

Cautela sul 2018, frena il petrolio dopo l'accordo OPEC

Energia: Outlook Neutrale, i prezzi consolidano dopo l'OPEC. Come detto il mese scorso, il tetto degli oltre 80 dollari al barile è apparso una resistenza troppo forte da superare in maniera stabile, specie dopo che alle difficoltà produttive di alcuni membri OPEC il Cartello ha risposto con un accordo di rialzo della produzione di circa 1 milione di barili. Anche il comparto *shale-oil* sembra aver raggiunto il suo limite; da qualche settimana infatti le statistiche sulle trivelle attive (a cura di Baker-Hughes) mostrano un consolidamento del numero di siti produttivi. Riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio si spingano in un nuovo *trading range* nel corso del 2018, spostandosi intorno ai 70 dollari per il WTI e i 75 dollari per il Brent e confermando il nostro Outlook Neutrale. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent 78 dollari al barile per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI 70 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 74 dollari al barile per il 2019 e a 80 e 75 dollari al barile per il 2020.

Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto, ma resta alta la prudenza. I Preziosi restano legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La svolta ancora più restrittiva della Banca centrale americana, che annuncia 4 rialzi dei tassi (invece di 3) nel 2018, non potrà che giovare a dollaro e titoli di stato USA. Con un rendimento del decennale oltre il 3%, è molto probabile che gli operatori decidano di preferire la "carta" americana come bene rifugio (asset facilmente liquidabile), invece di immobilizzare liquidità in oro e argento. La sommatoria di rischi inflattivi (deboli), domanda industriale in rialzo (ma molto lentamente) e rischi geopolitici in contrazione potrebbe ancora sostenere i Preziosi, anche se il quadro si è fatto meno positivo rispetto ai mesi scorsi.

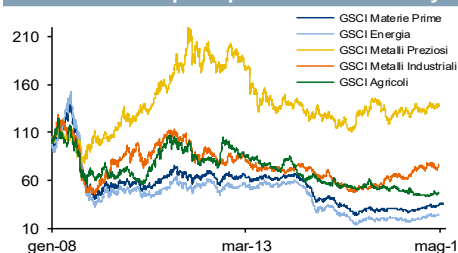
Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante l'incertezza sui dazi e lo storno delle quotazioni. Il nuovo round di tensioni fra USA e Cina ha messo in fibrillazione l'intero comparto. La mancanza di uno sbocco e il costante disattendere gli accordi appena siglati ha posto gli operatori finanziari in una forte incertezza. La medesima incertezza caratterizza anche i produttori, titubanti nel programmare grosse commesse viste le incognite sulla commercializzazione del prodotto. La frizione fra fattori fondamentali (ancora favorevoli al recupero delle quotazioni) e fattori esogeni (che aumentano la volatilità), pur consolidando il clima incerto sul comparto dei Metalli, non muta il nostro approccio cautamente ottimista. I fondamentali sono deteriorati ma ancora buoni e ci aspettiamo prezzi in rialzo nella seconda parte del 2018, che ci consentono di riconfermare un Outlook Moderatamente Positivo.

Agricoli: Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo. Le tensioni legate ai dazi imposti dagli USA alla Cina e la contromossa cinese di pari entità (50 miliardi di dollari) in vigore dal 6 luglio hanno un forte impatto sul mercato degli Agricoli. I timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi si sono pertanto concretizzati indebolendo ulteriormente i prezzi dei principali cereali. Cambiamo pertanto il nostro Outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo, visti l'ulteriore ribasso dei prezzi e l'incognita circa le possibili reazioni all'entrata in vigore dei dazi cinesi sui prodotti agricoli USA. Nella seconda parte del 2018 potrebbe proseguire quel minimo di volatilità positiva sulle quotazioni, mentre restiamo cauti sull'ammontare del recupero per l'intero 2018.

Performance degli indici commodity				
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	26.06.18	01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.738,0	7,1	18,0	-41,2
GSCI Energia	530,0	14,6	34,1	-49,6
GSCI Met. Preziosi	1.509,0	-4,3	-7,1	-1,4
GSCI Met. Industriali	1.376,9	-5,0	39,3	4,9
GSCI Prod. Agricoli	366,0	-3,6	-24,3	-46,9

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datastream, Bloomberg e previsioni di consenso al 26.06.2018

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

27 giugno 2018

13:37 CET

Data e ora di produzione

27 giugno 2018

13:43 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*

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

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

Fonte: Thomson Reuters-Datastream

Performance commodity

(%)	2018	2017
WTI	16,7	45,0
Brent	14,1	52,4
Gas Naturale	-0,5	59,3
Gasolio	7,2	53,6
Oro	-3,5	8,6
Argento	-4,5	15,8
Rame	-7,4	17,7
Alluminio	-4,9	12,3
Zinco	-13,5	60,6
Nickel	15,9	13,6
Mais	0,5	-1,9
Fruento	10,0	-13,2
Soia	-8,9	14,4
Cacao	28,5	-33,8
Zucchero	-20,1	28,0
Caffè (arabica)	-9,0	8,2
Cotone	8,2	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datastream. Dati al 26.06.2018

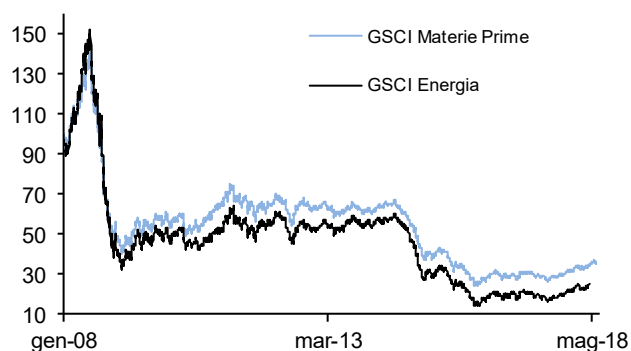
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 26.06.2018 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: accordo OPEC/Russia per un aumento della produzione petrolifera

Commodity: permane cauto ottimismo visto il loro ruolo prociclico. Prosegue il cauto ottimismo sulle commodity per il 2018 nonostante un moderato rallentamento della loro performance da inizio anno, che deriva dalla forte volatilità dei mercati delle ultime settimane. Le prospettive per il 2018 rimangono sostanzialmente positive. Secondo l'ultimo Commodity Markets Outlook della Banca Mondiale, quest'anno le quotazioni delle materie prime sono previste in moderata salita, soprattutto in riguardo alle commodity energetiche (il petrolio in particolare). Nei portafogli degli operatori le materie prime svolgono due ruoli fondamentali: a) protezione contro l'inflazione (è il caso dell'oro ma anche del petrolio); b) offrono una decisa diversificazione dell'allocatione di liquidità. Il rapporto fra domanda e offerta di materie prime, infatti, segue dinamiche totalmente diverse rispetto a quelle dei mercati azionari e obbligazionari, basti pensare al ruolo delle previsioni meteo sul comparto degli Agricoli. Secondo i dati di Morningstar, nei primi quattro mesi dell'anno i prodotti ETF sulle commodity hanno raccolto in Europa oltre 3 miliardi di euro (5,7 miliardi negli ultimi 12 mesi), concentrati soprattutto sui panieri diversificati e sui metalli preziosi. In questo scenario di prudenza, la guerra commerciale fra USA e Cina resta il tema di maggior tensione in grado di innervosire gli operatori e deprimere i prezzi delle commodity.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.06.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.738,0	7,1	18,0	-41,2
GSCI Energia	530,0	14,6	34,1	-49,6
WTI (\$)	70,5	16,7	52,2	-27,3
Brent (\$)	76,3	14,1	61,8	-25,8
Gas Naturale (\$)	2,9	-0,5	8,2	-18,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

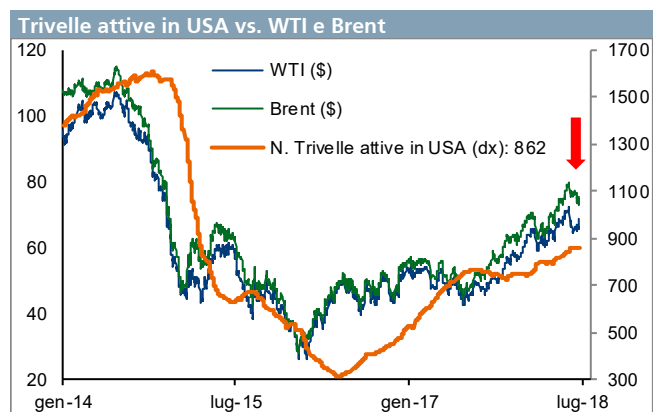
OPEC del 22 giugno: petrolio volatile dopo la mossa congiunta di OPEC e Russia volta ad aumentare la produzione. I paesi OPEC hanno raggiunto un accordo di principio per l'aumento delle quote di produzione nella dimensione di 1 milione di

barili al giorno. Aumento che nella realtà è solo sulla carta, poiché diversi paesi che recentemente hanno sottoprodotta (Venezuela, Angola e Nigeria, per citarne alcuni) faranno fatica a tornare alle quote massime. Pertanto, il rialzo produttivo reale sarà solo di 600.000 barili, ovvero esattamente la quantità necessaria a riequilibrare l'offerta con la domanda di mercato in essere, senza creare alcun surplus di prodotto. Rassicura ulteriormente il mercato la dichiarazione, per ora solo informale, che agli altri produttori non sarà concesso di colmare la differenza. La Russia, successivamente, si è così allineata all'impegno dell'OPEC di aumentare l'output in risposta alla crescente domanda globale, chiudendo una settimana di tensione diplomatica tra l'Iran e l'Arabia Saudita.

Energia: probabile un consolidamento di WTI e Brent dopo il meeting OPEC di Vienna. Nel mese di giugno abbiamo assistito a una frenata dei prezzi del petrolio, col Brent tornato a 75 dollari al barile. L'output statunitense è ormai stabilmente sopra i 10,5 milioni di barili al giorno: ora gli Stati Uniti producono più petrolio dell'Arabia Saudita e sono secondi solo alla Russia, che ha un output di circa 11 milioni di barili al giorno. Se il trend di produzione americana proseguisse di questo passo, anche la Russia verrebbe superata entro pochi mesi. Baker Hughes ha confermato le trivelle attive sul suolo statunitense a 862; sono ormai alcune settimane che le trivelle attive restano intorno al numero di 862-864, raffreddando solo momentaneamente i timori sulla crescente produzione USA e confermando i problemi di ulteriore espansione del settore *shale-oil*, vicino alla massima capacità. Per quanto riguarda le manovre di Trump contro l'Iran, rispetto al mese scorso segnaliamo un elenco di società e raffinerie già pronte a non comprare e lavorare il prodotto di Teheran, mettendo in allarme il Governo iraniano. Questo nonostante l'Iran, analizzando il documento del Dipartimento del Tesoro USA sulle sanzioni a 90 e 180 giorni, non avesse ravvisato interventi tali da generare una riduzione dell'output petrolifero del Paese arabo. Il quadro resta pertanto di sostegno al petrolio dopo il meeting OPEC del 22 giugno.

Venezuela: nuove sanzioni USA dopo la rielezione di Maduro. Dopo le sanzioni decise dall'amministrazione Trump lunedì 21 maggio nei confronti del Venezuela, a seguito della rielezione del presidente Maduro, gli Stati Uniti hanno ulteriormente intensificato le sanzioni che colpiscono persone fisiche e società operative in Venezuela con il fine ultimo di costringere il presidente Maduro ad implementare sostanziali riforme politiche e di mercato. L'azione USA si ripercuote sulla capacità del Paese di mantenere in condizioni idonee le infrastrutture dedicate alla produzione e alla raffinazione del greggio estratto. Il Venezuela attualmente produce una media di 1,4 milioni di barili giornalieri, in costante calo, contro i 2,37 milioni del 2016. Come sappiamo anche la UE, accordandosi all'amministrazione Trump, ha intensificato le sanzioni accusando 7 responsabili del Governo venezuelano di aver perpetrato gravi violazioni dello stato di diritto e dei diritti umani in occasione della violenta repressione delle manifestazioni di opposizione cittadina tra aprile e luglio del

2017. Ma anche in questo caso il Venezuela ha respinto con fermezza la nota con cui l'Unione Europea "pretendeva" di mettere in discussione l'esito delle elezioni presidenziali tenutesi lo scorso 20 maggio.

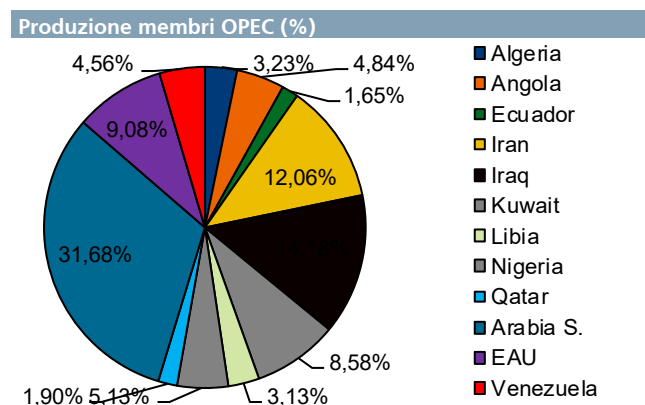


Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: prezzo del petrolio rivisto al rialzo nonostante il probabile aumento della produzione di OPEC e Russia. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) del 12 giugno, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato petrolifero riguardanti il periodo 2018-19. L'EIA prevede che il prezzo del Brent potrebbe raggiungere una media di 71,06 USD al barile nel 2018 (rivisto da 70,68 USD a maggio) e 67,74 USD nel 2019 (rivisto da 65,98 USD). Lo spread tra i prezzi Brent e WTI dovrebbe essere di circa 6,5 dollari nel 2018 e 5,8 nel 2019. Il mercato dovrebbe registrare un minimo deficit di 0,1 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018 (in calo da un avanzo di 0,2 mb/g previsto il mese scorso) e un piccolo avanzo di 0,2 mb/g nel 2019 (in calo da un avanzo di 0,6 mb/g stimato un mese fa).

