più il consumo, inducendo una condizione di surplus cronico sul mercato. Il motivo è legato al continuo aumento delle stime sulla produzione di India (con oltre 31 milioni di tonnellate), Thailandia (con più di 14 milioni di tonnellate) e Unione Europea, che è attesa con un output superiore ai 21,5 milioni di tonnellate. Le quote produttive nell'Unione Europea sono state abolite alla fine di settembre 2017: ciò si è tradotto immediatamente in un aumento della produzione che ha trasformato la UE, dopo oltre 10 anni, in un esportatore netto di prodotto. Il clima resta un elemento da tenere sotto controllo: nell'area UE, le piantagioni di barbabietole destinate al nuovo raccolto sono state sferzate nelle scorse settimane da temperature eccessivamente basse, in grado di arrecare danni alle coltivazioni. Nel contesto attuale, inoltre, la produzione di zucchero tende ad aumentare di pari passo coi miglioramenti tecnologici che consentono una massimizzazione della resa. La situazione è complessa e saranno necessari molti cambiamenti quali, ad esempio, maggiori investimenti in tecnologia volta alla produzione di etanolo in Brasile. Restando sul fronte caraibico, la stagione di macinatura (cosiddetta "milling season"), che si estende da novembre ad aprile, quando il clima è secco ma con temperature non eccessive (situazione che consente alla canna di fornire una maggior quantità di zucchero rispetto al periodo estivo, connotato da umidità e temperature elevate) è iniziata con estremo ritardo, pregiudicando la qualità del prodotto. Un quadro complesso che sta penalizzando le quotazioni globali dello zucchero.

Focus Cotone: prezzi in netto rialzo, l'aumento delle scorte si conferma temporaneo. Ad aprile, l'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha nuovamente rivisto al rialzo le stime sui prezzi del cotone nella stagione 2017/18 a 83 USD/lb (+5 USD/lb rispetto alla stima precedente). La decisione avviene in concomitanza alla revisione al ribasso della crescita della produzione per la stagione 2017/18 a 25,67 Mt (-0,12 Mt dalla stima precedente, +2,58 Mt a/a) e a prospettive di crescita dei consumi rimaste sostanzialmente invariate a 25,40 Mt (+0,04 Mt dalla stima precedente, +0,88 Mt a/a). Tale scenario porterebbe così le scorte a fine stagione a crescere a

19,1 Mt (+0,27 Mt a/a, +1,5% a/a) confermando come, dopo due stagioni consecutive in calo, la stagione 2017/18 abbia visto per la prima volta l'offerta eccedere la domanda. L'aumento di quest'ultima dovrebbe comunque portare lo "stock-to-use-ratio" ad abbassarsi lievemente da 0,77 a 0,75, ancora al di sopra della media di 0,49 registrata tra il 1990/91 e il 2010/11. Nel dettaglio, si ribadisce il trend divergente delle riserve cinesi, in progressivo calo in un contesto che vede le scorte di cotone in aumento nelle principali economie. Gli analisti dell'ICAC vedono tuttavia l'aumento delle scorte nella stagione corrente come temporaneo. In primo luogo, infatti, la produzione nella stagione 2018/19 dovrebbe scendere a 25,35 Mt (-0,02 Mt rispetto a stime precedenti, -0,32 a/a) sulla scia di un calo dei terreni coltivati in India (il più grande produttore mondiale di cotone) a seguito degli attacchi parassitari del "bulbo rosa", calo solo in parte controbilanciato da un aumento delle coltivazioni negli Stati Uniti. In aggiunta, le condizioni climatiche potrebbero esercitare pressioni al ribasso sui raccolti statunitensi ed australiani, con conseguenti spinte verso l'alto sui prezzi. Sul fronte dei consumi, invece, l'aumento della domanda dovrebbe essere trainato soprattutto dai Paesi emergenti e, tra le altre cose, dall'aumento dei costi di produzione delle fibre sintetiche. La domanda mondiale dovrebbe dunque crescere a 26,52 Mt (+0,05 dalla stima precedente, +1,12 Mt a/a) nella stagione 2018/19. Le scorte dovrebbero così tornare nuovamente a scendere ed assestarsi a 17,93 Mt, minimo dalla stagione 2011/12, mentre la prima stima ICAC del prezzo medio del cotone nella stagione 2018/19 vede questo rimanere stabile a 84 USD/lb. Il calo delle scorte previsto dall'ICAC (1,17 Mt a/a) risulta comunque superiore a quello previsto da altri operatori: tra questi, le stime del Cotton Outlook vedono il calo delle scorte globali di cotone rimanere più contenuto ed aggirarsi intorno a 0,57 Mt. Tale prospettiva si basa su aspettative più ottimistiche circa la produzione della stagione 2017/18, stimata intorno alle 26,13 Mt (+0,8 Mt rispetto alle stime ICAC).

