

## Le tensioni commerciali minacciano le materie prime

**Energia: Outlook Neutrale, i prezzi continuano il loro consolidamento.** Non cambiano i temi e scarseggiano gli spunti sul mercato dell'energia. La prospettiva di ulteriori sanzioni all'Iran che ne limitino la produzione ha ripreso vigore dopo l'ultimo scambio di accuse fra Washington e Teheran. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio restino in *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 per il 2020.

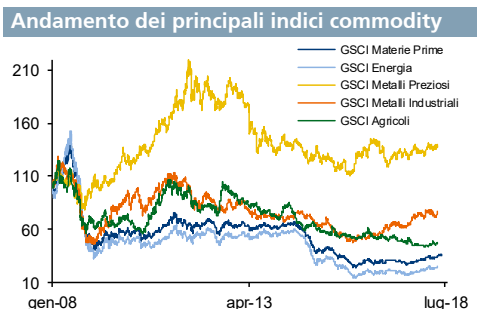
**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto nonostante la debolezza in atto.** Il quadro dei Preziosi resta rigorosamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La svolta più restrittiva della Banca centrale USA (4 rialzi dei tassi invece di 3 nel 2018) ha spinto il dollaro; ci ha pensato però il Presidente Trump a frenarne la corsa, sottolineando come un dollaro "troppo forte" sia di ostacolo alla competitività dell'economia USA. In conclusione, confermiamo come vada sfumando l'utilizzo dei Preziosi come asset difensivo. La sommatoria di rischi inflattivi (deboli), domanda industriale in rialzo (ma molto lentamente) e rischi geopolitici (in contrazione) sosterrà solo blandamente gli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, nonostante il ribasso in atto, resta ancora Moderatamente Positivo, proprio sulla speranza di un rimbalzo fisiologico, vista la forte discesa da inizio anno.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo grazie a fondamentali ancora favorevoli.** Proseguono le tensioni commerciali, ora in modo trasversale fra le economie e non più solo fra USA e Cina. Le fibrillazioni generate da questo round di tariffe si sono nuovamente scaricate sul comparto dei Metalli. Resta l'idea che questi fattori siano però esogeni al comparto. I metalli restano in larga misura in una situazione di deficit; ecco perché nel nostro scenario, la frizione fra fattori fondamentali (ancora favorevoli al recupero delle quotazioni) e fattori esogeni (che aumentano la volatilità), pur consolidando il clima di incertezza, non muta il nostro approccio cautamente ottimista. Le quotazioni possono ancora recuperare, almeno nel breve, mitigando le perdite dell'ultimo mese. Questo ci consente di riconfermare un Outlook Moderatamente Positivo.

**Agricoli: confermiamo l'Outlook Neutrale.** Permangono, ed anzi appaiono sempre di più intensificarsi, le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Le tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio hanno avuto un forte impatto sul mercato degli Agricoli. I timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli USA si sono concretizzati, indebolendo ulteriormente i prezzi. Confermiamo il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni. Nella seconda parte del 2018 speriamo si possa palesare un 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. %
	25.07.18	01.01.12	2 anni	5 anni
GSCI	2.723,9	6,5	24,5	-43,7
GSCI Energia	528,7	14,3	45,0	-52,6
GSCI Met. Preziosi	1.472,2	-6,6	-10,2	-11,4
GSCI Met. Industriali	1.287,2	-11,2	24,8	-2,9
GSCI Prod. Agricoli	373,3	-1,7	-16,8	-42,5

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 25.07.2018



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

26 luglio 2018  
13:59 CET  
Data e ora di produzione

26 luglio 2018  
14:06 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\*

	Lug.	Giu.
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-Datstream

Performance commodity (%)		
	2018	2017
WTI	14,7	45,0
Brent	10,6	52,4
Gas Naturale	-6,0	59,3
Gasolio	9,4	53,6
Oro	-5,9	8,6
Argento	-8,8	15,8
Rame	-13,2	17,7
Alluminio	-9,1	12,3
Zinco	-21,2	60,6
Nickel	7,2	13,6
Mais	2,4	-1,9
Frumento	27,1	-13,2
Soia	-9,6	14,4
Cacao	18,7	-33,8
Zucchero	-26,2	28,0
Caffè (arabica)	-12,0	8,2
Cotone	12,9	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 25.07.2018

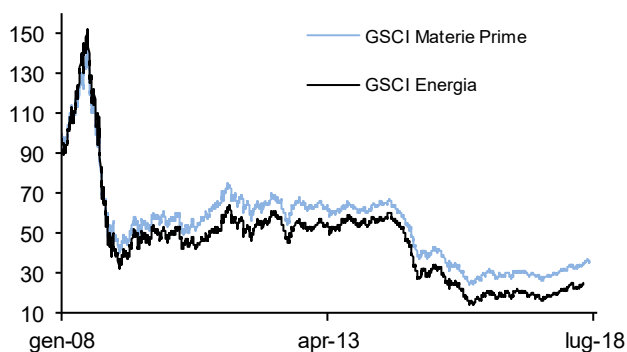
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 25.07.2018 (salvo diversa indicazione).

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

## Energia: quotazioni petrolifere in consolidamento, pesa l'eccesso di offerta

**Commodity: il cauto ottimismo è disturbato dalle tensioni generate dalla guerra commerciale.** Le materie prime sono state molto volatili nelle ultime settimane, di pari passo con la volatilità dei mercati finanziari e la scarsa propensione al rischio degli operatori. Le incertezze legate alla disputa commerciale in atto, non più solo fra Cina e USA, rischiano di tramutarsi in una minore crescita economica, che finirà per impattare anche sulla domanda globale di commodity in generale, e di energia in particolare. Confermiamo il cauto ottimismo sulle commodity per il 2018 nonostante il rallentamento della loro performance da inizio anno, che deriva dalla forte volatilità dei mercati. Le prospettive per il 2018 rimangono sostanzialmente positive ma di certo le continue tensioni su tariffe e dazi creano un eccessivo nervosismo fra gli operatori. Dall'altro lato, l'errore che si potrebbe commettere è di sopravvalutare gli impatti sull'economia reale. Se le tensioni sui commerci tra le due maggiori economie al mondo dessero in realtà solo modesti risultati negativi (ad oggi non ancora stimabili), questo rafforzerebbe una visione al rialzo sulle materie prime. Recupero che poggierebbe sulla forte crescita globale, e sull'esaurimento delle scorte dal lato dell'energia e dei metalli, che probabilmente si tradurrebbe in prezzi più elevati.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

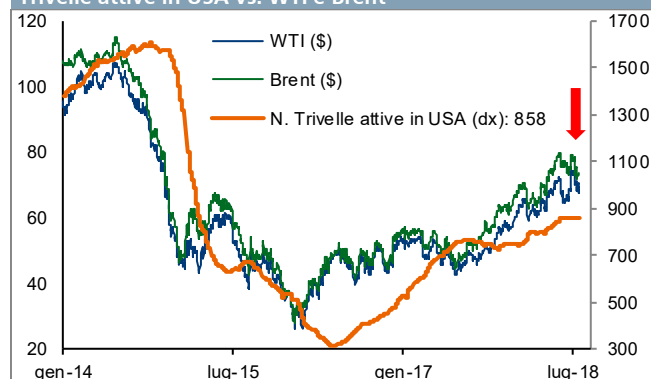
	Valore 25.07.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.723,9	6,5	24,5	-43,7
GSCI Energia	528,7	14,3	45,0	-52,6
WTI (\$)	69,3	14,7	61,5	-33,8
Brent (\$)	73,9	10,6	64,8	-31,0
Gas Naturale (\$)	2,8	-6,0	2,3	-21,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: ribadiamo il probabile consolidamento di WTI e Brent da qui a fine anno.** Nel mese di giugno e luglio abbiamo registrato una frenata dei prezzi del petrolio, col Brent tornato vicino a 75 dollari al barile. L'output statunitense è ormai a 11 milioni di barili al giorno (fonte EIA): ora gli Stati Uniti producono più petrolio dell'Arabia Saudita e sono a ridosso

della produzione della Russia, che ha un output di poco oltre gli 11 milioni di barili al giorno. Se il trend di produzione americana proseguisse di questo passo, anche la Russia verrebbe superata entro pochi mesi. Tuttavia, Baker Hughes ha ridotto la stima sulle trivelle attive sul suolo statunitense a 858; sono ormai alcune settimane che le trivelle attive restano intorno al numero di 860, raffreddando 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 nuove accuse di Trump contro l'Iran, rispetto al mese scorso segnaliamo l'ennesima escalation di dichiarazioni. A pesare su Teheran la minaccia di ulteriori sanzioni da parte degli Stati Uniti, come annunciato dal segretario di Stato americano Mike Pompeo, secondo cui gli Stati Uniti sono pronti a convincere gli abituali clienti del petrolio iraniano a non approvvigionarsi più con esso. Un po' come nell'impostazione delle sanzioni precedenti, in cui proprio la clientela veniva dissuasa dall'acquistare il prodotto iraniano. Tale blocco era stato superato poi con gli accordi del 2015 portati avanti dal Presidente Obama.

Trivelle attive in USA vs. WTI e Brent

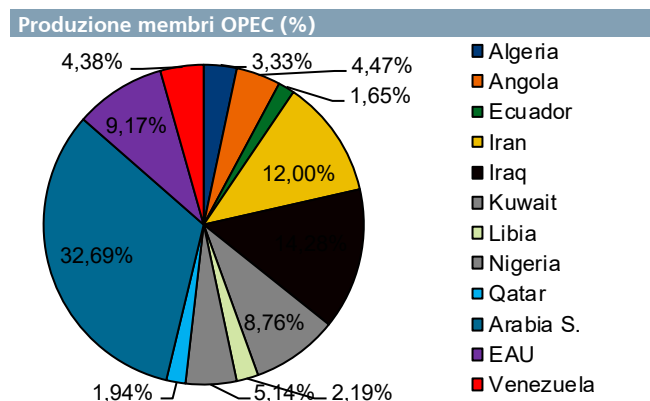


Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**EIA: Prezzo del petrolio in moderato calo a fronte di una produzione a livelli record.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) del 10 luglio, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato del petrolio riguardanti il periodo 2018-19. Nel mese di giugno il Brent ha quotato in media a 74 dollari al barile, in calo di circa 3 \$/b rispetto al prezzo medio di maggio. L'EIA si attende un ulteriore calo e stima un prezzo del Brent a 73 \$/b nella seconda metà del 2018 e a 69 \$/b nel 2019. Per quanto riguarda il WTI, si prevede un prezzo di circa 6 \$/b più basso del Brent nella seconda metà del 2018 e ancora inferiore di 7 \$/b nel 2019. Per il momento l'andamento dei contratti derivati sul WTI per le consegne di ottobre suggerisce un range di oscillazione tra 56 \$/b e 87 \$/b. I prezzi del carburante negli Stati Uniti sono stati registrati in calo a 2,89 dollari al gallone (gal) nel mese di giugno da 2,90 \$/gal di maggio. Le proiezioni dell'EIA indicano che il picco è ormai alle spalle e i prezzi sono destinati a scendere gradualmente nei prossimi mesi fino a raggiungere una media di 2,83 \$/gal a settembre.

Complessivamente si prevede un prezzo della benzina a 2,76 \$/gal nel 2018 e 2,77 \$/gal nel 2019. Sul fronte dell'offerta, le stime EIA rivedono al rialzo la produzione di greggio negli USA a 10,9 milioni di barili al giorno (mb/g) da 11,0 mb/g di maggio. Quest'anno la produzione è prevista crescere dai 9,4 mb/g del 2017 ai 10,8 mb/g complessivi nel 2018; nel 2019 è prevista in salita a 11,8 mb/g, livelli record dai massimi di 9,6 mb/g toccati nel 1970. La maggiore offerta di petrolio domestico contribuirà alla riduzione delle importazioni nette di greggio, previste in calo da 3,7 mb/g nel 2017 a 2,4 mb/g nel 2018 e 1,6 mb/g nel 2019, il livello più basso dal 1958.

**OPEC: i dati di luglio riducono i margini di flessibilità dell'OPEC.** Nel rapporto MOMR (Monthly Oil Market Report) di luglio, l'Organizzazione dei Paesi Esportatori di Petrolio ha rilasciato le prime stime per i fondamentali di domanda e offerta nel 2019. L'offerta di greggio dai paesi non appartenenti all'OPEC è prevista in crescita a 59,5 milioni di barili al giorno (mb/g) nel 2018 (+2,0 mb/g a/a, rivista al ribasso da 59,7 mb/g delle stime di giugno). La produzione è prevista in espansione anche nel 2019 a 61,6 mb/g. La domanda globale è stimata in aumento di 1,7 mb/g a/a a 98,9 mb/g, rivista al rialzo dalla previsione di 98,8 mb/g di giugno, e a 100,3 mb/g nel 2019. Per equilibrare il mercato sarebbe quindi necessario che la produzione OPEC si attesti a 32,9 mb/g nel 2018, stima rivista al rialzo da 32,7 mb/g di giugno ma in calo di 0,5 mb/g rispetto al 2017, e a 32,2 mb/g nel 2019. Secondo fonti secondarie, però, sembrerebbe che la produzione cumulata del Cartello sia salita marginalmente nel mese di giugno di 0,2 mb/g a 32,33 mb/g da 32,15 mb/g di maggio. Questi ultimi dati lascerebbero dunque intendere che l'OPEC ridurrà la portata dei propri tagli durante il 2018, lasciando comunque il mercato ancora prossimo all'equilibrio. Nel 2019 invece la produzione cumulata dovrebbe scendere ai livelli di maggio 2018 per riportare equilibrio sui mercati durante l'anno. Sul fronte delle scorte, quelle dei paesi OCSE sono cresciute a maggio a 2.823 milioni di barili (mb), rimanendo però 40 mb al di sotto della media quinquennale. In termini di copertura futura le scorte commerciali OCSE sono scese a 58,8 giorni a maggio, 2,4 giorni in meno rispetto alla media quinquennale.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.06.2018

**IEA: confermato il rischio di eccesso di offerta nel 2019.** Nell'Oil Market Report (OMR) del 12 luglio, l'IEA (International Energy Agency) ha marginalmente rivisto le proprie stime ma ha sostanzialmente confermato il rischio di eccesso di offerta nel 2019, seppur con limitati livelli di capacità ancora disponibile. Nel 2018 la domanda globale di petrolio è attesa a 99,1 milioni di barili al giorno (mb/g), da 97,7 del 2017, e a 100,5 mb/g nel 2019, stima rivista al ribasso da 100,6 mb/g di giugno. La produzione non-OPEC è prevista in salita da 58,2 mb/g nel 2017 a 60,2 mb/g nel 2018 (rivista da 60,3 mb/g di giugno) e a 62,0 mb/g nel 2019. La produzione dei paesi non appartenenti all'OPEC crescerà quindi nei prossimi due anni a un ritmo superiore alla crescita della domanda. Per riportare il mercato all'equilibrio l'EIA stima una produzione OPEC in calo da 32,8 mb/g del 2017 a 32,0 mb/g nel 2018 (rivista al rialzo da 31,9 mb/g) e a 31,4 mb/g nel 2019 (rivista al ribasso da 31,6 mb/g). Nel mese di giugno la produzione OPEC ha raggiunto i 31,87 mb/g a fronte di un'attività russa e saudita non completamente in linea con gli accordi. Dal lato delle scorte, quelle OCSE sono risalite in maggio a 2.840 milioni di barili dopo che avevano toccato il livello minimo da tre anni nel mese precedente.

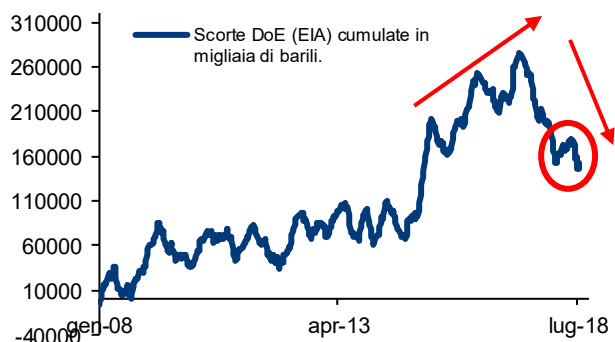
**Performance di medio termine**

	25.07.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	528,7	2,6	1,5	22,2	14,3
WTI (\$)	69,3	1,6	4,8	42,2	14,7
Gas Naturale (\$)	2,8	-1,6	-20,8	-5,1	-6,0
Gasolio (\$)	656,8	-0,2	4,5	39,7	9,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**La dinamica delle scorte USA.** L'EIA (Energy Information Administration) ha comunicato che, nella settimana terminata lo scorso 20 luglio, le scorte di petrolio negli USA sono diminuite oltre le attese di 6,147 milioni di barili. Il consenso indicava -2,23 milioni di barili. Nella settimana precedente le scorte di petrolio greggio erano aumentate di 5,836 milioni di barili. Calano più delle attese anche le benzine: -2,32 milioni di barili rispetto alle attese di -1,20 milioni di barili (la settimana precedente erano calate di 3,16 milioni di barili). Anche le scorte settimanali di petrolio, a cura dell'API (American Petroleum Institute), hanno registrato un calo di 3,16 milioni di barili (attesi -3 milioni), confermando la contrazione delle riserve in atto da qualche settimana e l'aumento dei consumi di benzine negli Stati Uniti. Sullo sfondo, l'aumento della produzione USA resta il principale ostacolo al rialzo dei prezzi del greggio, avendo raggiunto gli 11 milioni di barili al giorno. Gli USA hanno aggiunto un milione di barili alla produzione record registrata lo scorso novembre (10 milioni), grazie al rapido incremento delle perforazioni *shale-oil*.

WTI: scorte DoE



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

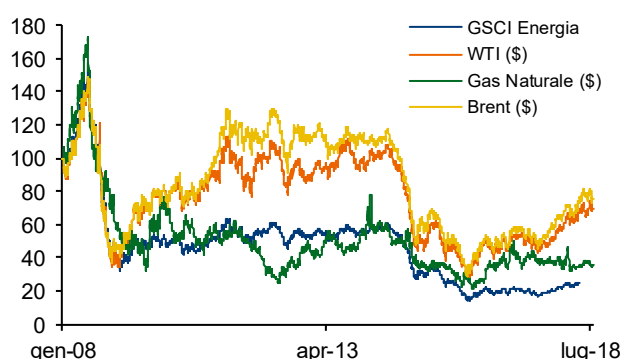
**Gas Naturale: aumento dei consumi e crescita dello *shale* in Nord America.** Il consumo globale di gas è cresciuto del 3,7% nel 2017, più del doppio rispetto al tasso medio dei 5 anni precedenti. Il principale consumatore di metano è diventata la Cina, che ha coperto oltre il 30% della crescita globale. La produzione di gas supplementare (+60 miliardi di metri cubi) è arrivata in particolare da Russia, Australia e Nord America. Anche i volumi di GNL (Gas Naturale Liquefatto, prodotto con un processo di raffreddamento e condensazione del metano) sono aumentati del 12%, rispetto all'1,8% medio dal 2010 al 2016, mentre le proiezioni annuali del gas al 2040 stimano una crescita dell'1,6%, in particolare nelle regioni non OCSE di Asia, Africa e Medio Oriente. Contemporaneamente, il consumo di gas nelle città per il 2040 raggiungerà quota 90%. Di contro, negli USA, ovvero il maggiore produttore di gas al mondo (prodotto come derivato della produzione di *shale-oil*), la domanda di gas rallenterà per effetto di un probabile aumento dei prezzi. Situazione simile in Europa, dove per 4 anni si è registrato un declino dei consumi. Dal 2016 a oggi la domanda di gas è tuttavia risalita grazie ai bassi prezzi e alla chiusura degli impianti che utilizzavano carbone per la produzione di energia elettrica. Nel breve termine non sono previste particolari tensioni rialziste sul gas naturale: le previsioni indicano temperature al di sotto della media stagionale per il mese di agosto sia in Europa che nella costa orientale degli Stati Uniti. Le ultime settimane di luglio sono state caratterizzate da diverse precipitazioni sul territorio americano, contribuendo a consolidare le quotazioni del gas naturale nel range 2,50-2,75 dollari.

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 3° trim. 25.07.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	69,3	66,0	70,0	74,0	75,0
Brent (\$.)	73,9	75,0	78,0	80,0	80,0
Gas Nat. (\$)	2,8	2,7	3,2	3,0	3,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Neutrale, i prezzi continuano il loro consolidamento. Non cambiano i temi e scarseggiano gli spunti sul mercato dell'energia.** Ribadiamo come il comparto petrolifero abbia ormai lasciato alle spalle il proprio picco con la salita dei prezzi registrata in maggio. Ancora una volta il tetto degli oltre 80 dollari al barile (per il Brent) è apparso una resistenza inviolabile al rialzo, 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, che lascia il mercato in uno stato di abbondanza di offerta latente. Gli operatori hanno però apprezzato la notizia secondo cui i Sauditi ridurranno di 100.000 barili l'export nel mese di agosto e non saneranno eventuali buchi produttivi di altri produttori. La prospettiva di ulteriori sanzioni all'Iran che ne limitino la produzione ha ripreso vigore dopo l'ultimo scambio di accuse fra Washington e Teheran. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio restino in *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 (tabella a fianco) 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

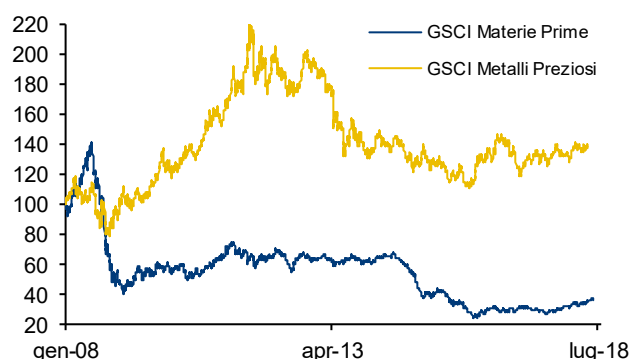
	Valore 3° trim. 25.07.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	69,3	66,0	65,1	64,4	64,5
Brent (\$.)	73,9	71,0	71,6	69,0	68,8
Gas Nat. (\$)	2,8	2,9	3,0	3,1	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

## Metalli Preziosi: prosegue il calo nonostante le tensioni sui mercati finanziari

Prosegue la debolezza del comparto, che scende anche sotto 1.500. Non accenna ad interrompersi il ribasso dei Preziosi che ignorano completamente il clima di tensione generato dalla guerra commerciale fra USA e Cina, non esercitando alcun *appeal* nei confronti degli investitori in cerca di asset difensivi. La forza del dollaro, affievolitasi solo nelle ultime sedute dopo le dichiarazioni di Trump contro il cosiddetto "dollaro forte", deriva da una Federal Reserve più aggressiva sui tassi di interesse negli Stati Uniti, come confermato da Powell nell'audizione al Congresso. 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. Il prezzo dell'oro è sceso ai minimi degli ultimi 12 mesi, con gli investitori che preferiscono il dollaro come bene rifugio a fronte delle turbolenze sui dazi. Sui Preziosi restano assolutamente immutati i temi di attenzione: a) le tensioni sui mercati legate alle politiche tariffarie; b) i rialzi dei tassi Fed e il conseguente apprezzamento del dollaro; c) le tensioni geopolitiche, che potrebbero aumentare l'avversione al rischio e spingere verso i beni rifugio; d) le scarse dinamiche inflattive globali.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

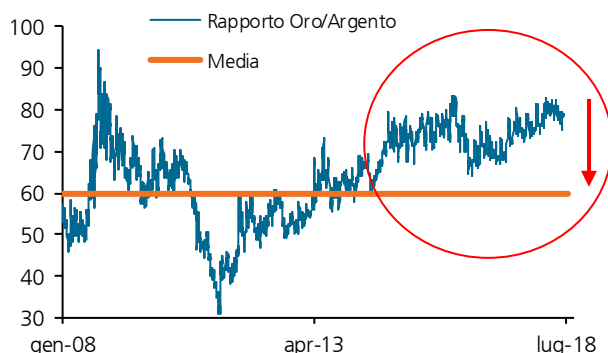
	Valore 25.07.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. 2 anni	Var. 5 anni
GSCI	2.723,9	6,5	24,5	-43,7
GSCI Preziosi	1.472,2	-6,6	-10,2	-11,4
Oro (\$)	1.229,1	-5,9	-6,9	-6,9
Argento (\$)	15,6	-8,8	-20,8	-21,4
Platino (\$)	836,4	-10,2	-23,6	-41,2
Palladio (\$)	934,9	-12,4	35,1	29,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro su Oro e Argento: tassi USA e dollaro forte spingono ancora al ribasso i prezzi.** Confermiamo come le tensioni geopolitiche che avevano spinto le quotazioni di oro e argento, nel primo trimestre 2018, sono diventate ininfluenti per il mercato dei Preziosi, aspetto che ha finito per ridurre al

minimo la domanda di oro e argento come asset difensivo. L'aumento dei tassi USA, la modifica del loro sentiero di crescita da parte della Fed (4 rialzi nel 2018, non più 3), come confermato da Powell al Congresso USA, e il rafforzamento del dollaro hanno depresso ancor di più le quotazioni dell'oro e dell'argento. Prosegue il ribasso per l'oro che scende sotto area 1.250 dollari l'oncia, confermando la nostra idea secondo cui il metallo giallo, abbandonato dalle preferenze degli investitori ed in assenza di spinte inflattive, possa tornare al massimo in area 1.300 dollari. C'è però la possibilità di tratteggiare uno scenario nuovo rispetto al mese scorso quando, con un rendimento di oltre il 3% sul Treasury a 10 anni, quest'ultimo tipo di investimento esercitava un *appeal* superiore rispetto all'oro. Anche il dollaro, molto apprezzato, è divenuto un asset di grande interesse per gli investitori, a scapito del metallo giallo. Ora però il futuro appare dominato da rischi geopolitici che potrebbero spingere il prezzo dell'oro a recuperare, visto l'intensificarsi delle tensioni commerciali. Le elezioni in USA d'autunno, il cui esito appare incerto, gli attacchi militari e le crisi macroeconomiche saranno alla base di un possibile recupero degli investimenti in beni rifugio. Quadro che potrebbe manifestarsi nell'ultimo trimestre dell'anno, anche grazie ad un progressivo indebolimento del dollaro. Le quotazioni dell'argento restano deboli, in linea con 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*. La politica monetaria Fed si dimostrerà probabilmente negativa per l'argento. È probabile che il Congresso introdurrà l'attesa riforma fiscale all'inizio del 2018, cosa che potrebbe sostenere il PIL USA nella fase finale del ciclo espansivo statunitense. Tutto ciò imporrà alla Fed di proseguire nel rialzo dei tassi, con l'effetto di far apprezzare ancora il dollaro. Le attese positive si concentrano invece sulla componente industriale: potrebbe verificarsi un aumento dell'utilizzo nel settore dei pannelli solari, ma anche questo tipo di richiesta potrebbe non avere un impatto sui prezzi. Il rapporto di prezzo fra oro e argento resta vicino ai massimi e, storicamente, tende a rientrare vicino al valore di media, favorendo il recupero dell'argento.

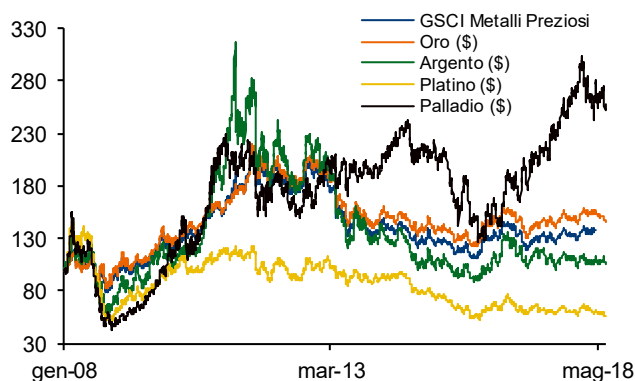
Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro su Platino e Palladio.** Prosegue il rallentamento di platino e palladio, metalli impiegati nel ciclo industriale. I fattori di domanda e offerta restano immutati rispetto al mese scorso, confermando il nostro approccio prudente. 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 è impiegato nei filtri di scarico dei motori diesel che, a tendere, dovrebbero non essere più prodotti per il mercato delle auto private. E' evidente che il processo di sostituzione fra i due metalli non sarà veloce e che la modifica dei processi industriali non è certamente immediata. Come il mese scorso, confermiamo la previsione 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

	25.07.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.472,2	-6,6	-9,6	-2,6	-6,6
Oro (\$)	1.229,1	-6,7	-9,2	-1,5	-5,9
Argento (\$)	15,6	-5,7	-10,9	-5,5	-8,8
Platino (\$)	836,4	-8,1	-17,6	-9,0	-10,2
Palladio (\$)	934,9	-5,3	-14,3	8,2	-12,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto nonostante la debolezza in atto.** Il quadro dei Preziosi resta rigorosamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. La svolta più restrittiva della Fed (4 rialzi dei tassi invece di 3 nel 2018) ha spinto il dollaro; ci ha però pensato il Presidente Trump a frenarne la corsa, sottolineando come un dollaro "troppo forte" sia di ostacolo alla competitività dell'economia USA. In conclusione, confermiamo come vada sfumando l'utilizzo dei Preziosi come asset difensivo e come le tensioni ancora moderate generate dal quadro geopolitico non trovino sfogo nell'acquisto di oro e argento. 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. Il recupero delle quotazioni petrolifere appare però in rallentamento e questo incide sulle aspettative di inflazione, togliendo così supporto ai Preziosi. La sommatoria di rischi inflattivi (deboli), domanda industriale in rialzo (ma molto lentamente) e rischi geopolitici (in contrazione) sosterrà solo blandamente gli investimenti in Preziosi. Il nostro Outlook, nonostante il ribasso in atto, resta ancora Moderatamente Positivo, proprio sulla speranza di un rimbalzo fisiologico vista la forte discesa da inizio anno. 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. 25.07.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.229,1	1.297,2	1.290,0	1.291,0	1.323,0
Argento (\$)	15,6	16,5	16,5	16,5	17,2
Platino (\$)	836,4	875,0	900,0	900,0	990,5
Palladio (\$)	934,9	950,0	985,0	985,0	1.010,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

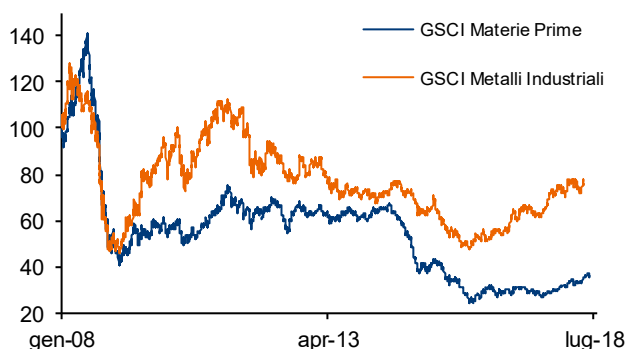
	Valore 3° trim. 25.07.18	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.229,1	1.280	1.290	1.300	1.300
Argento (\$)	15,6	16,7	16,9	17,0	17,2
Platino (\$)	836,4	870	870	870	850
Palladio (\$)	934,9	1.000	1.050	1.100	1.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: le tensioni commerciali fra USA e Cina deprimono i prezzi

Lo scontro commerciale fra USA e Cina al centro del comparto. Come sappiamo, il mercato dei metalli industriali anticipa l'andamento dell'economia globale. Il fortissimo ribasso in atto da giugno, che ha portato il comparto da 1.500 in area 1.250, rappresenta un segnale molto negativo per l'economia globale. I mercati finanziari hanno preso coscienza che le guerre commerciali non sono più soltanto una minaccia, ma una realtà che rischia di provocare danni gravi. Dazi e tariffazioni si moltiplicano e non coinvolgono più solo USA e Cina ma tutte le economie, provocando le prime ripercussioni sull'economia reale. In particolare, le economie e le valute dei Paesi Emergenti, esposti alle commodity e soprattutto ai metalli di base, mostrano segnali di sofferenza, mentre il dollaro, in deciso apprezzamento a causa delle politiche della Fed, penalizza ulteriormente i derivati finanziari delle materie prime, che sono quasi tutti espressi nella divisa americana. Non a caso, i fondi o gli ETF costruiti sul paniere dei metalli industriali subiscono deflussi per la terza settimana consecutiva, in un'emorragia che non sembra avere fine. 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)



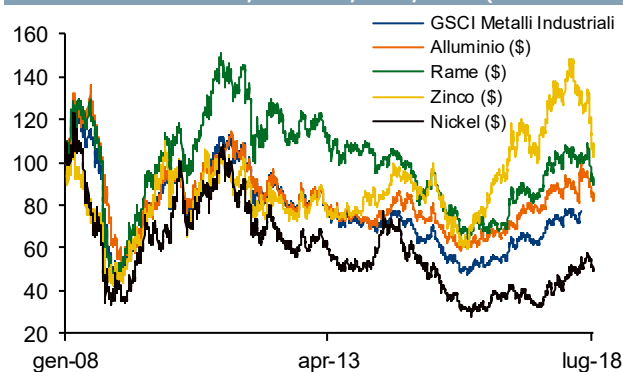
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.07.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.723,9	6,5	24,5	-43,7
GSCI Industriali	1.287,2	-11,2	24,8	-2,9
Rame (\$)	6.290,0	-13,2	27,6	-8,3
Alluminio (\$)	2.062,0	-9,1	29,5	14,9
Zinco (\$)	2.630,5	-21,2	18,2	44,5
Nickel (\$)	13.680,0	7,2	32,2	-1,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Cina: si conferma un 2° trimestre solido ma in rallentamento.

Nel 2° trimestre il **PIL cinese** ha mostrato una crescita del 6,7% a/a, in linea con le previsioni ma in calo rispetto al 6,8% del 1° trimestre. Si prospetta quindi un rallentamento del gigante asiatico anche a fronte delle tensioni commerciali con gli Stati Uniti. Nel mese di luglio sono entrati in vigore dazi del 25% su 34 miliardi di dollari di importazioni dalla Cina, e si attendono misure su ulteriori 16 miliardi di importazioni, per un totale di 50 miliardi. La Cina ha già risposto in misura equivalente alla prima ondata protezionista. Più recentemente l'amministrazione USA ha rilasciato una lista di 200 miliardi di prodotti cinesi che potrebbero essere colpiti da nuovi dazi al 10% già il prossimo mese. Sul fronte del **commercio internazionale**, le esportazioni sono salite dell'11,3% a/a in giugno, al di sotto del 12,7% a/a registrato a maggio. Al contrario la dinamica delle importazioni ha frenato dal 15,6% di maggio al 14,1% a/a in giugno, mostrando segnali di rallentamento della domanda interna. Il livello del surplus commerciale con gli USA si attesta ai massimi storici e le esportazioni sembrano aver risentito, per il momento, molto poco delle sanzioni americane, verosimilmente aiutate dal deprezzamento del renminbi. Tuttavia i recenti annunci di ulteriori sanzioni da parte degli Stati Uniti e di relative ritorsioni cinesi lasciano le prospettive del commercio estero al ribasso nei prossimi mesi. Le rilevazioni dell'istituto Caixin di giugno hanno visto un indice **PMI manifatturiero** in marginale calo a 51,0, sostanzialmente invariato rispetto al 51,1 di maggio. L'indicatore anticipatore dell'attività nel settore manifatturiero si conferma quindi in linea con i dati dei tre mesi precedenti e resta coerente con un'economia cinese in espansione. Positivi anche gli indici dei servizi e composito che si confermano a 53,9 e 53,0, in rialzo dai risultati dell'indagine del mese precedente rispettivamente pari a 52,9 e 52,3 e in territorio ampiamente espansivo. In giugno **la produzione industriale** ha registrato un rallentamento a 6,0% dal 6,8% di maggio, il tasso di crescita più basso da oltre due anni. In calo anche il dato cumulato da inizio anno, che è avanzato di 6,7% da 6,9% del mese precedente. Il settore industriale sembra quindi

aver risentito delle politiche di riduzione di rischio finanziario e dell'indebitamento dell'economia cinese. In calo anche gli **investimenti** a 6,0% a/a da 6,1% di maggio, il tasso più basso dal 1999, sulla scia di un rallentamento della spesa per le infrastrutture. Recuperano invece dal rallentamento dei mesi precedenti i consumi: le **vendite al dettaglio** salgono al 9,0% a/a da 8,5% a/a di maggio. La dinamica delle vendite vede comunque una crescita cumulata da inizio anno in calo a 9,4% da 9,5%, in un trend di moderata riduzione ma ancora a livelli elevati.

**Cina: tiene il mercato immobiliare.** Si rivela robusto il mercato immobiliare: nella prima metà dell'anno la vendita di nuove abitazioni è cresciuta del 3,2%, in rialzo rispetto ai primi mesi del 2018. Nel mese di giugno prosegue il trend di crescita dei prezzi delle nuove case, in aumento di 1,11% m/m da 0,8% di maggio, per il quarto mese consecutivo. In salita anche la variazione su base annua a 5,8% da 5,4%. A giugno, tra le 70 città monitorate dall'ufficio statistico cinese, 63 riportano un aumento dei prezzi delle nuove abitazioni rispetto alle 61 del mese precedente; in crescita anche il numero di quelle che hanno registrato un incremento dei prezzi delle case preesistenti (66 da 61). Calano invece il numero di città con prezzi delle abitazioni in discesa. Il mercato immobiliare appare quindi destinato a contribuire positivamente all'espansione cinese ma rimane lo spettro di una bolla.

**Cina: lieve rialzo per l'inflazione, più margine per la PBoC.** Le rilevazioni per il mese di giugno hanno registrato un'inflazione (CPI) in crescita a 1,9% da 1,8% di maggio, imputabile principalmente all'aumento dei prezzi energetici e all'effetto statistico di confronto rispetto al 2017. Su base mensile i prezzi correggono marginalmente la contrazione di maggio attestandosi a -0,1% m/m da -0,2%. In salita anche i prezzi alla produzione, che a giugno registrano una crescita a 4,7% da 4,1%, ma anche in questo caso l'aumento è dovuto alla componente energetica e all'effetto base sull'anno precedente. Si prevede che giugno sarà il mese di picco per il **PPI**, destinato a rallentare in seguito a una più debole domanda globale e a una minore espansione del credito domestico. Crescita più debole e prezzi alla produzione in rallentamento lasciano presagire un indice dei prezzi al consumo in moderazione nella seconda metà dell'anno. Tale scenario lascia spazio di manovra alla Banca centrale cinese (PBoC) che, con un'inflazione distante dal target del 3%, può far fronte con maggiore flessibilità all'andamento della congiuntura economica per contrastare potenziali effetti negativi delle tensioni commerciali e delle politiche tese a limitare l'indebitamento domestico. La possibilità di agire sui tassi d'interesse senza portare a una sostanziale accelerazione della crescita dei prezzi permette inoltre alla PBoC di proteggersi sul fronte valutario e agire sul tasso di cambio tra il renminbi e il dollaro in risposta alle tensioni commerciali con Washington.

**Il quadro sui Metalli Industriali: l'inasprirsi delle guerre commerciali pesa negativamente.** Sugli Industriali pesa l'incertezza legata all'escalation delle tensioni commerciali ormai non più solo fra USA e Cina.

Il prezzo del **rame** è sceso di quasi il 20% dal massimo di giugno. La quotazione del più importante dei metalli non ferrosi, è in forte ribasso, spinta sotto la soglia psicologica dei 6.000 dollari per tonnellata (poi recuperata) da un'ondata di liquidazioni che si è ingrossata in fretta, di pari passo con l'inasprirsi delle tensioni commerciali. Guardando però oltre la guerra commerciale in atto e focalizzandosi sui fondamentali del mercato del rame a lungo termine, si osserva i prezzi correnti (in area 6.100/6.200 dollari alla tonnellata) non sono sufficienti a garantire alle compagnie margini di profitto tali da coprire i costi. E' quindi probabile che il rame sia destinato a sovraperformare rispetto alla maggior parte delle altre materie prime per la mancanza di crescita dell'offerta, frenata dai bassi prezzi attuali che dissuadono dall'affrontare nuovi investimenti. Sul rame pesano le continue svalutazioni dello yuan, anche se un sostegno ai prezzi dovrebbe arrivare dalla possibilità di scioperi nelle miniere cilene, nonostante le trattative sui rinnovi contrattuali siano andate finora meglio del previsto.

Anche le quotazioni dell'**alluminio** peraltro hanno subito un brusco calo; il metallo ora scambia intorno a 2.000 dollari alla tonnellata, agli stessi livelli di aprile, quando le sanzioni USA contro la Russia non c'erano ancora, e da inizio anno la performance resta comunque negativa. Le tariffe indiscriminate sui metalli introdotte da Trump (che ora sono state anche imposte agli alleati europei) appaiono discutibili dal momento che faranno lievitare i costi per le aziende statunitensi che utilizzano componenti in alluminio, un segmento che ovviamente comprende l'industria automobilistica. Questo quadro ha però, paradossalmente, accelerato l'export dalla Cina verso destinazioni diverse dagli USA: nei primi 5 mesi dell'anno Pechino ha inviato all'estero 1,98 milioni di tonnellate di semilavorati in alluminio: (+14%, massimo storico).

Lo **zinco** resta il metallo coi migliori fondamentali, a causa di un deficit di offerta, causato dal declino di alcune grandi miniere, ma anche questo quadro sembra in fase di deterioramento. L'offerta ha infatti ripreso a salire in modo significativo. L'International Lead & Zinc Study Group (ILZSG) stima un aumento della capacità produttiva globale di 880.000 tonnellate quest'anno. Nei primi 4 mesi la produzione è già salita del 2,9% mentre la domanda è calata dello 0,5%. A questo va sommato il fatto che le scorte LME sono già risalite di oltre l'80% da marzo. Infine, nel mese di agosto non è escluso che torni in attività anche la miniera australiana Century, chiusa per esaurimento delle riserve di materiale. La ripresa della produzione di metallo pare possa avvenire utilizzando le scorie avanzate dalle precedenti attività



estrattive, con l'obiettivo di ricavarne, una volta a regime nel 2019, ben 260.000 tonnellate di zinco.

A giugno i prezzi del **nickel** sono scesi, così come quelli dell'acciaio inox, ma il sentiment di mercato è restato improntato al rialzo. Le maggiori incertezze arrivano soprattutto dalle Filippine. Infatti, il presidente Rodrigo Duterte ha annunciato la possibile sospensione dell'attività mineraria a causa dei danni ambientali. Il nichel estratto prevalentemente in Australia, Canada, Indonesia, Russia e Filippine ha un costo di estrazione elevato in termini ambientali. Il timore è che la chiusura di alcune miniere provochi il rialzo delle quotazioni anche se 23 delle 27 miniere delle Filippine hanno superato la revisione ambientale governativa, riducendo un po' le inquietudini circa possibili nuove chiusure o fermi produttivi. L'insieme di queste incertezze rischia di essere ancora il principale volano della crescita dei prezzi del nichel e anche dell'acciaio nei prossimi mesi. Dal lato dell'offerta, invece, l'output globale di nichel raffinato potrebbe aumentare se nella zona ovest dell'Australia, dove la miniera di Ravensthorpe è l'ultimo di una serie di siti minerari destinati alla chiusura (fermo definitivo previsto per settembre), verrà realizzato il progetto minerario da 43 milioni di dollari di investimento che BHP Billiton ha annunciato. L'impianto di lavorazione garantirà 100.000 tonnellate di solfato di nichel all'anno, un materiale diretto specificatamente al comparto delle batterie.

#### Performance di medio termine

	25.07.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.287,2	-9,6	-11,4	2,4	-11,2
Rame (\$)	6.290,0	-9,7	-11,2	-0,6	-13,2
Alluminio (\$)	2.062,0	-9,4	-8,6	6,2	-9,1
Zinco (\$)	2.630,5	-16,1	-25,3	-6,2	-21,2
Nickel (\$)	13.680,0	-3,9	0,2	36,3	7,2

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo grazie a fondamentali ancora favorevoli.** Proseguono le tensioni commerciali, ora in modo trasversale fra le economie e non più solo fra USA e Cina. Le fibrillazioni generate da questo round di tariffe si sono nuovamente scaricate sul comparto dei Metalli. Il costante disattendere gli accordi precedentemente siglati ha posto gli operatori finanziari in una forte incertezza. La stessa preoccupazione caratterizza anche i produttori, restii nel programmare nuove commesse o nel lanciare nuovi investimenti viste le incognite sulla commercializzazione del prodotto. Resta l'idea che questi fattori siano però esogeni 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. Ecco perché nel nostro scenario, la frizione fra fattori fondamentali (ancora favorevoli al recupero delle quotazioni) e fattori esogeni (che aumentano la volatilità), pur consolidando il clima di incertezza, non ci induce a mutare il nostro approccio cautamente ottimista. Le quotazioni dei principali metalli possono ancora recuperare ulteriormente, almeno nel breve, mitigando le perdite dell'ultimo mese. La robustezza dei

fondamentali è ancora un buon viatico per prezzi in rialzo nella seconda parte del 2018, quadro che ci consente di riconfermare un Outlook Moderatamente Positivo.

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

	Valore 25.07.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.290,0	6.985	6.889	6.800	7.000	6.997
Alluminio (\$)	2.062,0	2.200	2.100	2.078	2.165	2.280
Zinco (\$)	2.630,5	3.125	3.035	3.369	3.175	3.175
Nickel (\$)	13.680,0	14.000	14.000	12.500	13.736	13.736

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni ISP per i singoli componenti degli Industriali

	Valore 25.07.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	1° trim. 2019	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.290,0	6.970	7.000	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	2.062,0	2.310	2.400	2.400	2.400	2.400
Zinco (\$)	2.630,5	3.100	3.300	3.400	3.500	3.500
Nickel (\$)	13.680,0	15.500	16.700	17.000	17.000	17.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: ancora deboli per l'intensificarsi delle tensioni USA-Cina

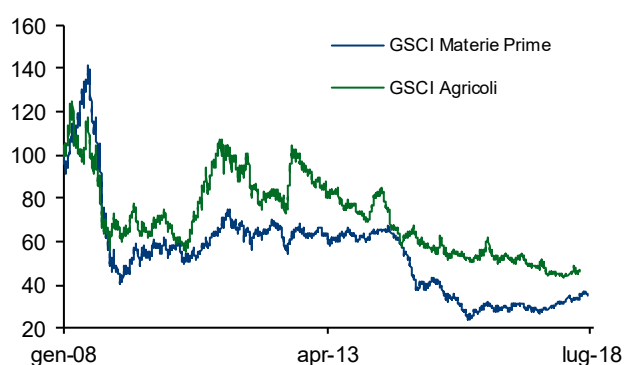
Il settore agricolo resta il più colpito dalle tensioni commerciali fra USA e Cina. L'*escalation* della guerra commerciale tra USA e Cina può essere aggravata da rischi per gli investimenti in agricoltura e, di conseguenza, per la crescita economica di tutti i Paesi esposti al comparto degli Agricoli (che sta registrando una forte flessione). Anche il calo stagionale dei prezzi accentua il pessimismo degli operatori: infatti, durante la stagione estiva, a guidare i prezzi sono storicamente le stime sui raccolti. In questo momento, 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. Ribadiamo il quadro sugli Stati Uniti, ora che i dazi in vigore dal 6 luglio sono operativi. Gli USA sono uno dei maggiori esportatori di prodotti agricoli (soia, mais, etanolo e uova): ulteriori tensioni con la Cina, sommate alla rinegoziazione dell'accordo di libero scambio nordamericano (NAFTA), a cui rischia di aggiungersi un ulteriore inasprirsi delle sanzioni contro la Russia, formerebbero un quadro estremamente negativo per il settore agricolo statunitense. 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.

**Al via i dazi USA (e i contro-dazi cinesi) dal 6 luglio.** Il reciproco aumento dei dazi doganali tra gli Stati Uniti e la Cina è entrato in vigore il 6 luglio. Gli Stati Uniti hanno imposto tariffe del 25% sulle importazioni di 818 merci dalla Cina, per un valore totale di 34 miliardi di dollari. Come rappresaglia commerciale, lo stesso giorno la Cina ha introdotto dazi del 25% su un valore equivalente di merci importate dagli USA. Questo round di tariffe potrebbe non avere un impatto così significativo sull'economia americana e cinese, così come sull'insieme del commercio mondiale. Quello che preoccupa è il costante aggravamento della guerra commerciale, con l'inasprirsi delle tensioni fra Washington e Pechino e le conseguenti turbolenze scaricate sui mercati finanziari. Di sicuro, la situazione sta irritando anche agli agricoltori americani, con i leader delle principali organizzazioni di categoria che, nei giorni scorsi, hanno inviato una lettera al presidente Trump e al Congresso per chiedere una tregua ed abbassare i toni dello scontro, invitando a riportare le trattative nella sede dell'Organizzazione mondiale del commercio (WTO).

**Fra le tensioni USA e Cina sull'agroalimentare, l'Europa rischia di restare schiacciata.** 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. Un ulteriore inasprimento delle tensioni potrebbe spingere il Paese a imporre dazi aggiuntivi sul 90% dei prodotti agroalimentari importati dagli USA. Questo scenario aprirebbe le porte a chi, come Europa e Sud America, rimane

fuori dalla contesa, anche a scapito di un ulteriore irrigidimento dei rapporti commerciali con gli Stati Uniti. Secondo le stime dell'USDA (il dipartimento dell'Agricoltura statunitense), per effetto dei dazi cinesi il reddito dei produttori di seminativi potrebbe ridursi del 20%. I dazi straordinari fanno salire l'instabilità sui mercati, perché vengono amplificate le reazioni rispetto all'andamento dei raccolti, spostando l'attenzione degli operatori dai fattori fondamentali ad eventi esogeni. Se l'Europa riuscirà a mantenere una certa equidistanza tra i contendenti (Cina e USA) non escludiamo possano aprirsi delle possibilità di sviluppo positive per il comparto agricolo europeo.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



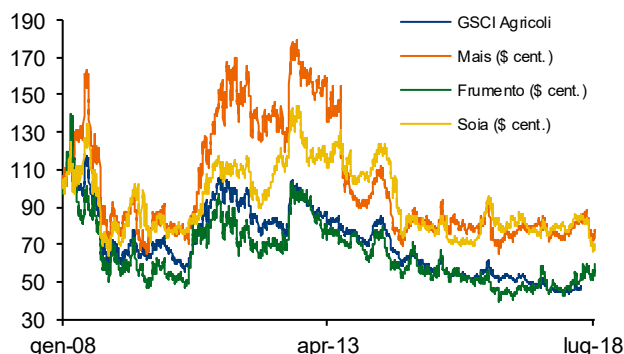
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 25.07.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.723,9	6,5	24,5	-43,7
GSCI Agricoli	373,3	-1,7	-16,8	-42,5
Mais (\$ cent)	359,3	2,4	8,0	-27,0
Frumento (\$ cent.)	542,8	27,1	30,8	-16,5
Soia (\$ cent)	860,8	-9,6	-13,4	-36,2
Cotone (\$ cent)	88,8	12,9	20,6	4,0
Cacao	2.245,0	18,7	-21,3	-4,3
Zucchero	11,2	-26,2	-42,7	-32,1
Caffè (arabica)	111,0	-12,0	-21,6	-9,2
Caffè (robusta)	1.787,0	4,3	-0,9	-5,7

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di giugno: prospettive positive per gli Agricoli nella stagione 2018-19.** Lo scorso 12 luglio 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) dove sono state riviste le stime riguardanti i fondamentali di domanda e offerta per i cereali nella stagione 2018-19. Le scorte di **frumento** sono attese in contrazione a 260,9 milioni di tonnellate (mt) nel 2018-19, riviste al ribasso dalle previsioni di 266,2 mt elaborate a giugno e rispetto alle 273,5 mt del 2017-18. Rivisti al ribasso anche i consumi a 748,9 mt da 750,9 mt di giugno. I consumi di frumento sono comunque previsti in rialzo rispetto al 2017-18 quando si erano fermati a quota 741,8 mt. Stimata in calo la produzione a 736,3 mt nel 2018-19, rivista al ribasso da 744,7 mt di giugno e rispetto a 757,9 mt del 2017-18. Nel complesso il rapporto riserve/consumo scenderà a 34,8% (le stime di giugno erano per un calo più limitato a 35,4%) da 36,9% della scorsa stagione, sulla scia di previsioni per una maggiore contrazione delle scorte. Previste in calo anche le scorte di **mais** a 152,0 mt nel 2018-19 (riviste al ribasso da 154,7 mt di giugno) da 191,7 mt del 2017-18. Si attende invece una crescita della produzione a 1.054,3 mt, da 1.033,7 mt: tale stima è stata rivista al rialzo da 1.052,4 mt di giugno. I consumi, già previsti in aumento rispetto a 1.069,7 mt della scorsa stagione, sono stati rivisti al rialzo a 1.094,1 mt da 1.090,4 mt della precedente stima. Il rapporto riserve/consumi scenderà quindi nel 2018-19 al 13,9% (rivisto al ribasso dal 14,2%) rispetto al 17,9% del 2017-18, a fronte di un aumento dei consumi e di un calo delle scorte. Previste in crescita anche le scorte di **soia** a 98,3 mt nel 2018-19 da 96,0 mt della scorsa stagione. Tale stima è stata rivista significativamente al rialzo rispetto alle previsioni di giugno, che attendevano un ammontare pari a 87,0 mt. In aumento anche la produzione a 359,5 mt (dato rivisto al rialzo da 355,2 mt di giugno) da 336,7 mt dell'anno scorso. Previsti in rialzo i consumi a 354,3 mt nel 2018-19 contro 339,4 mt del 2017-18. La stima di luglio è stata corretta al ribasso rispetto a quella di giugno (357,7 mt). Il rapporto riserve/consumi è quindi destinato a calare a 27,7% (mantenendosi su di un livello ben superiore rispetto al 24,3%

stimato a giugno) dal 28,3% del 2017-18, grazie alla revisione al rialzo dell'aumento delle scorte e al ribasso dell'incremento dei consumi.

Performance di medio termine

	25.07.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	373,3	-5,6	-5,6	-5,6	-1,7
Mais (\$ cent.)	359,3	-6,9	0,8	-3,6	2,4
Frumento (\$ cent.)	542,8	12,9	23,1	13,6	27,1
Soia (\$ cent.)	860,8	-16,3	-12,7	-12,9	-9,6
Cotone (\$)	88,8	4,5	10,3	28,7	12,9
Cacao	2.245,0	-20,4	13,0	17,4	18,7
Zucchero	11,2	2,0	-16,2	-21,4	-26,2
Caffè (arabica)	111,0	-5,6	-11,3	-17,7	-12,0
Caffè (robusta)	1.787,0	2,8	0,8	-17,3	4,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Focus Soia: Cina, USA e Brasile, chi potrebbe beneficiare della guerra sui dazi?** La soia prodotta negli Stati Uniti è uno dei bersagli delle rappresaglie implementate da Pechino per rispondere ai dazi doganali dell'amministrazione Trump. La Cina ne è un grande consumatore e la usa in svariati modi, dalla produzione di olio da cucina al mangime per animali passando, ovviamente, per il consumo alimentare. La domanda cinese di soia è tale che le campagne del Paese non riescono a produrne abbastanza per soddisfarla. Pechino deve perciò importare il 60% di tutta quella che viene prodotta al mondo, di cui il 39% (pari a 32,9 milioni di tonnellate) proviene dagli Stati Uniti. L'imposizione di dazi sulla soia statunitense avrebbe quindi un impatto significativo sul Paese asiatico. L'effetto principale sarebbe un importante aumento del prezzo delle sementi e dei suoi derivati. Coloro che la utilizzano come bene intermedio sarebbero costretti a trasferire i maggiori costi ai consumatori finali oppure a vedere ridotti i propri margini, a meno di sussidi governativi. Il rialzo dei costi colpirebbe quindi una serie di industrie, dagli oleifici agli allevamenti e, più in generale, tutti i consumatori cinesi. L'effetto negativo non sarebbe però limitato alla Cina, poiché il gigante asiatico è un mercato che vale quasi 14 miliardi di dollari per i coltivatori statunitensi. L'introduzione di dazi sulle merci USA potrebbe spostare la domanda cinese su altri paesi produttori, concorrenti degli Stati Uniti, andando a colpire gli agricoltori statunitensi, che sono già costretti ad affrontare redditi agricoli ai minimi storici.

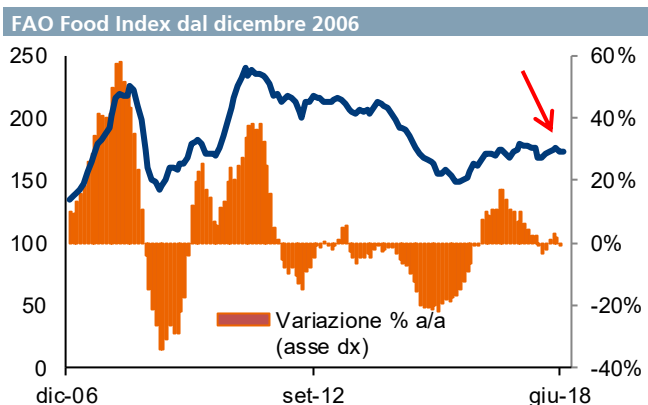
**I principali concorrenti.** I principali produttori di soia al mondo dopo gli Stati Uniti sono il Brasile e l'Argentina, seguiti dai paesi dell'Europa orientale come Russia, Kazakistan e Ucraina. Il direttore di COFCO (China National Cereals, Oils and Foodstuffs Corporation, il più grande produttore di generi alimentari in Cina) ha infatti affermato che nel lungo periodo il Sud America e la zona del Mar Nero possono svolgere un ruolo ancora più importante nel sistema globale di approvvigionamento della soia. In questo momento, però, l'Argentina è stata colpita da una forte siccità che ne ha significativamente ridotto i rendimenti delle colture, mentre la produzione nei paesi europei è ancora limitata, incapace pertanto di sostituire l'ingente produzione statunitense e

soddisfare la domanda cinese. Il principale candidato come primario esportatore di soia in Cina sembrerebbe dunque essere il Brasile, che sta infatti sviluppando importanti relazioni commerciali con l'estremo oriente. Pechino è oggi il principale partner commerciale del Paese sudamericano, e il 40% delle esportazioni brasiliane in Cina è rappresentato proprio da semi di soia. Inoltre, nel 2017 la soia brasiliana ha rappresentato il 53% delle importazioni del legume in Cina, a fronte di una diminuzione del 15% delle importazioni dagli USA dal 2014 al 2017. Il Paese sudamericano ha anche un'abbondante disponibilità di terreni adatti alla coltivazione, potenzialmente in grado di soddisfare la domanda cinese. Esistono però limiti geografici e infrastrutturali a un'ulteriore crescita della produzione e delle esportazioni. Dal punto di vista geografico, la maggior parte della produzione brasiliana di soia proviene da un'area, il Mato Grosso, senza sbocchi sul mare. Sono quindi necessari ingenti costi di trasporto per attraversare la foresta amazzonica e raggiungere le aree portuali, situate nelle regioni meridionali del Paese. Gli elevati costi di trasporto non dipendono solamente dalla distanza ma anche dalla scarsa qualità delle infrastrutture, che ha penalizzato il Paese in termini di competitività. È vero che si stanno lanciando nuovi investimenti ferroviari e portuali, finanziati proprio da Pechino, che potrebbero rendere più competitivo il prodotto sudamericano nel lungo termine, ma nell'immediato la produzione agricola del Paese non è ancora pronta a soddisfare interamente la domanda cinese se il gigante asiatico dovesse decidere di non rivolgersi più ai coltivatori statunitensi. Alla luce di questo, lo scenario è incerto; in generale i paesi sudamericani beneficerebbero di uno spostamento della domanda cinese di soia, ma la domanda da porsi è se le produzioni brasiliane, o argentine, saranno sufficienti per sostituire quelle statunitensi. Nel caso in cui la Cina non trovasse alternative alla produzione USA potrebbe persino essere costretta a continuare a comprare semi di soia dagli Stati Uniti, anche a un prezzo più elevato. Complessivamente gli USA sono comunque destinati a mantenere un ruolo importante nel commercio internazionale di soia e, in caso di un aumento delle importazioni cinesi dal Sud America, potrebbero comunque vendere al resto del mondo abbassando i prezzi per compensare i dazi, oppure ruotare le coltivazioni verso il mais.

**Indice FAO dei prezzi alimentari di giugno in calo per la prima volta nel 2018.** Nel mese di giugno i prezzi delle materie prime alimentari sono scesi per la prima volta nel corso di quest'anno, nonostante le prospettive di produzione a livello globale siano in calo. L'indice FAO di giugno ha registrato una media di 173,7 punti a giugno, in diminuzione di 1,3% m/m (-0,9% a/a) rispetto al dato di maggio. Il calo è imputabile alle tensioni commerciali che hanno recentemente investito i mercati. Particolarmente colpiti grano, mais e oli vegetali, compresi quelli a base di soia. Il calo più significativo è stato quello registrato dall'indice dei prezzi dei cereali (-3,7% m/m, da +2,4% di maggio), soprattutto per quanto riguarda i prezzi di grano e mais; in aumento invece le quotazioni del riso. Cala

del 3% anche l'indice relativo agli oli vegetali, che raggiunge il livello più basso da 29 mesi. I prezzi hanno risentito delle tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti che, insieme al rafforzamento del dollaro, hanno esercitato pressioni al ribasso sui prezzi all'export statunitensi. Il calo è diffuso a olio di palma, soia e semi di girasole. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari registra una flessione di 0,9% m/m, da 5,5% m/m di maggio, sulla scia del ribasso prezzi dei formaggi a fronte dell'abbondante disponibilità per l'export nell'Unione Europea e negli Stati Uniti, in grado di compensare l'aumento dei prezzi del latte scremato in polvere. Recupera dal calo di maggio il prezzo della carne, che sale di 0,3% m/m dal -0,6% m/m precedente, a fronte di quotazioni di ovini e suini in rialzo. In controtendenza rispetto all'andamento degli ultimi sei mesi il prezzo dello zucchero, che a giugno rimbalza di 1,2% m/m da -0,5% di maggio. Il rincaro dello zucchero è imputabile alle preoccupazioni legate al clima particolarmente secco in Brasile, il principale produttore ed esportatore, che potrebbe compromettere produzione e raccolto della canna da zucchero.

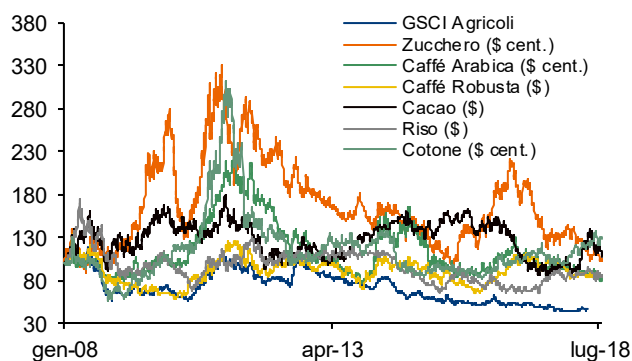
**FAO: le stime sulla produzione di cereali per il 2018 sono riviste al ribasso.** Nell'ultimo bollettino sull'offerta e la domanda mondiale di cereali (Cereal Supply and Demand Brief) sono emerse le preoccupazioni relative alle tensioni commerciali, che hanno però compensato la spinta rialzista per i principali cereali proveniente dalle prospettive di produzione globale in calo. La FAO ha infatti aggiornato al ribasso le previsioni sulla produzione mondiale per quest'anno, attesa in calo del 2,4% dal livello record del 2017 a circa 2.586 milioni di tonnellate (mt). Il dato potrebbe però essere rivisto ulteriormente in discesa, a fronte di una minore produzione di grano nell'Unione Europea e di grano e cereali di base in Russia e Ucraina. Prevista invece in aumento la domanda di cereali, destinata a raggiungere i 2.641 mt nel 2018/19. Il consumo sarà quindi superiore alla produzione e l'eccesso di domanda dovrebbe provocare un calo di circa il 7% delle scorte globali, soprattutto di mais, accumulate negli scorsi cinque anni. Potrebbe perciò registrarsi, per la prima volta da quattro anni, una riduzione del rapporto riserve/consumi al 27,7% (da 30,6%), comunque ben al di sopra del 20,4% toccato nel 2007-08. Previste invece in aumento, per il terzo anno di fila, le riserve di riso. Complessivamente il commercio mondiale di cereali è destinato a mantenersi solido anche nel 2018-19, non troppo lontano dai livelli-record della scorsa stagione.



**Focus zucchero: eccesso di offerta, il prezzo dell'etanolo e l'aumento della produzione indiana non favoriscono le quotazioni dello zucchero.** In un contesto di mercato caratterizzato da un eccesso di offerta di zucchero, la produzione di etanolo potrebbe risultare un elemento determinante per stabilizzarne il prezzo. Se i laboratori brasiliani dovessero scegliere di aumentare la produzione di biocarburante e ridurre quella di dolcificante, le quotazioni dello zucchero ne andrebbero a beneficiare. Esistono però una serie di fattori che continuano a spingere lo zucchero al ribasso. In primo luogo la domanda di etanolo, pur essendo in crescita, non sembra sufficiente ad assorbire il rapido aumento della produzione e le scorte sono già a livelli superiori rispetto a quelle rilevate l'anno scorso in questo periodo. Le elevate scorte di etanolo contribuiscono al calo del prezzo del biocarburante, se questo trend dovesse essere confermato un possibile aumento della produzione di dolcificante andrebbe ad insistere su di un mercato già caratterizzato da un significativo eccesso di produzione. Inoltre, se il Governo brasiliano dovesse decidere di regolare il prezzo della benzina, ponendo un tetto massimo, l'etanolo perderebbe la sua competitività: si ridurrebbe pertanto ulteriormente la domanda, con effetti a cascata sulla produzione e sul prezzo dello zucchero. Infine l'aumento della produzione di zucchero in Thailandia e, soprattutto, in India, lascia trasparire prospettive negative per i fondamentali di offerta. In India infatti la stagione 2017-18 è stata caratterizzata da un inaspettato aumento della produzione, che è cresciuta a 31,5 milioni di tonnellate (mt) dalle 24 mt della scorsa annata. Il raccolto è stato spinto da una favorevole stagione dei monsoni e dal supporto del Governo indiano, che ha fissato il prezzo da pagare ai coltivatori. Tale politica garantisce prezzi meno esposti alla volatilità dei mercati, consentendo una produzione comunque cospicua nonostante il calo delle quotazioni dello zucchero. Prezzo che è sceso al di sotto del costo, sulla scia dell'eccesso di produzione globale. Ben diverso lo scenario brasiliano: la crisi economica e gli scioperi dei trasportatori non hanno favorito il principale Paese produttore. A ciò si aggiunge il forte indebitamento dell'industria locale che ne limita la capacità di rinnovare le piantagioni, provocando così il calo della resa dei terreni coltivati. Le stime dell'Organizzazione

Internazionale dello Zucchero prevedono un raccolto indiano intorno a 32 mt nel 2018-19, contro i 33 mt brasiliani: il margine tra i due principali Paesi produttori si sta quindi riducendo e l'India potrebbe addirittura scalzare il Brasile dal primo posto. Sembrerebbe però ancora prematuro indicare l'India come il nuovo protagonista nel mercato. Da una parte gli investimenti realizzati nelle piantagioni indiane, associati a condizioni metereologiche più favorevoli, dovrebbero garantire un quinquennio di rendimenti positivi; dall'altra, l'aumento del costo della manodopera indiana ha di fatto progressivamente ridotto la competitività dell'India rispetto agli altri Paesi produttori, tra cui il Brasile.

GSCI Agricoli vs. Soft Commodity (da gennaio 2008)



**Focus caffè: USA e ICO, due previsioni diverse per la produzione; da monitorare i raccolti dei principali Paesi produttori.** Il Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA) stima un raccolto globale per la stagione 2018-19 alla quota record di 171,2 milioni di bags. Molto meno ottimistiche invece le proiezioni dell'Organizzazione Internazionale del Caffè (ICO) che prevede una produzione di 159,66 milioni di bags. Per il momento le principali agenzie specializzate parlano di un raccolto globale particolarmente florido, connotato da prezzi contenuti dovuti proprio alle previsioni di ampia offerta. Siamo di fronte ad un contesto caratterizzato dal ribasso dei prezzi della varietà arabica, che subisce le dinamiche valutarie che stanno colpendo il real brasiliano (il Brasile è il maggior produttore di qualità arabica al mondo): le quotazioni del caffè infatti, dopo aver raggiunto un picco nel 2014, si sono dimostrate particolarmente volatili. I prezzi contenuti del caffè, uniti ad un clima irregolare e ad un progressivo aumento dei costi di coltivazione e del carburante, sono un problema per i coltivatori indiani. Da monitorare quindi con attenzione l'andamento dei raccolti dei principali produttori: Brasile, Vietnam e India.

**Confermiamo l'Outlook Neutrale.** Permangono ed anzi appaiono sempre di più intensificarsi le tensioni legate ai dazi fra USA e Cina. Le tariffe cinesi in vigore dal 6 luglio (50 miliardi di dollari, di pari entità rispetto ai maggiori dazi USA) hanno avuto 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. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante anche se la FAO ha segnalato, nell'ultimo report di luglio, un peggioramento della produzione globale, che potrebbe frenare un minimo la discesa delle quotazioni. Ribadiamo 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. Confermiamo pertanto il nostro Outlook Neutrale, nonostante il marginale recupero dei prezzi degli ultimi giorni e l'incognita circa le possibili ulteriori tensioni commerciali dopo l'entrata in vigore dei dazi cinesi sui prodotti agricoli USA, lo scorso 6 luglio. Nella seconda parte del 2018 speriamo si possa palesare un 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.		4° trim.		1° trim.		Anno		Anno	
	25.07.18	2018	2018	2019	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Mais (\$ cent.)	359,3	400,0	400,8	406,3	406,3	419,1	406,3	419,1	406,3	419,1
Frumento (\$ cent.)	542,8	515,0	507,5	500,0	500,0	480,0	500,0	480,0	500,0	480,0
Soia (\$ cent.)	860,8	985,0	990,0	995,0	1.027,5	1.047,5	1.027,5	1.047,5	1.027,5	1.047,5
Cotone (\$)	88,8	84,5	85,0	84,0	80,0	82,0	80,0	82,0	80,0	82,0
Cacao	2.245,0	2.520	2.550	2.600	2.587	2.450	2.587	2.450	2.587	2.450
Zucchero	11,2	12,6	12,8	13,1	14,1	13,1	14,1	13,1	14,1	13,1
Caffè (arabica)	111,00	119,3	123,5	125,2	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0	121,0
Caffè (robusta)	1.787,0	1.535	1.535	1.535	1.796	1.852	1.796	1.852	1.796	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.		4° trim.		1° trim.		Anno		Anno	
	25.07.18	2018	2018	2019	2019	2020	2019	2020	2019	2020
Mais (\$ cent.)	359,3	385	390	400	400	420	400	420	400	420
Frumento (\$ cent.)	542,8	510	500	500	500	510	500	510	500	510
Soia (\$ cent.)	860,8	950	970	1.000	1.025	1.050	1.025	1.050	1.025	1.050
Cotone (\$)	88,8	85,0	87,0	90,0	90,0	90	90,0	90	90,0	90
Cacao	2.245,0	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600	2.600
Zucchero	11,2	11,9	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7	11,7
Caffè (arabica)	111,00	125	125	130	135	138	135	138	135	138
Caffè (robusta)	1.787,0	1.780	1.800	1.820	1.850	1.880	1.850	1.880	1.850	1.880

Nota: le previsioni di consenso sullo Zucchero si riferiscono al contratto NYB Sugar (zucchero grezzo). 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 27.06.2018.

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/scriptsir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp)

## Note Metodologiche

Ai sensi della normativa in vigore e conformemente a quanto previsto dalle Regole per Studi e Ricerche di cui la Banca si è dotata, le informazioni relative agli elementi di base e alla metodologia utilizzati ai fini della valutazione sono disponibili sul sito internet di Intesa Sanpaolo <http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/contentData/view/link?id=CNT-05-0000004DF584>.

## Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile in versione integrale sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: [http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesaspaolo.com/scriptsir0/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.intesasanpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_archivio\\_conflitti\\_mad.jsp](http://www.group.intesasanpaolo.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