OPEC: i dati del MOMR di giugno indicano un aumento della domanda mondiale. Nell'ultimo report mensile MOMR (Monthly Oil Market Report) del 12 giugno, l'OPEC ha pubblicato le proprie stime aggiornate su domanda e offerta di greggio per il 2018. L'OPEC non ha particolarmente modificato le previsioni rispetto al mese di maggio. L'offerta non-OPEC dovrebbe salire a 59,7 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018, espandendosi di +1,9 mb/g su anno (da 59,6 mb/g a maggio). La domanda mondiale dovrebbe salire fino a 98,8 mb/g, corrispondente a +1,7 mb/g a/a. Pertanto, la "call on crude OPEC", ovvero l'offerta necessaria per bilanciare i mercati, è stimata a 32,7 milioni di barili al giorno (invariata rispetto a maggio), corrispondente a -0,3 mb/g su anno. Secondo fonti secondarie, l'offerta complessiva OPEC si è stabilizzata a maggio, salendo marginalmente a 31,87 mb/g da 31,83 mb/g di aprile. Questo quadro suggeriva già come l'OPEC potesse abbassare la propria conformità ai tagli di produzione per fine 2018 e mantenere i mercati petroliferi comunque in equilibrio. Evento che si è puntualmente verificato nel meeting OPEC di Vienna col varo di un

incremento nominale di 1 milione di barili (ma in realtà circa 600.000 barili reali). Le scorte nei Paesi dell'OCSE hanno registrato una contrazione ad aprile, scendendo a 2.811 milioni di barili, 26 milioni di barili al di sotto della loro media a cinque anni (con scorte di greggio in eccedenza di 0,4 milioni di barili rispetto alla media).



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 31.05.2018

IEA: le quotazioni elevate del greggio spingono al ribasso la domanda mondiale. Nell'Oil Market Report (OMR) del 13 giugno, l'IEA (International Energy Agency) ha segnalato che continuerà il calo della produzione di petrolio in Venezuela e in Iran nei prossimi mesi. Entro la fine del 2019 la produzione di entrambi i produttori potrebbe essere inferiore a 1,5 milioni di barili al giorno. Anche se il deficit di Iran e Venezuela dovesse essere compensato, il mercato rimarrà comunque sbilanciato nel 2019, e sarà vulnerabile agli aumenti dei prezzi in caso di nuova volatilità sul mercato. Per compensare queste perdite gli altri membri del Cartello potrebbero aumentare rapidamente la loro produzione di 1,1 milioni di barili giornalieri, e anche la produzione russa potrebbe aumentare. Tale scenario si è infatti verificato nel meeting OPEC dello scorso 22 giugno. L'IEA rivede leggermente le previsioni per i consumi 2018, il cui rialzo rimane comunque intorno a 1,4 milioni di barili al giorno. L'Agenzia è convinta che i prezzi non dovrebbero continuare a salire al ritmo registrato a metà 2017 e la richiesta di greggio potrebbe anche ricevere supporto dalle misure in esame in alcuni paesi (come Argentina, Brasile, Indonesia, Russia e Turchia), nonché dalla spinta generata dal settore petrolchimico, con il risultato di una crescita della domanda petrolifera globale per il 2019 di 1,4 milioni di barili al giorno.

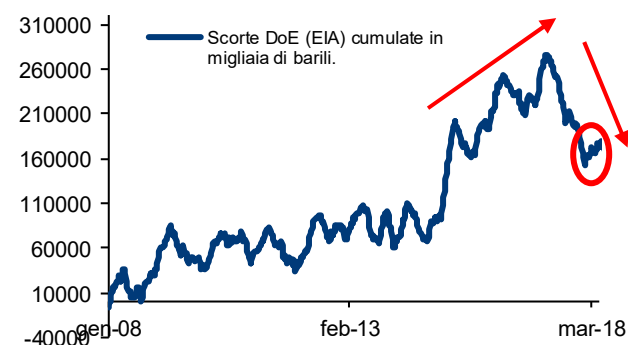
Performance di medio termine					
	26.06.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	530,0	8,8	8,3	30,7	14,6
WTI (\$)	70,5	8,1	18,3	59,4	16,7
Gas Naturale (\$)	2,9	9,2	7,3	-3,2	-0,5
Gasolio (\$)	643,8	4,1	8,3	52,1	7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA. Negli USA, il report settimanale sulle scorte dell'Energy Information Administration (EIA),

relativo alla settimana del 20 giugno, ha mostrato un calo di -5,9 milioni di barili; le attese erano per un calo di oltre 2,4 milioni di barili. Anche le scorte settimanali di petrolio, a cura dell'API (American Petroleum Institute), hanno registrato un deciso calo, ben oltre i -9 milioni di barili, contro attese di -2,5 milioni. Sullo sfondo, l'aumento della produzione USA resta il principale ostacolo al rialzo dei prezzi del greggio, controbilanciato dalle attese sanzioni all'Iran che ne limiteranno l'output.

WTI: scorte DoE

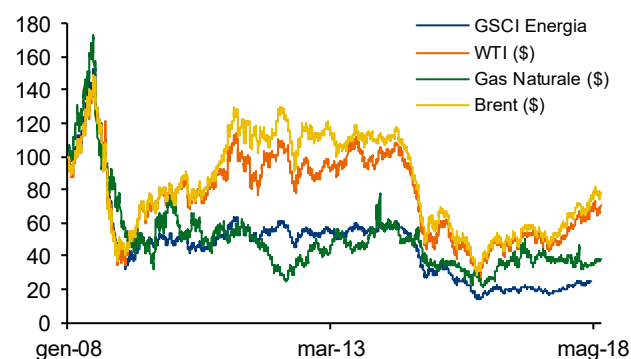


Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Gas Naturale: temperature estive e dati EIA al centro della dinamica del gas. Le stime EIA dello Short-Term Energy Outlook (STEO) di giugno indicano che il commercio mondiale di gas naturale liquefatto (LNG) ha raggiunto i 38,2 miliardi di piedi cubi al giorno (Bcf/d, *billion cubic feet per day*) nel 2017, con un aumento del 10% (+3,5 miliardi di piedi cubi/giorno) rispetto al 2016; che rappresenta il maggior incremento di volumi annuali mai registrato. Nel 2017 c'erano 19 paesi esportatori di LNG e 40 paesi importatori. L'Australia e gli Stati Uniti sono stati tra i paesi che hanno maggiormente ampliato le esportazioni di natural gas nel 2017 (con 2,7 miliardi di piedi cubi/giorno in più). L'anno scorso, l'EIA ha registrato un aumento di oltre 82 miliardi di piedi cubi sul mercato globale, mentre l'incremento medio quinquennale si attesta intorno ai 91 miliardi di piedi cubi. Secondo l'EIA, le scorte totali ora si attestano a 2.004 mila miliardi di piedi cubi (Tcf), in calo di 757 miliardi di piedi cubi rispetto a un anno fa e 499 miliardi di piedi cubi al di sotto della media quinquennale. Il secondo tema a guidare le quotazioni del gas naturale riguarda le previsioni meteo. Le previsioni per l'Europa e la costa orientale degli USA indicano temperature nella media fino al 1° luglio, con un successivo possibile ritorno di temperature sopra la media; un quadro che sta favorendo un blando rialzo delle quotazioni ma all'interno di un movimento di consolidamento laterale. I picchi di domanda di elettricità, per condizionamento ambientale, si avranno solo in caso di rialzo corposo delle temperature. In quest'ottica appare probabile che questo scenario meteo di blando surriscaldamento delle temperature non generi alcuna tensione sui prezzi del metano. Avremo pertanto dei volumi di scambi ridotti fino a quando le

previsioni meteorologiche non faranno chiarezza sulle temperature dopo il 1° luglio.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale, i prezzi consolidano dopo l'OPEC. Confermiamo come il comparto petrolifero abbia ormai lasciato alle spalle il proprio massimo, in coincidenza con l'ultima salita dei prezzi registrata in maggio. Come detto il mese scorso, il tetto degli oltre 80 dollari al barile è apparso una resistenza troppo forte da superare in maniera stabile, specie dopo che alle difficoltà produttive di alcuni membri OPEC il Cartello ha risposto con un accordo di rialzo della produzione di circa 1 milione di barili. La prospettiva di ulteriori sanzioni all'Iran che ne limitino la produzione e il costante ribasso dell'output venezuelano, a cui si sommano le difficoltà di Libia e Angola, sono ormai metabolizzati dal mercato. Tali fattori, che sono stati di supporto ai prezzi, si scontrano con la costante crescita dello *shale-oil* USA: una procedura di estrazione onerosa che sta beneficiando dell'aumento delle quotazioni petrolifere, che l'hanno resa nuovamente competitiva. Va detto che anche il comparto *shale-oil* sembra aver raggiunto il suo limite; da qualche settimana infatti anche le statistiche sulle trivelle attive (a cura di Baker-Hughes) mostrano un consolidamento del numero di siti produttivi. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio si spingano in un nuovo *trading range* nel corso del 2018, spostandosi intorno ai 70 dollari per il WTI e i 75 dollari per il Brent; confermiamo pertanto il nostro Outlook Neutrale. Lo spread fra Brent e WTI non dovrebbe accennare a contrarsi, mantenendo un delta medio di 5 dollari nel corso del prossimo biennio, come risultato della differenza di costo per il trasporto dai bacini *shale-oil* (statunitensi) verso i mercati asiatici. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 78 dollari al barile per il 4° trimestre 2018; 2) per il WTI: 70 dollari al barile per il medesimo trimestre. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 80 e 74 dollari al barile per il 2019 e a 80 e 75 dollari al barile per il 2020. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella tabella di seguito.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2018	2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	70,5	64,6	64,5	63,0	63,3	64,8
Brent (\$.)	76,3	70,0	68,7	68,0	68,0	68,9
Gas Nat. (\$)	2,9	2,9	3,0	3,1	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2018	2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	70,5	66,0	70,0	72,7	74,0	75,0
Brent (\$.)	76,3	75,0	78,0	80,0	80,0	80,0
Gas Nat. (\$)	2,9	2,7	3,2	3,2	3,0	3,0

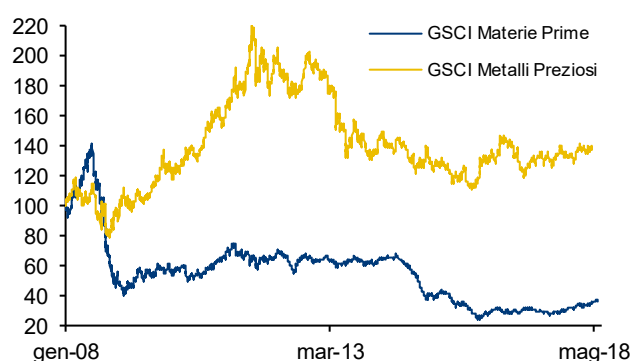
Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: in calo sul rialzo dei rendimenti dei Treasury e del dollaro

Debolezza del comparto sotto area 1.550. Prosegue il ribasso dei Preziosi che, sulle tensioni geopolitiche di aprile, avevano sfiorato area 1.650, mentre da due mesi ritracciano portandosi sotto 1.550. La forza del dollaro, che scambia ai massimi da oltre sette mesi contro il basket delle principali valute (Dollar Index) e l'impennata delle quotazioni del petrolio hanno, come previsto il mese scorso, forzato la Federal Reserve ad assumere un atteggiamento più aggressivo sui tassi di interesse negli Stati Uniti. La Fed ha modificato le previsioni sul livello dei tassi mostrando uno spostamento della mediana per il 2018 a 4 rialzi, dai 3 rialzi indicati a marzo; per il 2019 restano 3 rialzi; per il 2020 il punto di arrivo è invariato, con indicazione di un solo rialzo. Nel complesso, la riunione di giugno del FOMC ha evidenziato che la Fed è più ottimista rispetto a qualche mese fa sull'andamento dell'economia americana, il cui ritmo di crescita viene infatti definito "solido". Inoltre, il presidente Powell non ha mostrato preoccupazione per le nuove incognite dello scenario, dalle tensioni in Europa ai conflitti commerciali. Gli investitori puntano però su una ricomposizione delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti, facendo così rientrare i timori degli ultimi giorni. Sui Preziosi restano pertanto immutati i temi di attenzione: a) le tensioni sui mercati legate alle politiche sui dazi; b) il percorso di rialzo dei tassi Fed e il conseguente apprezzamento del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che potrebbero aumentare l'avversione al rischio e spingere la domanda di beni rifugio; d) le dinamiche inflattive globali.

Il quadro su Oro e Argento: tassi USA e dollaro forte deprimono i prezzi. Le tensioni geopolitiche che avevano esercitato un forte impatto sulle quotazioni di oro e argento sono diventate un tema secondario sul mercato dei Preziosi, aspetto che ha finito per ridurre al minimo la domanda di oro e argento come asset difensivo. Di contro, l'aumento dei tassi USA, la modifica del loro sentiero di crescita da parte della Fed (4 rialzi nel 2018, non più 3) e il rafforzamento del dollaro hanno finito per pesare negativamente sulle quotazioni dell'oro e dell'argento, ponendosi come fattori-chiave al centro dello scenario dei Preziosi. Prosegue il ribasso per l'oro che scende sotto area 1.300 dollari l'oncia, confermando la nostra idea secondo cui il metallo giallo, abbandonato dalle preferenze degli investitori ed in assenza di spinte inflattive, possa scambiare prevalentemente intorno ad area 1.300 dollari anche nei prossimi mesi. Con un rendimento di oltre il 3% sul Treasury a 10 anni, quest'ultimo tipo di investimento esercita un appeal superiore rispetto all'oro: un fattore che ha reso il quadro dei fondamentali sul metallo giallo più negativo rispetto al mese scorso. In aggiunta, nel primo trimestre il World Gold Council (WGC) ha registrato un crollo del 27% della domanda di oro da investimento. Gli acquisti di barre e monete sono diminuiti del 15%; i flussi sugli ETF si sono confermati positivi per il quinto trimestre consecutivo, per un ammontare però di sole 32 tonnellate, due terzi in meno rispetto a gennaio-marzo 2017. A livello globale c'è una sostanziale tenuta della domanda di gioielleria (-1%, a 488 tonnellate), che tuttavia maschera l'estrema debolezza di alcuni mercati come l'India, dove si è registrato un calo del 12%, ai minimi dal 2008. Le quotazioni dell'argento restano deboli, anche se meno di quelle dell'oro, mantenendosi però ancora lontane dal livello toccato a settembre 2017 di 18 dollari l'oncia. La domanda a fini di investimento non sarà il principale *market driver* dell'argento quest'anno, mentre il rischio geopolitico e lo stato dell'economia globale avranno un ruolo maggiore nel determinare le dinamiche del metallo. Le attese si concentrano soprattutto sulla componente industriale dell'argento: un aumento dell'utilizzo nel settore dei pannelli solari è dato per scontato quest'anno, ma anche questo tipo di richiesta potrebbe non avere un impatto determinante sui prezzi. In crescita anche la domanda proveniente dal settore della gioielleria. Infine, guardiamo con interesse al rapporto di prezzo fra oro e argento che è vicino ai massimi e che, storicamente, tende sempre a rientrare vicino al valore di media, favorendo il recupero dei prezzi dell'argento.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



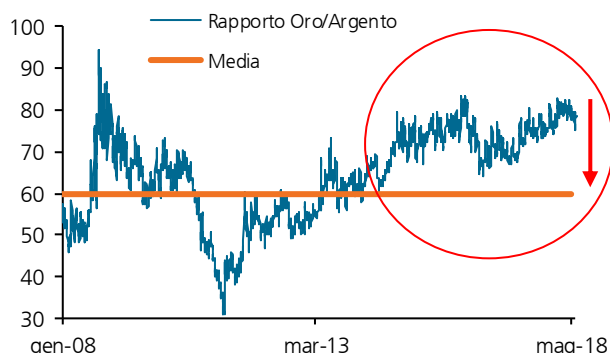
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	26.06.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.738,0	7,1	18,0	-41,2
GSCI Preziosi	1.509,0	-4,3	-7,1	-1,4
Oro (\$)	1.259,8	-3,5	-4,7	2,8
Argento (\$)	16,3	-4,5	-8,1	-13,3
Platino (\$)	869,2	-6,6	-11,2	-34,2
Palladio (\$)	960,3	-10,0	72,2	47,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

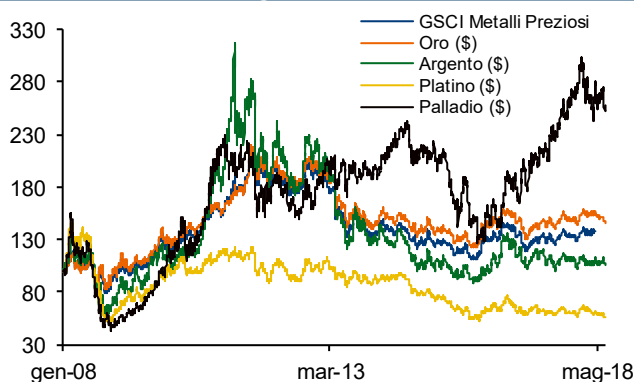
Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Platino e Palladio. Prosegue il rallentamento di platino e palladio, metalli impiegati nel ciclo industriale. I parametri di domanda e offerta restano immutati rispetto al mese scorso, raccomandando prudenza pur se in un quadro di potenziale rialzo per il palladio sul platino, nonostante lo storno delle quotazioni in atto su entrambi. Una maggior crescita della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino dovrebbe viaggiare di pari passo con la contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il platino infatti è utilizzato nei filtri di scarico dei motori diesel che, a tendere, dovrebbero scomparire dal mercato delle auto private. Il processo di sostituzione fra i due metalli, non nel breve termine, resta possibile, anche se la modifica dei processi industriali non è certamente immediata. Per concludere, confermiamo l'idea di un mercato in deficit nel 2018 per entrambi i metalli, che rischiano di scontare uno scenario futuro di scarse forniture in grado di generare tensioni rialziste sui prezzi.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	26.06.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.509,0	-6,1	-2,9	-0,1	-4,3
Oro (\$)	1.259,8	-6,3	-2,1	1,0	-3,5
Argento (\$)	16,3	-1,7	-2,5	-1,9	-4,5
Platino (\$)	869,2	-8,1	-5,6	-5,4	-6,6
Palladio (\$)	960,3	-1,8	-10,0	11,2	-10,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto ma resta alta la prudenza. I Preziosi restano rigorosamente legati alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La svolta ancora più restrittiva della Fed (che annuncia 4 rialzi dei tassi invece di 3 nel 2018) non potrà che giovare a dollaro e titoli di stato USA. Con un rendimento del decennale oltre il 3%, gli operatori è molto probabile che decidano di preferire la "carta" americana come bene rifugio (asset facilmente liquidabile), invece di immobilizzare liquidità in oro e argento. In conclusione, valutando come vada sfumando l'utilizzo dei Preziosi come asset difensivo e le scarse tensioni generate dal quadro geopolitico, resta solo il tema del surriscaldamento dei prezzi ad alimentare le aspettative di una reazione positiva delle quotazioni di oro e argento, intesi come investimento volto a conservare il potere d'acquisto. A questo proposito, il recupero delle quotazioni petrolifere sconta l'aumento "formale" di circa un milione di barili al giorno da parte di OPEC e Russia, malgrado l'ostacolo rappresentato dalla produzione USA di *shale-oil*, che incombe sul comparto e che rischia di frenare ulteriori rincari del petrolio. La sommatoria di rischi inflattivi (deboli), domanda industriale in rialzo (ma molto lentamente) e rischi geopolitici in contrazione potrebbe sostenere gli investimenti in Preziosi, anche se il quadro si è fatto meno positivo rispetto ai mesi scorsi. Il nostro Outlook resta prudente ma ancora Moderatamente Positivo, proprio sulla speranza di un ritorno dell'inflazione (figlia anche del rincaro delle quotazioni del petrolio); esprimiamo tuttavia maggior cautela sul recupero strutturale dei Preziosi, rispetto al mese scorso.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.259,8	1.307,5	1.305,0	1.283,5	1.314,6
Argento (\$)	16,3	17,0	17,0	17,0	17,3
Platino (\$)	869,2	935,0	965,0	970,0	1.012,5
Palladio (\$)	960,3	1.000,0	1.012,5	1.020,0	1.022,5

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

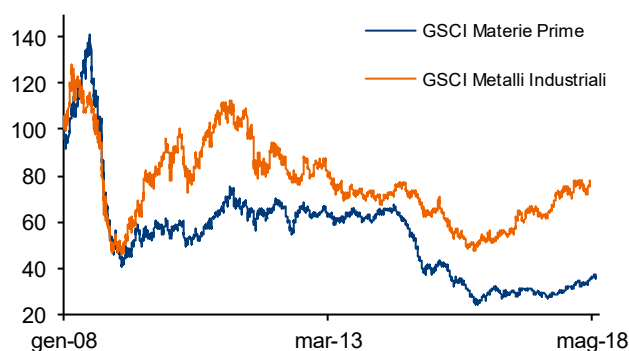
	Valore 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.259,8	1.280	1.290	1.300	1.300
Argento (\$)	16,3	16,7	16,9	17,0	17,2
Platino (\$)	869,2	870	870	870	850
Palladio (\$)	960,3	1.000	1.050	1.100	1.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: pesa l'incertezza del nuovo round di dazi fra USA e Cina

USA e Cina. Lasciato alle spalle il recupero registrato a cavallo fra maggio e giugno, che ha visto il comparto tornare a ridosso di quota 1.500 sui timori di un blocco dell'export di alcuni metalli, il nuovo round di tensioni fra USA e Cina sta invece penalizzando i Metalli. I prezzi sono stati frenati anche dai deboli dati economici provenienti dalla Cina. A maggio gli investimenti fissi sono cresciuti solo del 6,1%, mentre la produzione industriale ha registrato un'espansione del 6,8%, evidenziando una contrazione rispetto al 7% di aprile e risultando lievemente inferiore alle attese (che erano per una crescita del 6,9%). In risposta ai dazi statunitensi, con efficacia dal 6 luglio il Ministero delle Finanze cinese ha introdotto un ulteriore dazio del 25% su un elenco di 545 categorie di prodotti, per un ammontare di quasi 34 miliardi di dollari. L'elenco comprende automobili e prodotti agricoli, con possibili ricadute sulla produzione manifatturiera. Nonostante questo, il comparto dei metalli rimane per la maggior parte in deficit; appare tuttavia chiaro che gli attuali dazi commerciali continueranno a generare notevole incertezza in particolare nei siti di produzione, onde evitare sovrapproduzioni poi gravate da tariffe e quindi di difficile commercializzazione.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



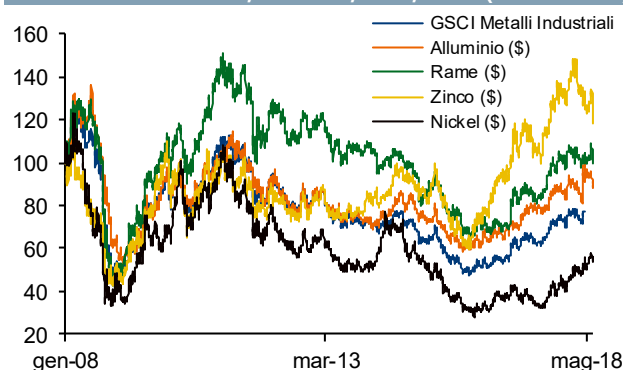
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.06.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.738,0	7,1	18,0	-41,2
GSCI Industriali	1.376,9	-5,0	39,3	4,9
Rame (\$)	6.713,0	-7,4	42,5	-0,5
Alluminio (\$)	2.157,5	-4,9	35,2	22,2
Zinco (\$)	2.887,3	-13,5	43,2	60,1
Nickel (\$)	14.785,0	15,9	64,6	6,8

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro sui Metalli Industriali: preoccupa l'incertezza sull'esito delle guerre commerciali. Sugli Industriali pesa l'incertezza legata alle nuove tensioni commerciali fra USA e Cina. Il **rame** scende sotto 6.800 a causa dei dissidi commerciali ma anche di un dollaro più forte e di dati macroeconomici meno favorevoli provenienti dalla Cina, che hanno pesato sul sentiment degli operatori sul rame. Le scorte presso il London Metal Exchange (LME) si presentano in crescita del 19% a fine maggio, ma a catalizzare l'attenzione degli investitori sono gli eventi che vedono coinvolta BHP Billiton, impegnata a condurre trattative con i lavoratori presso la miniera di Escondida (Chile). Situazione che rischia di mandare, almeno nel breve termine, il comparto in deficit. L'**alluminio** è in calo e resta legato alle notizie di sanzioni alla Russia e all'attivazione delle tasse USA sulle importazioni di alluminio da Europa, Messico e Canada: i prezzi del prodotto si sono mossi al ribasso, depressi dalle conseguenze di questo evento che invece, potenzialmente, avrebbe potuto innescare un brusco rialzo. I dazi imposti da Washington non avranno infatti, almeno sulla carta, ripercussioni in grado di indurre scostamenti di prezzo significanti sul mercato dell'alluminio. L'attenzione degli operatori resta invece focalizzata sulla situazione del leader globale Rusal e sulla possibile revoca delle sue sanzioni specifiche. Lo **zinco** resta il metallo coi migliori fondamentali, a causa di un deficit di offerta. Ciò nonostante, i prezzi hanno stornato a causa del panorama minerario globale che sta tornando ad un livello di normalità (privo cioè di grossi ostacoli produttivi in grado di influenzare negativamente i prezzi dello zinco con probabili allargamenti dell'offerta): uno scenario che origina dalla forza della domanda negli scorsi trimestri, che ha spinto gli investimenti minerari e industriali sullo zinco. Questo fattore grava in modo decisivo sul possibile riequilibrio del mercato, guastandone i fondamentali frenando un possibile recupero delle quotazioni sul finale di 2018. Il rialzo del **nickel** ha rallentato dopo il superamento di area 15.000 nel mese di giugno, portando ad un marginale storno delle quotazioni proprio sotto a quel livello. Il deficit globale del nichel aumenterà leggermente, passando dalle 14.000 Mt del 2017 a

19.000 Mt nel 2018, poiché la produzione mondiale rimarrà comunque bassa. L'aumento delle importazioni in Cina di ghisa di nickel (lega più economica), come sostituto del nichel raffinato, sarà un fattore chiave. Di conseguenza, la crescita globale del consumo annuo ristagnerà intorno ad un valore dello 0% tra il 2018 e il 2021, rispetto alla crescita media annua del 3,1% registrata tra il 2013 e il 2017. Si prevede che il rapporto globale scorte/consumo diminuisca dal 19,3% del 2017 al 18,7% di quest'anno, a causa del calo dell'output dei principali Paesi produttori e per via di un minore consumo in Cina. Dal lato dell'offerta invece, l'output globale di nichel raffinato potrebbe aumentare da 1,8 milioni di tonnellate (2017) a 1,9 milioni di tonnellate nel 2018. Questo aumento sarà guidato da una leggera ripresa della produzione cinese, russa e australiana.

Performance di medio termine

	26.06.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.376,9	2,3	-4,4	15,0	-5,0
Rame (\$)	6.713,0	1,0	-7,3	14,6	-7,4
Alluminio (\$)	2.157,5	5,5	-4,2	14,6	-4,9
Zinco (\$)	2.887,3	-11,6	-11,6	6,3	-13,5
Nichel (\$)	14.785,0	13,7	22,1	59,7	15,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo, nonostante l'incertezza sui dazi e lo storno delle quotazioni. Il nuovo round di dazi fra USA e Cina ha messo in fibrillazione l'intero comparto. La mancanza di uno sbocco e il costante disattendere gli accordi appena siglati ha posto gli operatori finanziari in una forte incertezza. La medesima incertezza caratterizza anche i produttori, titubanti nel programmare grosse commesse viste le incognite sulla commercializzazione del prodotto. Questi fattori sono però sostanzialmente esterni al comparto. I metalli restano in larga misura in una situazione di deficit, in un momento in cui la ripresa del ciclo globale dovrebbe favorire invece una maggior domanda. La frizione fra fattori fondamentali (ancora favorevoli al recupero delle quotazioni) e fattori esogeni (che aumentano la volatilità) consolida il clima di incertezza sul comparto, pur senza mutare il nostro approccio cautamente ottimista. Le quotazioni dei principali metalli possono ancora recuperare ulteriormente, almeno nel breve, mitigando le perdite degli ultimi due mesi. I fondamentali sono deteriorati ma ancora buoni e ci aspettiamo prezzi in rialzo nella seconda parte del 2018, che ci consentono di riconfermare un Outlook Moderatamente Positivo.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.06.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.713,0	7.030	6.983	7.063	7.063	7.150
Alluminio (\$)	2.157,5	2.200	2.184	2.150	2.170	2.260
Zinco (\$)	2.887,3	3.149	3.095	3.369	3.196	3.196
Nichel (\$)	14.785,0	13.288	13.200	12.500	13.323	13.323

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 26.06.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.713,0	6.970	7.000	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	2.157,5	2.310	2.400	2.400	2.400	2.400
Zinco (\$)	2.887,3	3.100	3.300	3.400	3.500	3.500
Nichel (\$)	14.785,0	15.500	16.700	17.000	17.000	17.000

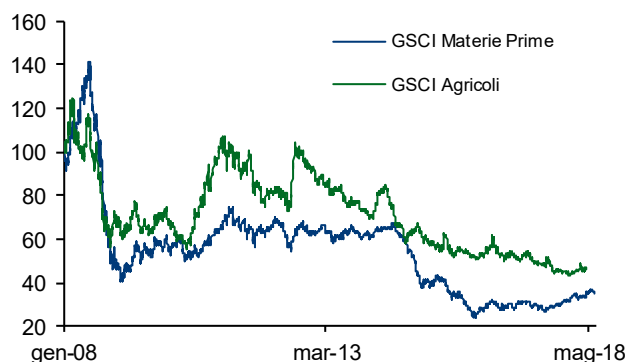
Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: forte ribasso a causa della diatriba sui dazi fra USA e Cina

Il settore agricolo appare quello maggiormente colpito dalla guerra commerciale fra USA e Cina. Il comparto degli Agricoli sta registrando un fortissimo calo in questo inizio di stagione estiva, quando storicamente le prime stime sui raccolti indirizzano l'andamento dei prezzi. In questo caso, il forte storno delle quotazioni del comparto dipende dalla guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti, con l'agricoltura che appare come uno dei settori più vulnerabili al rialzo delle tariffe. Le conseguenze di una guerra commerciale sarebbero più dannose per la soia, la carne di maiale e il mais, dove non sono da escludersi ulteriori cali rispetto ai prezzi attuali. Il costo del grano e dei latticini potrebbe invece scendere ancora, ma meno dei precedenti prodotti. Questo in uno scenario in cui l'intero comparto si è contratto del 3,6% da inizio anno. Gli Stati Uniti sono uno dei maggiori esportatori di prodotti agricoli come soia, mais, etanolo e uova. Una guerra commerciale con la Cina – che coinciderebbe peraltro con un round di rinegoziazione dell'accordo di libero scambio nordamericano (NAFTA) e a cui si potrebbe sommare un'ulteriore escalation delle sanzioni contro la Russia – rappresenterebbe un fattore estremamente negativo per il settore agricolo USA.

Il ruolo della Cina per l'agricoltura USA: contromossa cinese dal 6 luglio. La Cina ha un enorme impatto diretto sui prezzi agricoli. Con una popolazione di 1,38 miliardi di persone consuma circa il 20% della produzione alimentare mondiale. Le decisioni dell'amministrazione Trump di ritirarsi dagli accordi commerciali transpacifici (TPP) e la rinegoziazione del NAFTA dimostrano che l'agricoltura è una bassa priorità per il presidente Trump. La risposta della Cina ai nuovi dazi USA non si è, tuttavia, fatta attendere, con Pechino che ha annunciato che imporrà una tariffa aggiuntiva del 25% sui beni statunitensi per un valore di circa 50 miliardi di dollari. Cifra identica a quella applicata da Trump, in quanto provocherà lo stesso impatto delle misure varate sulle merci importate dalla Cina. Il Ministero delle Finanze cinese ha quindi sancito che, a partire dal prossimo 6 luglio, scatteranno le tariffe per circa 34 miliardi sui beni *made in USA*, compresi i prodotti agricoli, automobili e pesce. Ma il Governo di Pechino ha annunciato che i dazi riguarderanno anche altri beni, come le medicine, il materiale medico e i prodotti energetici: per questi prodotti, la data in cui saranno introdotte le tariffe verrà comunicata in seguito. Rafforziamo pertanto il nostro approccio di massima attenzione sui 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)



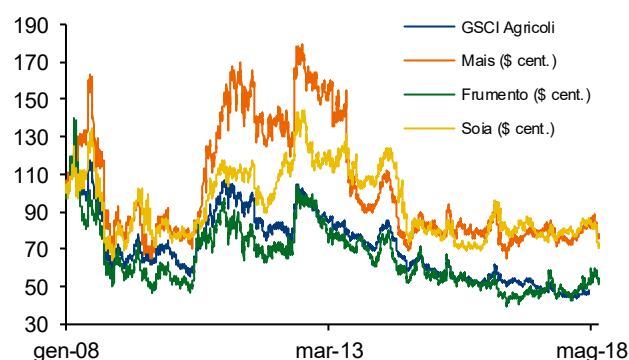
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 26.06.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.738,0	7,1	18,0	-41,2
GSCI Agricoli	366,0	-3,6	-24,3	-46,9
Mais (\$ cent)	352,5	0,5	-8,5	-47,2
Frumento (\$ cent.)	469,5	10,0	5,1	-29,2
Soia (\$ cent)	867,3	-8,9	-23,5	-44,0
Cotone (\$ cent)	85,0	8,2	31,8	1,6
Cacao	2.431,0	28,5	-20,8	11,5
Zucchero	12,1	-20,1	-36,2	-28,7
Caffè (arabica)	114,8	-9,0	-14,6	-2,8
Caffè (robusta)	1.696,0	-1,1	3,2	-0,6

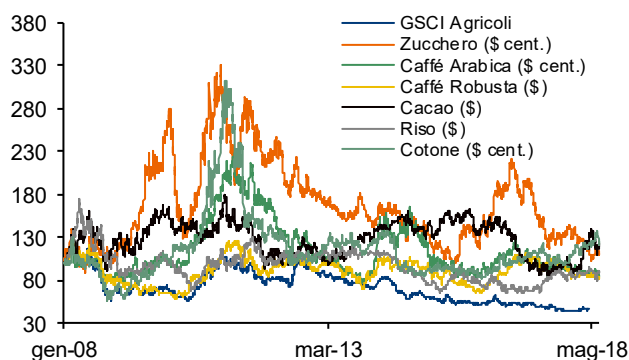
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di giugno: prospettive positive per gli Agricoli nella stagione 2018-19. Lo scorso 6 giugno 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) contenente la seconda revisione delle stime su domanda e offerta per la stagione 2018-19. Le scorte finali di **frumento** sono attese a 266,2 milioni di tonnellate (Mt) nel 2018-19 (riviste dalla precedente stima di 264,3 Mt) contro 272,4 Mt nel 2017-18. Il consumo globale è previsto in aumento a 750,9 Mt (precedente stima di 753,9 Mt) rispetto al dato di 743,2 Mt nel 2017-18. La produzione mondiale si attesta a 744,7 Mt (vs. 747,8 Mt della precedente previsione) nel 2018-19 da 758,2 Mt del 2017-18. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe così salire a 35,4% dal precedente 35,1% nel 2018-19, contro il 36,6% del 2017-18. Le scorte finali di **mais** dovrebbero ridursi a 154,7 Mt (dai precedenti 159,2 Mt) nel 2018-19 da 192,7 Mt del 2017-18. La produzione mondiale si attesta a 1.052,4 Mt nel 2018-19 dai 1.056,1 Mt stimati il mese scorso e dai 1.034,8 Mt del 2017-18. Il consumo globale è previsto a 1.090,4 Mt nel 2018-19 dai 1.091,8 Mt di maggio e da 1.069,3 Mt del 2017-18. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe così scendere a 14,2% nel 2018-19 (dal 14,6% del mese precedente) e da 18,0% della stagione 2017-18. Le scorte finali di **soia** sono viste anch'esse in calo a 87,0 Mt nel 2018-19 (86,7 Mt nel rapporto del mese precedente) da 92,5 Mt nel 2017-18. La produzione mondiale si attesta a 355,2 Mt nel 2018-19, secondo le nuove stime, da 354,5 Mt del mese scorso e da 336,7 Mt del 2017-18. Il consumo globale è atteso a 357,7 Mt nel 2018-19 (invariato dal mese scorso) da 342,4 Mt del 2017-18. Il rapporto scorte/consumi è previsto al 24,3% nel 2018-19 dal 24,2% del mese scorso e rispetto al 26,9% del 2017-18.

Performance di medio termine

	26.06.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	366,0	-5,3	-5,3	-5,3	-3,6
Mais (\$ cent.)	352,5	-5,7	-0,4	-1,9	0,5
Frumento (\$ cent.)	469,5	4,6	9,7	3,6	10,0
Soia (\$ cent.)	867,3	-14,9	-9,2	-4,8	-8,9
Cotone (\$)	85,0	4,0	9,8	15,4	8,2
Cacao	2.431,0	-4,9	-0,6	-18,2	28,5
Zucchero	12,1	-3,3	-18,8	-4,2	-20,1
Caffè (arabica)	114,8	-2,8	-6,1	-5,9	-9,0
Caffè (robusta)	1.696,0	-4,9	-0,6	-18,2	-1,1

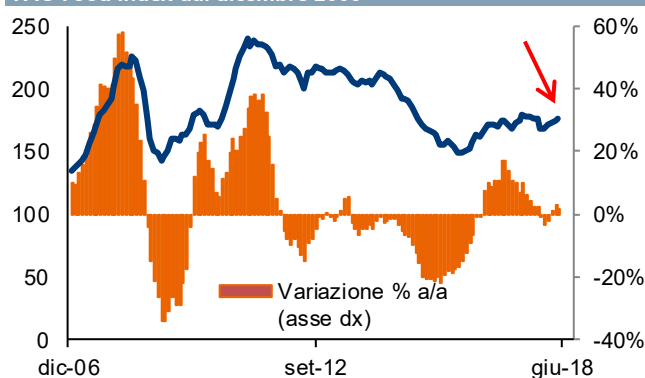
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

L'indice FAO dei prezzi alimentari sale a maggio dell'1,2% rispetto ad aprile. A maggio, l'indice FAO è salito su base mensile registrando una media di 176,2 punti (173,5 in aprile) e vedendo la crescita su base annua salire così a 1,9%. L'indice dei prezzi alimentari della FAO è un indice che misura le variazioni mensili dei prezzi di cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali. L'aumento di maggio è dipeso dall'incremento delle quotazioni dei principali cereali e dei prodotti caseari, compensato dall'indebolimento di quelle dello zucchero e degli oli vegetali. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari è salito del 5,5% a maggio, una media dell'11,5% superiore all'anno precedente. Un'offerta sostanzialmente immutata da parte della Nuova Zelanda, il principale esportatore, è alla base della scarsità di prodotti lattiero-caseari degli ultimi mesi. L'indice dei prezzi cerealicoli è salito del 2,4% rispetto ad aprile, segnando un aumento del 17% a/a, ai massimi da gennaio 2015. I prezzi del grano sono aumentati in gran parte a causa delle preoccupazioni sulle prospettive produttive dei principali paesi esportatori, mentre le stime meno ottimistiche in Sud America hanno fatto salire i prezzi dei cereali secondari. Anche i prezzi internazionali del riso sono rimasti alti, sostenuti da acquisti considerevoli da parte degli acquirenti del Sud-est asiatico, come già era accaduto in aprile con le forti richieste provenienti da India, Indonesia e Vietnam. L'indice dei prezzi degli oli vegetali è diminuito del 2,6%, al minimo da 27 mesi. I prezzi dell'olio di palma, di soia e di girasole sono tutti diminuiti, in parte a causa di forte riserve globali. L'indice dei prezzi della carne è sceso marginalmente, mentre l'indice dei prezzi dello zucchero ha messo a segno il sesto calo mensile consecutivo (-0,5% rispetto ad aprile), riflettendo le stime di raccolti favorevoli in Brasile, il più grande produttore ed esportatore di zucchero al mondo.

FAO: le stime sulla produzione di cereali per il 2018 sono riviste al rialzo. Nell'ultimo bollettino sull'offerta e la domanda mondiale di cereali (Cereal Supply and Demand Brief), la FAO ha aumentato le sue previsioni per la produzione cerealicola mondiale nel 2018 portandole a 2.610 milioni di tonnellate, pur segnalando un calo dell'1,5% a/a. La produzione mondiale di grano è stimata a 754,1 milioni di tonnellate, in aumento rispetto al mese scorso grazie a migliori prospettive in diversi dei principali paesi produttori. La produzione mondiale di riso dovrebbe aumentare dell'1,3% a/a, stabilendo un nuovo

record di 511,3 milioni di tonnellate totali, con l'aumento che riflette principalmente le migliori prospettive in India. Le scorte di cereali globali sono aumentate del 5% dall'ultimo rapporto, raggiungendo 772 milioni di tonnellate, con la maggior parte della revisione che dipende da un ricalcolo, al rialzo, delle stime storiche sulle riserve di mais cinese. Le nuove previsioni indicano un rapporto scorte/consumi ("stock-to-use-ratio") di cereali relativamente alto e pari al 28,5%, sebbene in lieve calo rispetto alla stagione 2017-18.

FAO Food Index dal dicembre 2006



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo. Le tensioni legate ai dazi imposti dagli USA alla Cina e la contromossa cinese di pari entità (50 miliardi di dollari) in vigore dal 6 luglio hanno un forte impatto sul mercato degli Agricoli. I timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi si sono pertanto concretizzati indebolendo ulteriormente i prezzi dei principali cereali. Gli Agricoli hanno azzerato il recupero delle quotazioni avvenuto nei primi mesi dell'anno, facendo passare in negativo la performance da inizio anno. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante: la FAO segnala nell'ultimo report di giugno un miglioramento della produzione globale, che di certo non favorisce il recupero delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non può così venire eroso. Confermiamo anche che le scorte difficilmente potranno essere erose dalla marginale domanda di etanolo che sta emergendo sul mercato, a seguito del rialzo dei prezzi del petrolio. Cambiamo pertanto il nostro Outlook a Neutrale da Moderatamente Positivo, visti l'ulteriore ribasso dei prezzi e l'incognita circa le possibili reazioni all'entrata in vigore dei dazi cinesi sui prodotti agricoli USA dal 6 luglio prossimo. Nella seconda parte del 2018 potrebbe quindi proseguire quel minimo di volatilità positiva sulle quotazioni, mentre restiamo cauti sull'ammontare del recupero per l'intero 2018.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti degli Agricoli

	Valore 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2019	Anno 2020
Mais (\$ cent.)	352,5	400,0	410,0	412,5	406,3	419,1
Frumento (\$ cent.)	469,5	515,0	515,0	515,0	500,0	480,0
Soia (\$ cent.)	867,3	995,0	1.000,0	1.000,0	1.031,5	1.058,2
Cotone (\$)	85,0	84,5	85,0	84,0	80,0	82,0
Cacao	2.431,0	2.520	2.550	2.600	2.587	2.450
Zucchero	12,1	12,6	13,0	13,2	14,1	13,8
Caffè (arabica)	114,8	121,0	125,0	125,2	123,3	123,3
Caffè (robusta)	1.696,0	1.535	1.535	1.535	1.850	1.852

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 3° trim. 26.06.18	4° trim. 2018	1° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2019	Anno 2020
Mais (\$ cent.)	352,5	385	390	400	400	420
Frumento (\$ cent.)	469,5	510	500	500	500	510
Soia (\$ cent.)	867,3	950	970	1.000	1.025	1.050
Cotone (\$)	85,0	85,0	87,0	90,0	90,0	90
Cacao	2.431,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	12,1	11,9	11,7	11,7	11,7	11,7
Caffè (arabica)	114,8	125	125	130	135	138
Caffè (robusta)	1.696,0	1.780	1.800	1.820	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 22.05.2018.

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-00000004DF584>.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: http://www.group.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp, 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.intesasnpaolo.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, Cristina Baiardi