Focus caffè: più caffè in Brasile e meno soia e cotone. In Brasile, in particolare nello stato di Bahia, stanno aumentando le piantagioni di caffè, area che in precedenza non era assolutamente adatta ad ospitare tali colture. L'incremento della coltivazione di caffè è dovuto all'installazione, circa una decina di anni fa, di sistemi di irrigazione. L'area di Bahia ha dei vantaggi in quanto, essendo pressoché pianeggiante, consente di effettuare le operazioni di raccolta in modo interamente meccanizzato riducendo i costi di produzione. I coltivatori dell'area occidentale dello stato di Bahia non si dedicano solamente al caffè, ma sono impegnati anche nella produzione di soia e cotone. La forte resa che la coltivazione di arabica consente, anche in termini economici, sembra poter competere con uno scenario che vede le quotazioni di soia e cotone in rialzo, non intralciando il meccanismo in atto di sostituzione delle colture. Il clima differente dello stato di Bahia genera però uno svantaggio rispetto alle aree classiche di coltivazione del caffè: gli attacchi parassitari. Essendo connotato da temperature più elevate rispetto a quelle di

Minas Geiras e Sao Paulo, il clima di Bahia favorisce infatti il ripetersi degli attacchi parassitari più volte nel corso della stagione.

Focus cacao: prosegue la corsa dei prezzi. Da inizio anno le quotazioni del cacao sono aumentate di oltre il 45% in un quadro che vede la siccità affliggere le aree riservate alla coltivazione del prodotto in Africa Occidentale. I raccolti potenzialmente inferiori alle attese e la domanda in decisa espansione si tradurranno molto probabilmente in una carenza di fornitura che rischia di essere la più marcata dal 2008 (fonte ICCO - International Cocoa Organization). Non solo l’Africa Occidentale, ma anche altre aree produttive versano in significativa difficoltà. Tra queste vi è l’Indonesia, la cui produzione di cacao è scesa moltissimo a seguito dell’invecchiamento delle piante, di malattie ed infestazioni del prodotto e di condizioni meteo avverse che hanno interessato le aree di coltivazione. A complicare la situazione, per i coltivatori, è il possibile manifestarsi di El Niño nel prossimo autunno. Un quadro che tradizionalmente comporta un accentuarsi della siccità nell’Africa Occidentale, scenario che è dato al 37% delle probabilità nei modelli climatici delle principali agenzie meteo.

Outlook Moderatamente Positivo. Lasciato alle spalle il recupero delle quotazioni delle principali granaglie, avvenuto nei primi due mesi dell’anno, le tensioni sui dazi USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l’imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi hanno finito per indebolire gli Agricoli. A questo quadro si sono sommate l’imposizione di sanzioni alla Russia e la corrispondente contromossa, volta a limitare l’ingresso in Russia di prodotti agricoli di origine statunitense. L’offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come nuovamente confermato dalla stessa FAO, in aprile, irrobustendo l’attesa per un’ulteriore debolezza delle quotazioni. L’accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non può venire eroso dalla risalita della domanda di etanolo, incrementatasi grazie al rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l’Outlook Moderatamente Positivo, visto il basso livello dei prezzi e nonostante il minimo recupero registrato nelle prime settimane del 2018. E’ evidente che il nostro quadro di possibile recupero delle quotazioni nella prima metà dell’anno deve tener conto dell’impatto che potrebbero avere i dissidi commerciali fra Cina e Stati Uniti. Nel 2° trimestre del 2018 potrebbe quindi proseguire quel minimo di volatilità positiva sulle quotazioni, mentre restiamo più cauti circa un recupero maggiore per l’intero 2018.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
Mais (\$ cent.)	386,0	385,0	385,0	395,0	400,0	405,9
Fruento (\$ cent.)	480,8	467,5	472,5	485,0	487,5	475,5
Soia (\$ cent.)	1.028,0	1.002,5	1.000,0	1.000,0	1.027,7	1.045,0
Cotone (\$)	85,0	79,8	78,3	77,5	74,0	78,4
Cacao	2822,0	2.420,0	2.425,0	2.412,5	2.402,5	2.077,0
Zucchero	11,0	13,1	13,2	13,5	14,5	14,3
Caffè (arabica)	117,6	122,5	126,0	130,0	125,5	125,5
Caffè (robusta)	1.738,0	1.535,0	1.535,0	1.535,0	1.850,0	1.877,0

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 2° trim.	3° trim.	4° trim.	Anno	Anno	
	26.04.18	2018	2018	2018	2019	2020
Mais (\$ cent.)	386,0	380	375	380	400	420
Fruento (\$ cent.)	480,8	480	480	490	500	500
Soia (\$ cent.)	1.028,0	1.000	1.000	1.000	1.000	1.050
Cotone (\$)	85,0	85,0	87,0	90,0	90,0	-
Cacao	2822,0	2.600	2.500	2.500	2.250	-
Zucchero	321,7	345	355	355	350	-
Caffè (arabica)	117,6	120	125	130	135	138
Caffè (robusta)	1.738,0	1.760	1.780	1.800	1.850	1.880

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 28.03.2018.

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).

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

Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, all'articolo 24 del "Regolamento in materia di organizzazione e procedure degli intermediari che prestano servizi di investimento o di gestione collettiva del risparmio" emanato da Consob e Banca d'Italia, al FINRA Rule 2241 e NYSE Rule 472, così come FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4.9 e COBS 12.4.10 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A.

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_archivio_conflitti_mad.jsp è presente l'archivio dei conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo in conformità della normativa applicabile.

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini