

## Frenano le commodity ma ribadiamo la fiducia sul 2018

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo, nonostante lo storno di febbraio.** Il mercato petrolifero è ancora impostato al rialzo nonostante lo storno dei prezzi registrato nelle ultime settimane, che ha ridotto la performance positiva da inizio 2018. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo, così come ribadiamo che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resta solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*, procedura onerosa che però ha goduto dell'aumento delle quotazioni petrolifere, che le ha consentito di tornare di nuovo concorrenziale. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, accompagnati dal ferreo rispetto degli accordi (137% il mese scorso), anche se l'equilibrio di mercato rischia di essere minato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 dollari al barile per il 1° trimestre 2018 e 65 dollari nel 2° trimestre; 2) per il WTI: 63 dollari al barile per il 1° trimestre e 61 dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 65,5 e 61,5 dollari al barile per il 2018 e a 70 e 66 dollari al barile per il 2019.

**Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.** La svolta rialzista di alcune Banche centrali, *in primis* la Fed, è figlia di un ritorno dell'inflazione che appare ora più probabile. Non a caso il processo di "normalizzazione" delle politiche monetarie sta coinvolgendo tutte le principali Banche centrali mondiali. Questo processo potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi, che hanno visto i loro prezzi aumentare le probabilità di crescita nel medio periodo. L'oro attende con interesse il surriscaldamento della dinamica inflazionistica a livello globale, visto il suo ruolo di "bene rifugio" e di salvaguardia del potere d'acquisto. Il recupero delle quotazioni petrolifere (seppur leggermente frenate nelle ultime settimane), nonostante il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia), supporterà ancora l'aumento delle aspettative d'inflazione: aspetto che è probabile che possa favorire ancora i Preziosi nella prima parte del 2018. Non escludiamo peraltro che le differenti fasi di propensione o aversione al rischio possano imprimere un impulso (rialzista o ribassista) al comparto.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante gli alti livelli dei prezzi.** Si avvia a concludersi, con la fine dell'inverno, la campagna antinquinamento in Cina. Le chiusure programmate di impianti siderurgici e la conseguente contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati potrebbero star per finire. Siamo quindi giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla fine della curva di contrazione della produzione seguita all'applicazione delle norme antinquinamento. Il quadro macroeconomico globale resta ancora favorevole ai metalli: ci aspettiamo che, in assenza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa pubblica ed in infrastrutture) o dell'offerta (prepotente ritorno alla produzione cinese), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, almeno nel breve. I fondamentali restano buoni e ci aspettiamo profitti positivi anche nel corso del 2018. Un quadro d'insieme che ci consente di confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Il 2018, pur rischiando di caratterizzarsi per i medesimi fattori negativi del 2017, ha visto un recupero delle quotazioni delle principali granaglie. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come confermato dalla stessa FAO. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni ma in calo nel mese scorso, non sembra poter venire eroso da un possibile ritorno della domanda di etanolo, visto il rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo, visto il livello minimo delle quotazioni e nonostante il blando recupero registrato in queste prime settimane del 2018, ribadendo la nostra idea di un possibile ulteriore rimbalzo dei prezzi nella prima parte dell'anno. Scenario che avrebbe maggiori probabilità di verificarsi se si sviluppasse il fenomeno meteorologico de "La Niña".

27 febbraio 2018

14:58 CET

Data e ora di produzione

27 febbraio 2018

15:08 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\*

	Feb.	Gen.
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 commodity

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

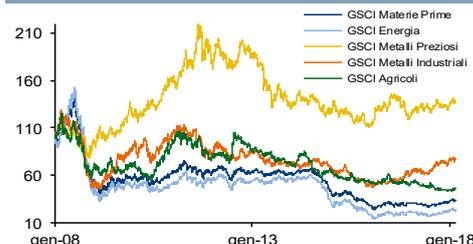
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 26.02.2018

### Performance degli indici commodity

	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.02.18	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.614,9	2,3	31,2	-46,6
GSCI Energia	475,6	2,8	52,3	-56,3
GSCI Met. Preziosi	1.595,1	1,2	7,5	-22,7
GSCI Met. Industriali	1.433,4	-1,1	47,9	-6,7
GSCI Prod. Agricoli	396,1	4,3	-8,1	-45,0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 26.02.2018

### 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

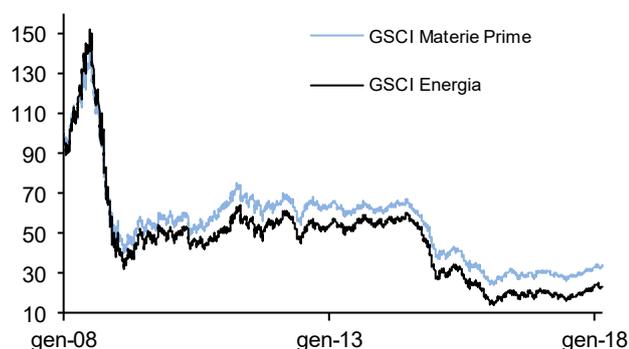
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.02.2018 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: confermato il cauto ottimismo per il 2018, nonostante lo storno

Si riduce il rialzo delle Commodity da inizio anno, complice lo storno del petrolio, mentre sorprende il +3% degli Agricoli. Nonostante permanga il prudente ottimismo sul 2018, osserviamo una contrazione della performance delle risorse di base, di pari passo con lo storno del petrolio delle ultime settimane; ha sorpreso invece il rialzo degli Agricoli, complice una revisione al ribasso delle scorte sulle principali granaglie. Ribadiamo ancora come lo scenario macroeconomico tracciato dall'FMI nel suo ultimo World Economic Outlook dovrebbe supportare il comparto delle materie prime. La ripresa mondiale appare più stabile rispetto ad aprile: questo ha consentito ai tre principali istituti che analizzano le dinamiche del petrolio di rivedere la domanda di greggio, proprio in virtù di attese di una crescita mondiale più robusta. Si conferma pertanto un quadro di generale sostegno alla domanda di materie prime, che appare comunque sempre correlata al processo di razionalizzazione dell'economia in Cina. La crescita cinese vedrà peraltro obiettivi percentualmente inferiori rispetto al passato ma probabilmente più ordinati e meno volatili a causa di fenomeni esterni, rendendo più solido il ciclo economico del principale consumatore globale di risorse di base.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

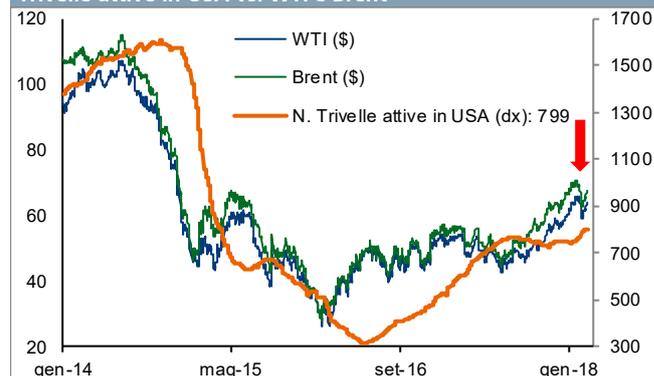
	Valore 26.02.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.614,9	2,3	31,2	-46,6
GSCI Energia	475,6	2,8	52,3	-56,3
WTI (\$)	63,9	5,8	95,0	-31,1
Brent (\$)	67,5	0,9	92,3	-39,7
Gas Naturale (\$)	2,6	-10,6	47,3	-23,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: storno generalizzato sul comparto, complici i ribassi di petrolio e gas naturale.** Nel mese di febbraio registriamo una battuta d'arresto nelle quotazioni del petrolio. Il rialzo del dollaro sui mercati spinge verso il basso le quotazioni petrolifere, che continuano però a beneficiare dei tagli alla produzione ribaditi dall'OPEC e dalla Russia (conformi per il 137% agli accordi), di una domanda in ripresa (come stimato da IEA, EIA e

dalla stessa OPEC) e di dati in calo circa le scorte negli Stati Uniti. Analizzando singolarmente ogni fattore, il prezzo del petrolio (sia WTI che Brent) è espresso in dollari e le fluttuazioni del cambio EUR/USD influenzano le commodity. L'equilibrio fra domanda e offerta di petrolio è tipicamente regolato stagionalmente: il prezzo sale in inverno quando aumenta la domanda di combustibile nell'emisfero nord. Sale inoltre quando ci sono ostacoli alla produzione (trivelle e piattaforme attive) e alla distribuzione (oleodotti). Dal lato dell'offerta di petrolio, non si registrano al presente particolari strettoie nella distribuzione mentre, come detto, si registra una generalizzata revisione al rialzo della domanda per il 2018. Infine, terzo ed ultimo fattore, prosegue la tensione sulle scorte, con l'OPEC da un lato che, rispettando i tagli, riduce la sua offerta mentre dall'altro gli Stati Uniti, fuori da ogni accordo, aumentano la produzione, che arriva a superare i 10 milioni di barili al giorno (vedasi anche l'aumento delle trivelle attive negli USA, grafico a cura di Baker-Hughes). L'insieme di questi fattori, pur senza mutare il clima di cauto ottimismo di fondo, giustifica lo storno delle quotazioni delle ultime settimane. Il rialzo della produzione USA, infatti, rischia di essere l'unico elemento negativo in grado di controbilanciare la forza strutturale del comparto petrolifero. Frena anche il gas naturale: la decisa domanda in arrivo dalla Cina, che aveva spinto le quotazioni al rialzo nella procedura di sostituzione fra carbone e metano, viene ora controbilanciata da un tono ribassista sul mercato. Gli operatori infatti continuano a puntare sulla fine della stagione invernale e sulla conseguente contrazione della domanda di gas; le previsioni meteo continuano a indicare un aumento delle temperature già a partire dai prossimi giorni.

Trivelle attive in USA vs. WTI e Brent



Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

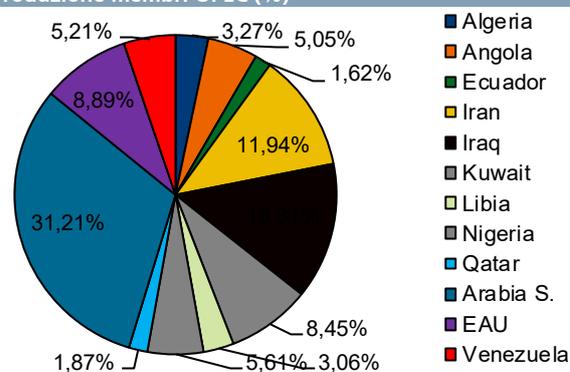
**EIA: prime stime per il 2019.** Nell'ultimo *Short-Term Energy Outlook* (STEO) dello scorso 6 febbraio, l'EIA (Energy Information Administration) prevede un prezzo medio per il Brent di 62,39 dollari al barile (pb) nel 2018 (rivisto al rialzo dai 59,74 dollari di gennaio) e 61,51 dollari nel 2019 (rivisto al rialzo dai 61,43 dollari al barile di gennaio), in aumento dalla media di 54,15 dollari nel 2017. Lo spread Brent-WTI dovrebbe invece allargarsi da 3,36 dpb nel 2017 a 4,10 dpb nel 2018 e restringersi a 4,00 dpb nel 2019. Nonostante la revisione al

rialzo dei prezzi, i fondamentali restano deboli, con il mercato che è atteso rimanere prossimo all'equilibrio solo in caso di mantenimento sotto controllo dell'offerta da parte dell'OPEC. L'EIA stima infatti che il mercato registri un surplus di 0,2 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (invariato rispetto alle stime del mese precedente) e un surplus di 0,2 mbd nel 2019 (rivisto al ribasso dai 0,3 milioni attesi in gennaio). L'equilibrio è anche sostenuto dalle prospettive della domanda globale, la cui crescita è stata rivista al rialzo da 98,5 milioni di barili al giorno nel 2017 a 100,2 milioni di barili al giorno nel 2018 (+1,7 milioni a/a, rivisti al rialzo da 100,1 milioni) e a 102,0 milioni di barili al giorno nel 2019 (+1,7 mbd a/a, rivisti al rialzo da 101,8 milioni di barili al giorno). Per quanto riguarda l'offerta non-OPEC, l'EIA prevede un'espansione da 58,7 milioni di barili al giorno nel 2017 a 61,0 mbd nel 2018 (+2,4 milioni a/a, rivista al rialzo da 60,7 milioni di barili al giorno) e a 62,3 mbd nel 2019 (+1,3 milioni a/a, rivista al rialzo da 62,0 mbd). Nello specifico, la crescita dell'offerta non-OPEC è spinta dalla produzione di greggio USA, che è attesa salire da una media di 9,3 milioni di barili al giorno nel 2017 a 10,6 mbd nel 2018 (+1,3 milioni a/a, rivista in rialzo da 10,3 mbd) e a 11,2 milioni di barili al giorno nel 2019 (+0,6 milioni a/a, in aumento da 10,9 milioni di barili al giorno). L'offerta USA è inoltre vista superare progressivamente la soglia dei 10 milioni di barili al giorno già nel 1° trimestre 2018 (contro la previsione precedente di un superamento solo nel 3° trimestre 2018) e quella degli 11 milioni nel 4° trimestre 2018 (contro le precedenti previsioni che vedevano gli 11 milioni nel 4° trimestre 2019). Contrariamente a quanto prospettato per i Paesi esterni al Cartello, l'offerta di greggio OPEC è attesa stabile: a 32,4 milioni di barili al giorno nel 2018 da 32,45 milioni di barili al giorno del 2017 (-0,05 milioni a/a, rivista al ribasso dalla precedente stima di 32,7 mbd). La stima per il 2019 è di 32,7 milioni di barili al giorno (+0,3 milioni a/a, rivista però al ribasso dalla precedente stima di 33,0 milioni). Le stime EIA vedono infine il surplus di capacità produttiva dell'OPEC scendere progressivamente da 2,1 milioni di barili al giorno nel 2017 a 1,9 mbd nel 2018 e 1,3 mbd nel 2019.

**OPEC: il Cartello rivede al rialzo le previsioni sulla domanda di petrolio.** Nell'ultimo report mensile MOMR (*Monthly Oil Market Report*) del 12 febbraio, l'OPEC ha rivisto al rialzo le previsioni sulla domanda di petrolio a 98,6 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (+1,59 mbd rispetto al 2017, quando la domanda ammontava a 97 milioni di barili al giorno, +0,06 mbd rispetto alle stime precedenti). I principali *driver* dietro l'aumento sarebbero: un'economia globale in costante crescita, l'incremento della domanda di carburanti per il trasporto e la domanda di prodotti chimici derivati. Il prospettato aumento della domanda si colloca in un contesto che ha visto incrementare, complessivamente, di circa 5 milioni di barili giornalieri la richiesta di greggio tra il 2015 e 2017. Sul fronte delle forniture, la produzione OPEC è stimata in calo di 8.000 barili al giorno a poco più di 32,3 milioni di barili giornalieri in gennaio; l'Iraq, secondo più grande produttore del cartello,

avrebbe ridotto la produzione di circa 30.000 barili al giorno mentre Libia e Arabia Saudita l'avrebbero incrementata rispettivamente di circa 21.000 e 23.000 barili al giorno. I dati appaiono dunque confermare il rispetto dell'accordo tra OPEC, Russia ed altri Paesi che, al fine di ridurre le scorte globali di petrolio, prevede il mantenimento fino a fine anno di tagli alla produzione per circa 1,8 milioni di barili giornalieri. Dal lato delle scorte, le stime OPEC stimano quelle globali in assestamento a dicembre a 109 milioni di barili, al di sopra della media quinquennale che rappresenta l'obiettivo del Cartello. In linea con le attuali dinamiche, l'OPEC si aspetta dunque che il mercato ritorni in equilibrio verso la fine del 2018. Riguardo invece la produzione non-OPEC, il Cartello ha rivisto al rialzo le aspettative di crescita a 1,4 milioni di barili al giorno, in aumento di 250.000 barili al giorno dalla stima dello scorso rapporto. Il Cartello si attende infatti che le nazioni al di fuori dell'OPEC estraggano un totale di 59,26 milioni di barili giornalieri quest'anno, 320.000 barili al giorno al di sopra delle precedenti stime. Gli Stati Uniti contribuiscono per oltre la metà di questa revisione al rialzo: la previsione di crescita delle forniture USA per il 2018 è stata innalzata di 150.000 barili al giorno. Appare dunque in forte crescita la produzione complessiva USA; i recenti dati del Governo degli Stati Uniti hanno indicato come la produzione giornaliera abbia già oltrepassato i 10 milioni di barili giornalieri, superando così il principale produttore OPEC: l'Arabia Saudita.

Produzione membri OPEC (%)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.01.2018

**IEA: domanda di petrolio vista in rialzo, anche se preoccupa la crescita dello shale-oil USA.** Nell'ultimo report mensile *Oil Market Report*, l'IEA (International Energy Agency) indica come le prospettive di una crescita economica globale più forte (come espresso dallo stesso Fondo Monetario Internazionale) stiano favorendo revisioni positive sulla crescita della domanda petrolifera nel 2018, anche se l'aumento dell'offerta dagli Stati Uniti fa da ostacolo all'aumento dei prezzi (elemento chiave che abbiamo ritrovato in tutte le ultime analisi mensili, sia dell'OPEC che dell'EIA). La domanda di petrolio quest'anno dovrebbe aumentare di 1,4 milioni di barili al giorno a 99,2 milioni giornalieri, rispetto a 97,8 milioni stimati il mese scorso ed in aumento di 1,6 milioni rispetto al totale del 2017. L'IEA ha inoltre evidenziato come il sostenuto aumento della domanda,

unito ai tagli alla produzione attuati dall'OPEC (e da altri Paesi partecipanti all'accordo), abbia portato ad un calo particolarmente rapido delle riserve OPEC. Queste si sono assestate a dicembre a 2,85 miliardi di barili, registrando la riduzione più consistente da inizio 2011. Sul fronte dell'offerta, l'IEA ha evidenziato come la produzione di *shale-oil* negli Stati Uniti sia in piena crescita dalla seconda metà del 2017 grazie allo stimolo fornito dall'aumento dei prezzi del petrolio: nei soli 3 mesi fino a novembre, la produzione di greggio USA ha infatti registrato una crescita di ben 846.000 barili al giorno. La IEA prospetta che, di questo passo, la produzione statunitense possa registrare una crescita tale da superare quella di Arabia Saudita e Russia entro fine anno, facendo così degli USA il primo produttore mondiale. Ciò nonostante, la produzione globale di greggio in gennaio è scesa a 97,7 milioni di barili giornalieri, pur segnando un incremento rispetto all'anno precedente di 1,5 milioni; gli USA hanno continuato invece a sostenere la crescita della produzione non-OPEC. La produzione OPEC, a gennaio, è costante a 32,16 milioni di barili giornalieri, ha osservato l'IEA, sottolineando che il rispetto dei tagli ha raggiunto un nuovo massimo pari al 137%, a gennaio. L'offerta non-OPEC è scesa di 175.000 barili a 58,6 milioni di barili giornalieri in gennaio, rimanendo tuttavia ancora di 1,3 milioni superiore rispetto a quanto prodotto rispetto all'anno scorso. Come indicato, la produzione USA è cresciuta di 1,3 milioni di barili giornalieri dallo stesso mese nel 2017 e potrebbe presto superare quella dell'Arabia Saudita, nonché raggiungere i livelli di quella russa entro fine anno. L'OMR ha infine indicato come il rispetto dei tagli alla produzione da parte dei Paesi non-OPEC sia all'85%.

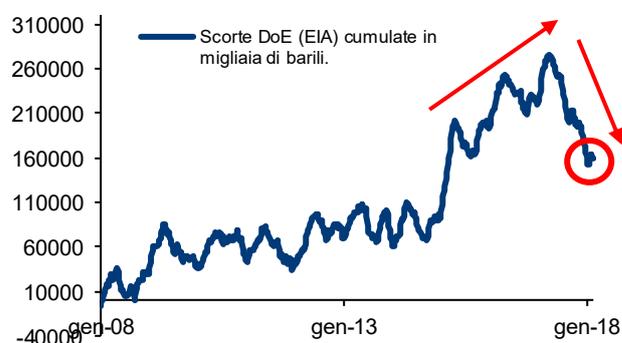
#### Performance di medio termine

	26.02.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	475,6	7,4	18,3	9,8	2,8
WTI (\$)	63,9	10,0	33,5	18,2	5,8
Gas Naturale (\$)	2,6	-9,9	-8,7	-2,0	-10,6
Gasolio (\$)	599,0	6,2	24,8	20,5	-0,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA è in ribasso.** Le scorte USA di petrolio, pur restando a livelli molto alti, mostrano una dinamica di contrazione: i dati rilasciati dall'API (American Petroleum Institute) hanno evidenziato infatti una flessione delle scorte pari a 907mila barili, non sufficienti per attenuare la debolezza dei prezzi. Anche l'EIA ha rilevato un calo delle scorte statunitensi, nella settimana terminata il 16 febbraio 2018, di oltre 1,6 milioni di barili a quota 420,5 milioni complessivi. Le attese erano per un incremento superiore ai 2,3 milioni di barili e la rilevazione precedente aveva registrato una crescita degli stock di oltre 1,8 milioni di barili.

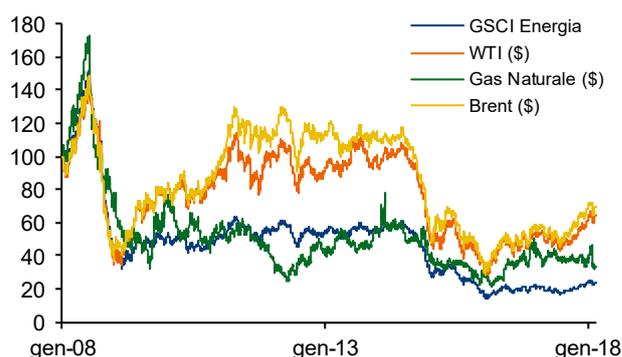
#### WTI: scorte DoE



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

**Gas Naturale: frenano le quotazioni del metano in vista della fine dell'inverno.** Il deciso rialzo delle quotazioni del gas naturale che ha caratterizzato le prime settimane dell'anno è stato dettato da alcuni fattori strutturali: a) le temperature fredde sulla costa nordorientale degli Stati Uniti; b) la domanda in Europa, anch'essa stagionalmente alle prese con le forniture di gas naturale; c) il processo di sostituzione fra carbone e metano in Cina, a seguito degli interventi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica. Stiamo però assistendo ad un deciso storno delle quotazioni, col prezzo del gas sceso ai minimi da quasi due anni. Il rialzo delle scorte globali di metano (ed in particolare negli Stati Uniti) e l'avvicinarsi della fine del periodo invernale, e quindi del picco dei consumi, stanno togliendo forza alle quotazioni del metano. Le previsioni meteo infatti continuano a indicare un aumento delle temperature nei prossimi giorni sia in Europa che negli Stati Uniti, alimentando il ribasso dei prezzi.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, nonostante lo storno di febbraio.** Il mercato petrolifero è ancora impostato al rialzo nonostante lo storno dei prezzi registrato nelle ultime settimane, che ha ridotto la performance positiva da inizio 2018. Confermiamo quindi il nostro cauto ottimismo, così come ribadiamo che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resta

solo l'aumento della produzione USA di *shale-oil*, procedura onerosa che però ha goduto dell'aumento delle quotazioni petrolifere, che le hanno consentito di tornare di nuovo concorrenziale. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, accompagnati dal ferreo rispetto degli accordi (137% il mese scorso), anche se l'equilibrio di mercato rischia di essere minato dalla crescita dell'offerta non-OPEC. I prezzi si sono indeboliti anche a causa del rafforzamento del dollaro; inatteso vista la posizione ondivaga dell'Amministrazione Trump verso la propria valuta, specie se confrontata con la chiara posizione Fed di almeno tre rialzi dei tassi nel 2018. Confermiamo pertanto il nostro Outlook in Moderatamente Positivo per l'intero comparto. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 67 dollari al barile per il 1° trimestre 2018 e 65 dollari nel 2° trimestre; 2) per il WTI: 63 dollari al barile per il 1° trimestre e 61 dollari per il 2° trimestre 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 65,5 e 61,5 dollari al barile per il 2018 e a 70 e 66 dollari al barile per il 2019. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili, invece, nella sottostante tabella.

#### Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 26.02.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
WTI (\$)	63,9	60,5	60,0	59,5	60,0	60,0
Brent (\$.)	67,5	65,0	64,0	64,0	63,6	65,0
Gas Nat. (\$)	2,6	3,2	3,0	3,0	3,1	3,1

Fonte: consenso Bloomberg

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

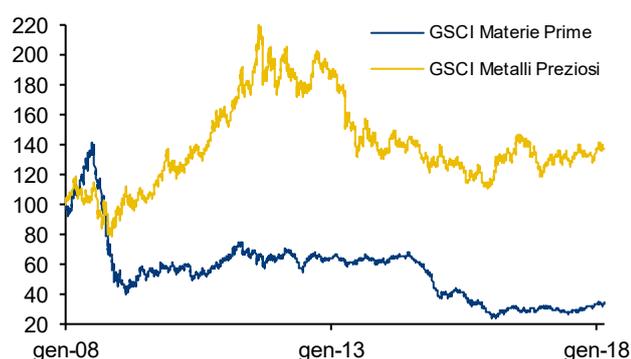
	Valore 26.02.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
WTI (\$)	63,9	63,0	61,0	61,0	61,5	66,0
Brent (\$.)	67,5	67,0	65,0	65,0	65,5	70,0
Gas Nat. (\$)	2,6	2,90	3,00	3,00	3,20	3,00

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Preziosi: inflazione, tassi in rialzo e dollaro i principali driver

**Sfiorata area 1.650.** Consolida il rialzo dei Preziosi in area 1.600 superando così i massimi annuali del 2017, dovuti dall'avversione al rischio che alla fine dell'estate aveva accresciuto l'*appeal* degli asset più difensivi, come reazione degli operatori alle tensioni geopolitiche. L'attacco rialzista ad area 1.650 dollari è però fallito a fine gennaio, lasciando i Preziosi a consolidare in area 1.600. Il comparto appare strettamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed. Sulle sue oscillazioni hanno peraltro influito, nelle scorse settimane, anche una serie di dati arrivati dagli USA, tra cui CPI, produzione industriale e fiducia dei consumatori, che hanno più o meno rafforzato le aspettative di inflazione del mercato e il suo livello di confidenza circa il prosieguo del ciclo di rialzi da parte della Fed. Quest'ultima ha confermato l'iter di rialzo dei tassi per il 2018 (ovvero almeno tre volte), dopo l'ultima stretta monetaria decisa nel *meeting* di dicembre: uno scenario che non sta però sostenendo il recupero del dollaro. La costante debolezza della divisa USA nei confronti delle principali valute mondiali continua ad alimentare gli acquisti sui Preziosi in generale ma, nello specifico, sull'oro. La debolezza del dollaro appare appesantita dalle paure degli investitori circa il piano di spesa progettato dall'Amministrazione Trump, considerato troppo dispendioso (300 miliardi di dollari): una dimensione di spesa che rischia di gonfiare ulteriormente il deficit federale statunitense, facendolo schizzare a 1.000 miliardi di dollari. Infine, l'ultimo tema chiave per il 2018 resta il rafforzamento delle aspettative d'inflazione: aspettative strettamente correlate al recupero delle quotazioni petrolifere, che sono schizzate al rialzo nelle prime settimane del 2018, surriscaldando la dinamica generale dei prezzi.

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
	26.02.2018	da inizio 2018		
GSCI	2.614,9	2,3	31,2	-46,6
GSCI Preziosi	1.595,1	1,2	7,5	-22,7
Oro (\$)	1.332,5	2,0	9,2	-16,6
Argento (\$)	16,6	-2,5	12,9	-42,6
Platino (\$)	1.000,0	7,4	9,5	-37,7
Palladio (\$)	1.060,8	-0,6	119,9	42,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

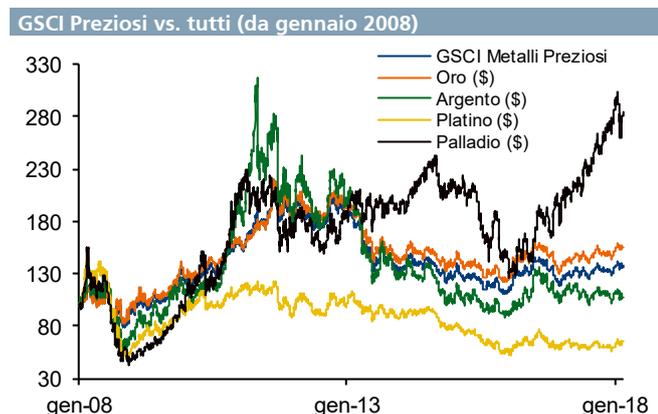
**Il quadro su Oro e Argento: il possibile ritorno dell'inflazione e il dollaro sono i fattori chiave.** L'aumento dei tassi USA e il rafforzamento del dollaro sono due aspetti che peseranno negativamente sulle quotazioni dell'oro e dell'argento, mentre le tensioni geopolitiche sono l'unico fattore ad agire in senso opposto. Consolida il rialzo dell'oro, in area 1.340 dollari l'oncia, e questo rafforza l'ipotesi che il metallo giallo possa scambiare prevalentemente fra i 1.300 e 1.350 dollari nei prossimi mesi. I principali *driver* riguardano le mosse future delle Banche centrali (che appaiono ormai tutte, compresa la Bank of Japan, indirizzate verso una "normalizzazione" delle proprie politiche di espansione monetaria) e l'inflazione, che risulta in ripresa in tutte le principali economie. A questi due fattori si uniscono i rischi geopolitici ancora presenti, un dollaro non così forte come ci si potrebbe aspettare e le scelte degli investitori, che sembrano tornare a gradire una quota di investimento in oro. Anche le quotazioni dell'argento, in scia a quelle dell'oro, consolidano il rialzo ma restano ancora lontane dal livello toccato a settembre 2017 di 18 dollari l'oncia. Rafforziamo il nostro scenario di cauto ottimismo sull'argento, grazie alla sua correlazione con la domanda per fini industriali nei settori dei prodotti elettronici e dei pannelli fotovoltaici. L'introduzione di rigorosi dazi sulle celle fotovoltaiche cinesi, da parte dell'Amministrazione Trump, rischia però di minare questi due fattori di spinta. Il previsto deficit di argento dovrebbe confermarsi anche nel 2018, in virtù del fatto che il riciclo di questo metallo dai pannelli e dalle schede elettroniche è un processo costoso e piuttosto lungo, per nulla conveniente: questo lascia qualche margine di tensione rialzista sulle quotazioni.

**Il quadro su Platino e Palladio.** Ribadiamo il quadro di cauto ottimismo su platino e palladio, metalli utilizzati nel ciclo industriale. Il palladio resta in deciso trend ascendente nonostante lo storno di fine gennaio sotto i 1.000 dollari l'oncia, in un quadro che resta legato alla futura pressione esercitata dalla domanda manifatturiera di questi materiali. Permane la divergenza nei fondamentali fra i due metalli, con i fondamentali 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 offerta del 2017 a un ribilanciamento nel corso del 2018; viceversa, il palladio viene visto in ulteriore deficit, dopo le tensioni sull'offerta del 2017. Pur nella divergenza dei fondamentali,

l'andamento dei due metalli appare strettamente legato all'evoluzione del settore Auto. Il platino teme la contrazione della quota di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina, una situazione derivata dallo scandalo sulle emissioni di alcuni mesi fa. Per di più, la quasi parità nelle quotazioni potrebbe favorire il processo di sostituzione fra i due metalli, anche se certamente non nel breve termine: l'adattamento dei processi industriali infatti non appare così immediato.

Performance di medio termine					
	26.02.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.595,1	2,0	2,0	3,2	1,2
Oro (\$)	1.332,5	2,8	3,1	5,7	2,0
Argento (\$)	16,6	-2,6	-2,7	-9,6	-2,5
Platino (\$)	1.000,0	5,3	2,3	-3,5	7,4
Palladio (\$)	1.060,8	5,3	14,1	35,2	-0,6

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.** La svolta rialzista di alcune Banche centrali, *in primis* la Fed, seppur con cautela e gradualità, è figlia di un ritorno dell'inflazione che appare ora più probabile. Non a caso il processo di "normalizzazione" delle politiche monetarie sta coinvolgendo tutte le principali Banche centrali mondiali, fra le ultime perfino la Bank of Japan, intenzionata a valutare un processo di rientro delle misure espansive. Questo processo potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi, senza peraltro escludere performance in maggior misura positive per argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (settore Auto), metalli che sono maggiormente connessi alla domanda industriale. I prezzi dei Preziosi hanno visto aumentare le probabilità di crescita nel medio periodo. L'oro attende con interesse il surriscaldamento della dinamica dei prezzi a livello globale, ed è probabile che possa essere maggiormente acquistato come copertura dagli eventi negativi, visto il suo ruolo di "bene rifugio" in cui allocare la liquidità. Il recupero delle quotazioni petrolifere (seppur leggermente frenato nelle ultime settimane), nonostante il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia), supporterà ancora l'aumento delle aspettative d'inflazione. Aspetto che è probabile possa favorire ancora i Preziosi nella prima parte del 2018; non escludiamo peraltro che le differenti fasi di propensione o avversione al

rischio imprimano un possibile impulso (rialzista o ribassista) per oro e argento, nel loro ruolo di asset difensivi. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio per via del ritorno dell'inflazione, passato anche per un rincaro delle quotazioni del petrolio.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.18	2018	2018	2018	2018	2019
Oro (\$)	1.332,5	1.310,0	1.305,0	1.312,5	1.300,0	1.323,0
Argento (\$)	16,6	17,1	17,0	17,3	17,2	17,9
Platino (\$)	1.000,0	950,0	950,0	960,0	963,0	1.000,5
Palladio (\$)	1.060,8	1.050,0	1.030,0	1.030,0	1.010,0	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

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

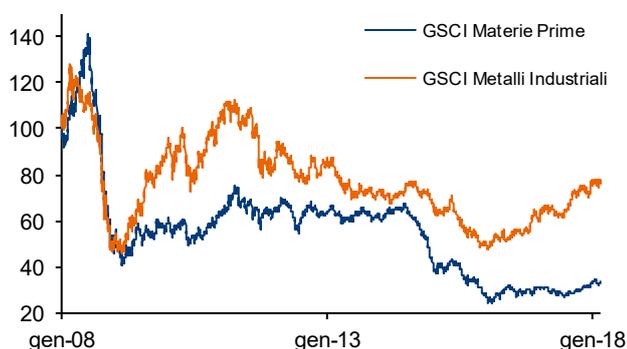
	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.18	2018	2018	2018	2018	2019
Oro (\$)	1.332,5	1.330	1.320	1.310	1.315	1.350
Argento (\$)	16,6	17,0	17,3	18,0	17,9	18,5
Platino (\$)	1.000,0	990	970	950	948	930
Palladio (\$)	1.060,8	1.050	1.060	1.080	1.073	1.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: quotazioni sui massimi, si rafforza l'ottimismo per il 2018

I Metalli Industriali consolidano sui massimi a 5 anni (area 1.450). Appaiono confermati i fondamentali sui metalli industriali, che restano in miglioramento: uno scenario che ci aspettiamo possa consolidare nel corso del 2018 grazie a un ciclo macroeconomico che resta ancora robusto nelle previsioni, come espresso qualche settimana fa dalle stime di crescita economica dell'FMI. Il comparto ha beneficiato delle misure ambientali varate in Cina, puntualmente applicate durante questa stagione invernale, con l'effetto di contrarre la produzione siderurgica nel suo complesso. Va aggiunto che la conferma della forza dell'economia del principale consumatore di metalli industriali rinforza ancora di più la domanda di queste commodity. Il target di crescita del PIL intorno al 6,5% per il 2018 resta l'obiettivo espresso dal Governo cinese, dopo il 6,7% del 2016 (il minimo degli ultimi 25 anni) e il 6,9% dello scorso anno. Dal mese scorso abbiamo posto, come nuovo fattore di influenza, il ritorno del contributo degli Stati Uniti alla domanda globale di metalli industriali. La riforma fiscale varata dall'Amministrazione Trump e votata al Congresso, dopo un iniziale assorbimento di liquidità, dovrà restituire questa liquidità nel corso dell'anno sotto forma di sgravi fiscali e di investimenti per le aziende USA. Investimenti che dovrebbero generare ulteriore gettito fiscale, che potrebbe liberare le risorse necessarie per implementare le politiche di opere pubbliche promesse da Trump in campagna elettorale. Trump ha messo sul piatto 200 miliardi di fondi federali che, a suo avviso, dovrebbero stimolare almeno 1.500 miliardi di investimenti, in 10 anni, provenienti da privati e governi locali e statali. Le stime più rosee indicano che gli investimenti possano arrivare anche a 1.700-1.800 miliardi di dollari: un volano per sostenere ulteriormente la crescita economica e creare posti di lavoro, oltre che incidere sulla domanda di metalli industriali.

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



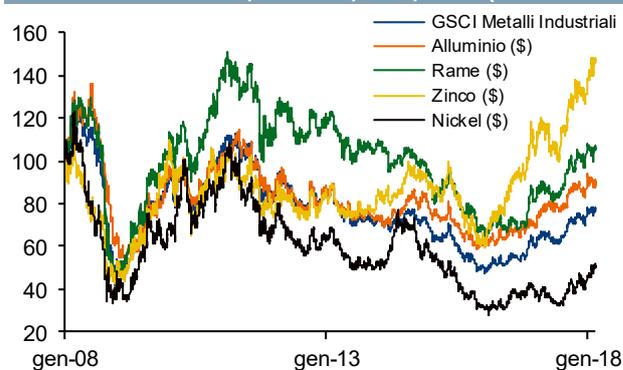
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

	Valore 26.02.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.614,9	2,3	31,2	-46,6
GSCI Industriali	1.433,4	-1,1	47,9	-6,7
Rame (\$)	7.110,0	-1,9	51,1	-9,7
Alluminio (\$)	2.138,0	-5,7	37,1	5,8
Zinco (\$)	3.572,8	7,0	103,6	70,9
Nickel (\$)	13.925,0	9,1	64,0	-16,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: si confermano positive le aspettative sull'attività manifatturiera.** Il mese di gennaio ha visto confermato il trend positivo dell'attività delle industrie cinesi per l'ottavo mese di fila: le rilevazioni dell'istituto Caixin mostrano infatti l'indice PMI relativo al settore manifatturiero rimanere stabile a 51,5 punti a gennaio. Il consenso vede ora una modesta correzione a febbraio a 51,3 punti, che lascia tuttavia l'indice ancora oltre la soglia dei 50 punti superata lo scorso giugno (soglia che divide la contrazione dall'espansione). Per quanto riguarda i dati reali, il 2017 si era chiuso con una crescita cumulata del PIL sopra le attese al 6,9% e la prosecuzione a dicembre del trend positivo sia della produzione industriale (6,2% a/a) che delle vendite al dettaglio (9,4% a/a). Il mese di febbraio ha visto invece, come ogni anno, la pubblicazione di un minor numero di dati macroeconomici, per via dei festeggiamenti per il nuovo anno lunare. Tra i dati pubblicati ha sorpreso quello della **bilancia commerciale** di gennaio: il surplus si è infatti ristretto a 20,32 miliardi di dollari dai 54,69 di dicembre, ampiamente sotto le attese degli operatori (54,65 miliardi). Il calo è stato frutto di un netto incremento delle importazioni (+36,9 a/a, contro 10,6% consenso), solo parzialmente frenato dalla crescita delle esportazioni (11,1% a/a). Nonostante l'ampiezza della variazione, questa risulta probabilmente la conseguenza di un effetto stagionale temporaneo causato dal festeggiamento del Capodanno e non presagisce cambi significativi nei fondamentali della domanda ed offerta internazionale.

**Tenui segnali di raffreddamento dal mercato immobiliare cinese.** Le stime dell'Ufficio nazionale di statistica cinese confermano a gennaio il ventottesimo mese consecutivo di crescita dei **prezzi delle nuove case** nelle maggiori città della Cina. Emergono tuttavia tenui segnali che la politica di raffreddamento del mercato, messa in atto dal governo cinese, stia portando i primi frutti. Le stime di gennaio mostrano infatti una modesta correzione dei prezzi nelle principali città (la prima in due anni di incrementi continui) e un rallentamento della crescita nelle restanti città medio-grandi. Nello specifico, delle 70 città monitorate 52 hanno registrato un incremento dei prezzi abitativi (57 a dicembre), 13 un calo e 5 hanno riportato prezzi stabili. Va tuttavia evidenziata la rimozione dalle stime dei prezzi delle case acquistate tramite sussidi governativi, una decisione che rende il dato meno comparabile.

**Prosegue la crescita dei prezzi in Cina.** Secondo le rilevazioni dell'istituto di statistica cinese, l'inflazione (CPI) nel mese di gennaio è scesa all'1,5% dall'1,8% di dicembre. Il dato, in linea con quanto prospettato dal consenso, risente tuttavia della performance di gennaio 2017, mese in cui i prezzi, specialmente quelli alimentari, erano stati influenzati positivamente dai festeggiamenti per il nuovo anno lunare, creando così un effetto distorsivo nel confronto con gennaio 2018. Il dato su base mensile mostra infatti un'accelerazione del CPI allo 0,6% (massimo da gennaio 2017) trainata dai prezzi degli agricoli, influenzati dal maltempo nel primo mese dell'anno. Anche la misura *core* dell'inflazione, ovvero quella che esclude i prezzi di energia e prodotti alimentari, ha decelerato da 2,2% a 1,9% a gennaio, mentre la variazione su base mensile si è assestata allo 0,3% dallo 0,2% precedente. I dati nel complesso confermano dunque come l'inflazione in Cina prosegua la sua crescita verso il target della PBoC del 3%. In rallentamento invece l'indice dei prezzi alla produzione (PPI), che a gennaio cresce su base annua del 4,3% dal 5,9%. Su base mensile la crescita del PPI scende invece dallo 0,8% di dicembre allo 0,3%, minimo da luglio scorso.

**Rame. Permane l'ottimismo sul 2018 anche se i prezzi sono in leggero storno.** I prezzi del rame hanno registrato uno storno, rientrando dai massimi in area 7.300, sulla scia dei dati che hanno visto un deciso rialzo della produzione in Cina, volto ad anticipare la pausa del mercato cinese in coincidenza del Capodanno Lunare. Sul fronte dell'offerta, la società mineraria Southern Perù Copper Corporation si è aggiudicata l'importante progetto minerario nel Michiquillay (nord-ovest del Perù), un deposito di rame stimato a 2 miliardi di dollari. Il Perù è il secondo produttore di rame al mondo dopo il Cile. L'asta, la prima da circa un decennio, è stata ritardata due volte l'anno scorso a causa di disordini politici legati agli scandali del presidente Kuczynski. Il buon esito dell'asta è apparso come una prova di fiducia da parte degli investitori internazionali nei confronti dello stesso Presidente. La Banca centrale peruviana (BCR) prevede, infatti, un aumento del prezzo del rame del 24% quest'anno e del 7% il prossimo anno, rafforzato dalla crescita dell'economia cinese. Sempre sul fronte dell'offerta, questa

volta statunitense, le scorte di rame in Arizona e Utah appaiono particolarmente elevate e questo riflette essenzialmente due fattori: la domanda debole e il livello dei costi di trasporto eccessivi. Diversi i fattori che hanno spinto al rialzo i costi di trasporto: tra questi, l'aumento dei prezzi del petrolio e la forte crescita economica degli Stati Uniti che ha stimolato la richiesta di trasporto industriale, a cui si sono sommate le restrizioni sul numero di ore consecutive percorribili dai camionisti. Tutti questi elementi potrebbero aver contribuito ad innescare un aumento dei costi di trasporto: un insieme di fattori che non sembra tuttavia minare il cauto ottimismo sul comparto del rame.

**Alluminio. Ottimismo immutato sul 2018, occhio ai dazi USA-Cina.** Superato il tema della riduzione della capacità produttiva in Cina, due sono i fattori che influenzeranno probabilmente il trend dell'alluminio: da una parte la capacità produttiva cinese, che è prevista in incremento da marzo, al termine dell'inverno; dall'altra la possibile guerra commerciale fra USA e Cina, con l'imposizione di dazi commerciali. L'Amministrazione Trump sta infatti valutando l'entrata in vigore di dazi e quote per limitare le importazioni di acciaio e alluminio, che minaccerebbero l'industria statunitense. Le raccomandazioni del Dipartimento al Commercio consegnate al Presidente Trump vanno in questa direzione e lo invitano a decidere (entro l'11 aprile per l'acciaio e entro il 20 aprile per l'alluminio) se varare o meno questa strategia di contrasto all'import mediante dazi; per l'alluminio, il dazio da applicare potrebbe essere anche superiore al 50%. Il grosso delle tariffe dovrebbe penalizzare in particolare la Cina, con tetti anche sui volumi totali di importazioni che frenino l'arrivo dei metalli dall'estero. Un insieme di fattori che non sembra però compromettere il cauto ottimismo sul comparto.

**Zinco. Nuovi massimi sopra 3.500.** Lo zinco continua a mostrare una forza inaspettata. Il raddoppio delle quotazioni registrato negli ultimi due anni conferma lo stato di tensione sulle quotazioni, col prezzo salito fino a oltre 3.500, un livello che non si vedeva dall'agosto 2007. Si tratta di un metallo molto presente nell'industria: attualmente è il quarto più utilizzato, dietro ferro, alluminio e rame. Il suo uso principale utilizzo è nei processi di galvanizzazione dell'acciaio, che consente a quest'ultimo di non arrugginire. Le scorte all'LME sono ormai ridotte ai livelli più bassi dal 2008, con lo zinco che è tornato a scambiare sui massimi decennali. Dal lato dell'offerta resta il tema delle nuove forniture provenienti dalle piccole miniere in Canada e in Australia: il rischio è che queste non siano in grado per colmare il dislivello tra domanda e offerta, lasciando inalterata la pressione rialzista sullo zinco.

**Nickel a ridosso di 14.000 ancora grazie all'auto elettrica.** L'auto elettrica resta il tema di fondo sul comparto. La ripresa dell'industria siderurgica i segnali di scarsità dell'offerta contribuiscono a spingere il nickel in area 14.000 dollari per tonnellata, al record degli ultimi due anni. Le quotazioni del metallo, che ha trovato nuovo slancio dalle prospettive di impiego nelle batterie delle auto elettriche, risultano in rialzo di oltre il 9% dall'inizio dell'anno. Si registra una diminuzione delle scorte di borsa: negli ultimi dodici mesi sono calate del 10% al

LME (sotto le 340.000 tonnellate) e di oltre il 40% alla Shanghai Futures Exchange (a 56.000 tonnellate). La società Vale (una delle più grandi società minerarie, specializzata in nickel) ha ipotizzato un taglio del 15% delle stime di produzione per il 2018 (a 263.000 tonnellate) allo scopo di estrarre più prodotto in futuro, quando la domanda di batterie per auto elettriche farà esplodere la richiesta di nickel. Circa gli altri fattori, oltre all'auto elettrica, la domanda è in deciso recupero nel settore siderurgico: circa il 70% delle forniture di nickel vengono tuttora impiegate nella produzione di acciaio inox. Secondo gli ultimi dati dell'International Stainless Steel Forum (ISSF), questa è cresciuta del 7,4% nei primi 9 mesi del 2017 a 36,1 milioni di tonnellate; ciò è avvenuto in particolare grazie al ritorno alla crescita della siderurgia USA (+14,9%) ma, in generale, è un fenomeno che ha riguardato tutte le aree del mondo. Nel breve non sembrano comunque esserci alcun rischio per l'offerta. L'export dall'Indonesia sta salendo e la fonderia Ambatovy in Madagascar, una delle maggiori al mondo, ha confermato che sarà in grado di rispettare il target e di produrre 40-43 mila tonnellate di nickel nel 2018 (contro 35.500 del 2017).

#### Performance di medio termine

	26.02.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.433,4	3,1	7,4	17,0	-1,1
Rame (\$)	7.110,0	2,4	6,7	19,8	-1,9
Alluminio (\$)	2.138,0	0,1	3,3	12,5	-5,7
Zinco (\$)	3.572,8	9,5	16,9	26,5	7,0
Nickel (\$)	13.925,0	20,4	21,2	26,1	9,1

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo nonostante gli alti livelli dei prezzi.** Si avvia a concludersi, con la fine dell'inverno, la campagna antinquinamento in Cina. Le chiusure programmate di impianti siderurgici e la conseguente contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati potrebbero star per finire. Siamo quindi giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla fine della curva di contrazione della produzione, seguita all'applicazione delle norme antinquinamento. Lo scenario 2018 per i Metalli Industriali si arricchisce quindi di un nuovo fattore di incertezza, ovvero quanto la fine dell'inverno a marzo e il conseguente allentamento delle misure antinquinamento, farà tornare alla piena produzione gli impianti cinesi. Il quadro macroeconomico globale resta ancora favorevole ai metalli, in virtù anche delle previsioni di una crescita economica mondiale stabile espresse dall'FMI lo scorso mese, in cui la Cina continuerà a fare la parte del leone. Globalmente, ci aspettiamo che, in assenza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa pubblica ed in infrastrutture) o dell'offerta (prepotente ritorno alla produzione cinese), prosegua il consolidamento al rialzo delle quotazioni, almeno nel breve. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo profitti positivi anche nel corso del 2018. Un quadro d'insieme che ci consente di confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

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

	Valore 26.02.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	7.110,0	7.000	6.800	6.824	6.700	6.800
Alluminio (\$)	2.138,0	2.128	2.100	2.088	2.079	2.097
Zinco (\$)	3.572,8	3.320	3.283	3.225	3.184	3.184
Nickel (\$)	13.925,0	12.103	12.000	12.000	12.000	12.000

Fonte: consenso Bloomberg

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

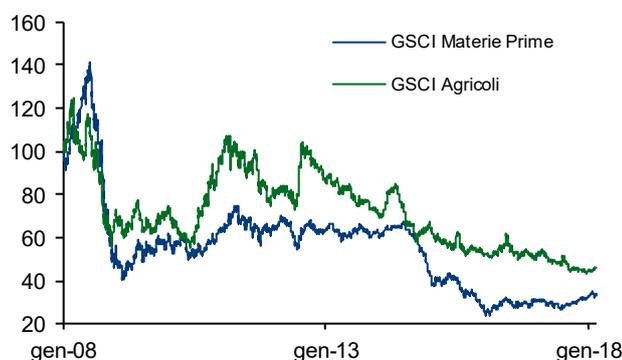
	Valore 26.02.18	1° trim. 2018	2° trim. 2018	3° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019
Rame (\$)	7.110,0	7.100	7.200	7.100	7.125	7.000
Alluminio (\$)	2.138,0	2.200	2.100	2.100	2.150	2.150
Zinco (\$)	3.572,8	3.450	3.500	3.500	3.488	3.600
Nickel (\$)	13.925,0	13.600	14.000	14.700	14.325	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: minima risalita del comparto dai minimi degli anni '70

**Marginale recupero dai minimi di metà anni '70 in questo inizio di 2018.** Gli Agricoli recuperano da inizio anno assettandosi fra 380 e 400, complici le revisioni al ribasso sulle riserve di granaglie del WASDE di febbraio, che lasciano ben sperare circa una possibile riduzione del surplus produttivo nel 2018. A maggior ragione, pertanto, rafforziamo il nostro approccio di massima attenzione circa il possibile recupero dei prezzi, alla luce del miglioramento dei fondamentali del comparto: a) rischio meteo che favorirà ancora raccolti abbondanti; b) accumulo di riserve mondiali di cereali ai massimi, benché l'ultimo mese registri una riduzione delle scorte. Revisione al rialzo invece per le stime FAO, che nel suo report di febbraio incrementa le stime relative alla produzione di cereali di altri 13,5 milioni di tonnellate per il 2017 (per un totale di 2.640 milioni di tonnellate), consolidando la stima per il 2018 sui massimi di sempre: 3.331 milioni di tonnellate. Lo scenario resta quindi caratterizzato da un deciso surplus mondiale di offerta, che rischia di esercitare ancora una forte pressione ribassista sui prezzi. Non mutano pertanto i due temi chiave sul comparto: 1) l'impatto delle condizioni meteorologiche sulla produzione agricola mondiale nel corso del 2018, con il possibile formarsi del fenomeno de "La Niña"; 2) le possibili speculazioni finanziarie dovute al forte ribasso delle quotazioni, che alimenta l'attesa per un possibile rimbalzo fisiologico.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



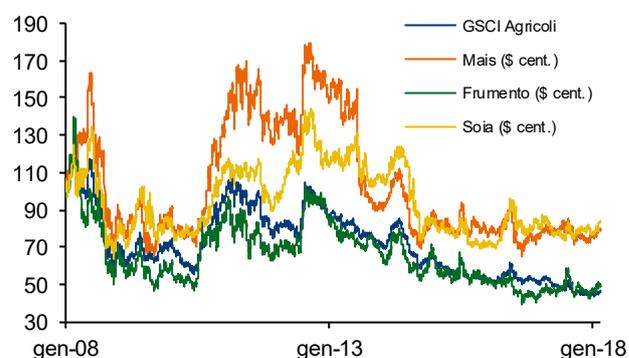
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.02.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.614,9	2,3	31,2	-46,6
GSCI Agricoli	396,1	4,3	-8,1	-45,0
Mais (\$ cent.)	368,5	5,1	3,9	-48,1
Frumento (\$ cent.)	459,5	7,6	3,7	-34,8
Soia (\$ cent.)	1.034,3	8,7	21,0	-29,0
Cotone (\$ cent.)	81,7	3,9	41,1	-1,2
Cacao	2.224,0	17,5	-22,8	4,6
Zucchero	13,7	-9,9	-1,8	-23,2
Caffè (arabica)	120,5	-4,5	6,6	-15,7
Caffè (robusta)	1.790,0	4,4	35,0	-12,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di febbraio.** L'8 febbraio 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** dovrebbero assestarsi a 266,1 Mt nel 2017-18 da 268,0 Mt delle stime del mese scorso e da 252,6 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa a 758,3 Mt nel 2017-18 da 757,0 Mt del mese scorso e da 750,4 Mt del 2016-17. Il consumo globale è visto a 744,8 Mt nel 2017-18 da 741,7 Mt del mese scorso e rispetto ai 739,4 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è atteso al 35,7% nel 2017-18 dal 36,1% precedente e dal 34,2% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** sono previste a 203,1 Mt nel 2017-18 rispetto a 206,6 Mt dello scorso mese e contro 229,8 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe assestarsi a 1.041,7 Mt nel 2017-18 rispetto a 1.044,6 Mt dello scorso mese e a 1.076,0 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 1.068,4 Mt nel 2017-18 da 1.066,7 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.061,2 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è previsto a 19,0% nel 2017-18 dal 19,4% precedente e dal 21,7% della stagione 2016-17. Le scorte finali di **soia** sono viste a 98,1 Mt nel 2017-18 da 98,6 Mt dello scorso mese e contro 96,1 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe assestarsi a 346,9 Mt nel 2017-18, da 348,6 Mt del mese passato e 351,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso a 343,2 Mt nel 2017-18 da 344,5 Mt dello scorso mese e da 330,1 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è previsto a circa 28,6% nel 2017-18, inalterato rispetto alla stima precedente e dal 29,1% del 2016-17.

**Il quadro sugli Agricoli nel post-WASDE di febbraio.** Il WASDE ha rivisto al ribasso le proiezioni sulle scorte USA al termine della stagione 2017-18. Il **frumento** migliora i suoi fondamentali, con una crescita dei consumi ed una riduzione delle riserve finali che implicano una leggera flessione del surplus produttivo rispetto al mese scorso. Questo quadro sostiene il blando recupero delle quotazioni in atto. I dati WASDE relativi al **mais** ribadiscono il percorso di miglioramento dei fondamentali osservato negli

ultimi mesi. Si conferma, infatti, un calo di riserve e produzione che dovrebbe consentire l'aumento del deficit atteso nella stagione 2017-18, quadro che beneficia anche dell'aumento dei consumi. Sul fronte della **soia** si registra un calo di riserve finali e produzione, accompagnato da una riduzione del consumo: lo scenario appare meno positivo rispetto a frumento e mais, ma non ha impedito alla soia di contribuire al recupero del comparto registrato nelle ultime settimane.

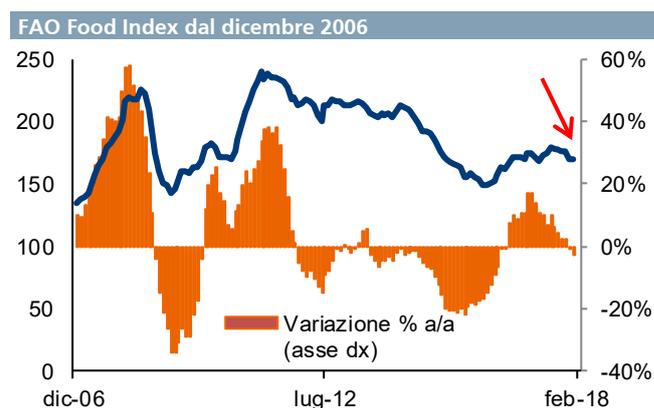
Performance di medio termine					
	26.02.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	396,1	3,8	3,8	3,8	4,3
Mais (\$ cent.)	368,5	8,8	8,8	2,3	5,1
Frumento (\$ cent.)	459,5	12,2	12,2	9,7	7,6
Soia (\$ cent.)	1.034,3	3,8	10,1	2,3	8,7
Cotone (\$)	81,7	13,2	19,1	9,0	3,9
Cacao	2.224,0	1,4	-16,7	-14,6	17,5
Zucchero	13,7	-11,6	-2,6	-31,0	-9,9
Caffè (arabica)	120,5	-3,4	-7,5	-16,6	-4,5
Caffè (robusta)	1.790,0	1,4	-16,7	-14,6	4,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Indice FAO dei prezzi alimentari rimane stabile a gennaio.** L'indice FAO dei prezzi alimentari è rimasto sostanzialmente invariato a gennaio, registrando una media di 169,5 punti, che corrisponde a un calo del 3% rispetto a gennaio 2017. L'indice, che è una media ponderata su base commerciale dei prezzi delle cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali, ha risentito da un lato dell'aumento su base mensile dei prezzi dei cereali (+2,5%), trainati dalla debolezza del dollaro e dalle preoccupazioni sul maltempo, dall'altro del calo dei prezzi caseari (-2,4%) dove l'abbondanza dell'offerta ha influenzato particolarmente le quotazioni di burro e formaggio. Anche l'indice dei prezzi dello zucchero (-1,6%) ha risentito negativamente di una produzione particolarmente abbondante, mentre sono rimasti pressoché invariati rispetto a dicembre i prezzi di oli vegetali e carne.

**La FAO rivede al rialzo le stime sulla produzione e sulle scorte mondiale di cereali.** Nel Cereal Supply and Demand Brief di febbraio la FAO ha rivisto al rialzo di 13,5 milioni di tonnellate le stime globali sulla produzione di cereali nel 2017 a 2.640 milioni di tonnellate, il massimo mai raggiunto, in crescita dell'1,3% rispetto alla stagione precedente. Sono state invece confermate le stime sulle forniture mondiali per il 2017/2018, in aumento a circa 3.331 milioni di tonnellate. La revisione delle stime è dovuta principalmente alla produzione di cereali secondari, in particolare quella di mais in Cina, Messico e Unione Europea. Riviste al rialzo anche la produzione di grano in Canada e Federazione Russa, grazie a raccolti più favorevoli, e quella di riso in Cina. La produzione complessiva di grano e di riso per il 2017 è stata così aggiornata: la prima è attesa a 757,6 milioni di tonnellate, poco al di sotto dei livelli record del 2016, mentre la seconda è stimata a 501,9 milioni di tonnellate. L'utilizzo globale di cereali per la stagione 2017/18 è stato modestamente rivisto al rialzo a 2.603 milioni di tonnellate (+1,4% rispetto alla stagione precedente), spinto in particolare dalla revisione positiva dei cereali secondari, usati come

mangime per gli animali. Per concludere, le stime della FAO vedono in crescita le riserve mondiali cerealicole al livello record di 739 milioni di tonnellate: la revisione è dovuta principalmente al rialzo delle scorte di cereali (+12,8 milioni di tonnellate), mentre le stime di riso e cereali secondari sono rimaste sostanzialmente invariate. A seguito della revisione al rialzo delle scorte, le stime dello "stock-to-use-ratio" (il rapporto tra gli stock finali e le utilizzazioni interne) di cereali salgono al 27,7% entro la fine del 2017/18, il livello più alto dal 2001/02.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus Zucchero: il surplus produttivo deprime i prezzi.** Le prospettive sui raccolti di canna da zucchero appaiono in miglioramento: difficilmente la produzione subirà cali significativi nell'immediato grazie al robusto output in arrivo da Europa ed Asia, come si evince dal consolidamento al ribasso delle quotazioni dello zucchero. E' probabile che i prezzi siano messi sotto pressione da un mercato connotato da un eccesso di offerta, in questa e nella prossima stagione: queste le previsioni di Green Pool (Green Pool Commodity Specialists è una società indipendente con sede a Brisbane, in Australia). Sul fronte delle scorte prevalgono previsioni negative, con la stagione 2018/2019 che vedrà le riserve globali aumentare sino a 94,5 milioni di tonnellate. Il surplus per la stagione 2017/2018 è stimato a 11,51 milioni di tonnellate (+1,9 milioni di tonnellate rispetto alla precedente stima), mentre l'eccesso di offerta per la prossima stagione è quantificato in 5,3 milioni di tonnellate. Il ciclo stagionale dello zucchero prevede due anni di deficit di offerta, a cui fanno seguito tre anni di surplus: questo quadro indica pertanto che l'attuale ciclo di surplus sta appena iniziando a mostrare i suoi effetti depressivi sul mercato. Va detto però che il surplus della prossima stagione vedrà una contrazione produttiva globale di circa 2,7 milioni di tonnellate rispetto al record di questa stagione, per un ammontare di 191,8 milioni di tonnellate prodotte. La contrazione è imputabile ad un forte calo della produzione nel centro/sud del Brasile (-4 milioni di tonnellate, per un totale di 32 milioni) dovuto alla riduzione del raccolto di canna, atteso a quota 590 milioni di tonnellate. La stima media per la produzione di questa regione prevede un output di 32,4 milioni di tonnellate, con un raccolto della canna quantificabile in 592,5 milioni di tonnellate (dati relativi alla stagione 2018/2019). La quota di canna da zucchero destinata

alla produzione di zucchero alimentare è attualmente pari al 42,5%, evidenziando un forte calo dovuto ad una maggior produzione di etanolo. Alla flessione produttiva del Brasile risponde però l'India, il cui output è previsto in crescita di 2,5 milioni di tonnellate, a 28,8 milioni di tonnellate, grazie ad una miglior resa dei raccolti di canna da zucchero. Nonostante la contrazione brasiliana, la produzione globale rimarrà superiore ai consumi, benché questi ultimi siano attesi in crescita di 2,88 milioni di tonnellate a/a per un totale di 184,9 milioni. Da monitorare la situazione europea, dove assisteremo probabilmente ad una contrazione della domanda, a fronte di un aumento dell'utilizzo di zucchero (+2%) in Africa e Medio Oriente.

**Focus Cotone: prezzi rivisti al rialzo, ma restano le incertezze sulla dinamica delle scorte.** L'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha di nuovo rivisto al rialzo le stime sui prezzi del cotone nella stagione 2017/18, sulla scia di un prospettato calo delle scorte globali. La nuova stima è di 77 USD/lb per il prezzo medio per la stagione in corso (+3 USD/lb rispetto alla stima precedente), previsione che lascia presagire un calo dei prezzi nella restante parte della stagione, essendo il prezzo medio fino ad ora prossimo ad 82,4 USD/lb. In crescita anche le stime sui prezzi del poliestere per la stagione 2017/18, trainati prevalentemente dal rialzo delle quotazioni petrolifere. L'ICAC stima le scorte mondiali di cotone a 18,88 milioni di tonnellate al termine della stagione, in calo di circa 0,1 milioni di tonnellate rispetto alla precedente stagione a causa dei raccolti in India e Pakistan, che hanno risentito degli attacchi parassitari del "bulbo rosa". Contrariamente alle stime ICAC, la Cotlook Ltd. (la Cotlook Limited, redattrice del Cotton Outlook, è una società indipendente di analisi sul cotone, con sede in Inghilterra) prevede un aumento delle scorte di 0,324 milioni di tonnellate, spinto dall'abbondanza dei raccolti cinesi. Infine, le previsioni formulate dal Dipartimento dell'Agricoltura (USDA) degli Stati Uniti indicano un aumento delle semine statunitensi tale da raggiungere i livelli massimi degli ultimi sette anni. Le previsioni meteo (che indicano una possibile siccità estiva, in grado di ridurre il prodotto finale) hanno indotto gli agricoltori ad aumentare le dimensioni della semina al fine di cautelarsi sul raccolto. Nello specifico, le proiezioni diffuse dal National Cotton Council (il sotto-dipartimento che si occupa del cotone) indicano semine a quota 13,08 milioni di acri (+3,7% a/a, ai massimi dal 2011). L'USDA stima poi un incremento delle scorte pari a 0,33 milioni di tonnellate. Fino ad ora le scorte durante la stagione sono risultate in aumento di circa 0,14 milioni di tonnellate ma, dal lato dei consumi, sono emersi segnali di una crescita della domanda.

**Focus Caffè: deficit solo temporaneo, i raccolti 2018/19 dovrebbero riportare il mercato in surplus.** Nel Coffee Market Report (CMR) di gennaio, la International Coffee Organization (ICO) ha confermato il proprio scenario base secondo il quale, anche nella stagione 2017/2018, il mercato del caffè non dovrebbe assistere ad una significativa ricostituzione delle scorte, dopo i deficit di fornitura delle stagioni 2014/15 e

2015/16; le esportazioni a livello mondiale dovrebbero invece registrare un deciso calo del 6,7%. La produzione mondiale per la stagione 2017/18 è infatti stimata in crescita dello 0,8% a 158.930 mila bags, mentre il consumo dovrebbe crescere dell'1,0% a 158.953 mila bags: queste stime vedono dunque il mercato passare dal modesto surplus del 2016/2017 ad un deficit di circa 22 mila bags, di molto al di sotto del deficit di 3.648 mila bags del 2015. I prezzi del caffè non hanno risentito positivamente delle osservazioni emerse dal CMR sulla stagione 2017/18, in quanto le stime della stagione corrente sono influenzate dalle attese di un calo marcato, ma temporaneo, nella produzione sudamericana (-4,9%). Quest'ultima dovrebbe registrare peraltro un significativo rimbalzo nelle stagioni 2018/19, con la produzione brasiliana che è stimata toccare nuovi record grazie ad un raccolto particolarmente florido. Le prospettive sul 2018/19 del Sudamerica, unite a quelle già positive di America Centrale e Vietnam, fanno presagire un passaggio verso un surplus più accentuato nella prossima stagione e, di conseguenza, pressioni al ribasso sui prezzi.

**Focus Cacao: scorte a fine 2016/2017 in aumento meno del previsto, ma l'ICCO rimane cauto.** Sul fronte del cacao, il focus rimane sulle condizioni delle scorte globali, con le stime da parte dell'International Cocoa Organization (ICCO) che vedono la crescita effettiva delle scorte assestarsi a solo 144.000 tonnellate al termine della stagione 2016/2017 (rilevazione di gennaio), un dato contrastante con il surplus di 355.000 tonnellate (sempre per la stagione 2016/2017) che era stato stimato a novembre dal bollettino trimestrale dell'ICCO. La rilevazione è possibile che sia stata inficiata da un aumento delle cosiddette "scorte invisibili", ovvero l'ammontare di scorte che non sono oggetto di analisi da parte dell'ICCO, ad esempio quelle in Asia, sul cui ammontare non si dispone di precise indicazioni. Quest'ultima osservazione aumenta dunque l'incertezza sul futuro trend dei prezzi del cacao, che, dopo i minimi di dicembre 2017, sembra aver cominciato un robusto movimento di rialzo. Al fine di cogliere la dinamica futura di domanda e offerta, restano sotto osservazione due elementi chiave: da un lato la produzione in Ghana, dove la siccità che affligge alcune aree dedicate alla coltivazione del cacao potrebbe impedire il raggiungimento delle 850.000 tonnellate (+9%) attese per la stagione in corso; dall'altro il calo delle scorte in Europa (rilevato dalle indagini ICCO) che potrebbe avere un forte impatto sulla domanda di cacao. L'Europa è infatti un'area fondamentale in termini di lavorazione del cacao e, di conseguenza, influenza la domanda di prodotto grezzo.

**Outlook Moderatamente Positivo.** Il 2018, pur rischiando di caratterizzarsi per i medesimi fattori negativi del 2017, ha visto un recupero delle quotazioni delle principali granaglie. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come confermato dalla stessa FAO, che indica nuovi record di produzione e scorte, rafforzando l'attesa di ulteriore debolezza delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni ma in calo nel mese scorso, non sembra poter venire eroso da un possibile ritorno della domanda di etanolo, visto il rialzo

delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo visto il livello minimo delle quotazioni e nonostante il blando recupero di queste prime settimane del 2018, ribadendo la nostra idea di un possibile ulteriore rimbalzo dei prezzi nella prima parte dell'anno: scenario che avrebbe maggiori probabilità di verificarsi se si sviluppasse il fenomeno meteorologico de "La Niña". In questo 1° trimestre del 2018 potrebbe proseguire quel minimo di volatilità positiva sulle quotazioni, senza tuttavia escludere un recupero maggiore nel corso dell'intero 2018.

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

	Valore	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.18	2018	2018	2018	2018	2019
Mais (\$ cent.)	368,5	360,0	370,0	380,0	376,4	395,0
Fruento (\$ cent.)	459,5	442,5	452,7	465,0	464,6	475,0
Soia (\$ cent.)	1.034,3	975,0	980,0	975,0	996,3	1.017,7
Cotone (\$)	81,7	78,5	74,1	72,3	72,5	74,0
Cacao	2.224,0	2.047,5	2.125,0	2.175,0	2.150,0	2.250,0
Zucchero	13,7	14,5	14,3	14,5	14,5	15,0
Caffè (arabica)	120,5	127,0	130,0	133,8	133,0	133,0
Caffè (robusta)	1.790,0	1.535,0	1.535,0	1.535,0	1.848,0	1.875,0

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	1° trim.	2° trim.	3° trim.	Anno	Anno
	26.02.18	2018	2018	2018	2018	2019
Mais (\$ cent.)	368,5	360	370	375	371	400
Fruento (\$ cent.)	459,5	445	450	450	450	475
Soia (\$ cent.)	1.034,3	995	990	990	991	1.000
Cotone (\$)	81,7	78,0	75,0	75,0	75,8	75,0
Cacao	2.224,0	2.000	2.100	2.150	2.113	2.250
Zucchero	359,1	370	365	360	363	350
Caffè (arabica)	120,5	121	120	125	124	135
Caffè (robusta)	1.790,0	1.775	1.775	1.800	1.793	1.850

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 26.01.2018.

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](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.intesasnpaolo.com/script/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/script/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 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](http://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 Rizzo

### Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

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