

Permane un cauto ottimismo per il 2018, Brent a 80 USD

Energia: Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo, Brent in area 80 dollari al barile. Il comparto petrolifero appare aver raggiunto il proprio massimo dopo l'ultima salita dei prezzi registrata in maggio. Ribadiamo la nostra prudente fiducia sul comparto, ma osserviamo che il tetto degli oltre 80 dollari al barile sembra difficile da superare in maniera stabile senza l'intervento di qualche altro fattore che non siano gli attuali tagli o le difficoltà produttive di alcuni membri OPEC. Molto dipenderà dalle scelte che saranno assunte da Russia ed Arabia Saudita nel prossimo meeting OPEC del 22 giugno, ovvero se saranno in grado di dare nuova forza al trend di rialzo dei prezzi. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 75 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 70 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 70 dollari al barile per il 2019 e a 78 e 74 dollari al barile per il 2020.

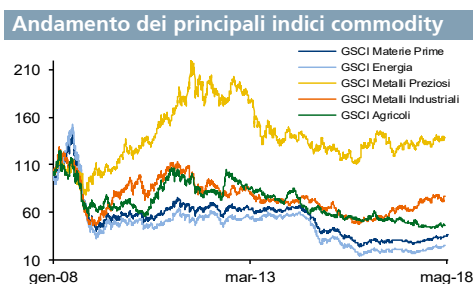
Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto ma sale la cautela. Il comparto dei Preziosi resta strettamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Il rischio, con un rendimento del decennale così interessante (3%), è che gli operatori possano decidere comunque, anche in fasi di turbolenza che abbiano come protagonista gli Stati Uniti, di non immobilizzare liquidità in oro e argento ma nei titoli di stato USA: titoli più remunerativi rispetto al passato e decisamente più liquidabili sui mercati finanziari. Considerando poi come va sfumando il *driver* legato all'utilizzo dei Preziosi come asset difensivo (visto lo scarso *appeal* generato dalle tensioni geopolitiche), resta solo lo scenario di atteso surriscaldamento dei prezzi ad alimentare le aspettative di una reazione positiva delle quotazioni di oro e argento.

Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante la frenata delle ultime settimane. Il congelamento dei dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio (rispettivamente del 25% e del 10%) dopo il parziale accordo fra USA e Cina scongiura, almeno nel breve, l'ipotesi di guerra commerciale fra le due economie. Le sanzioni USA alla Russia su alluminio e nickel sono invece una sorta di rappresaglia verso l'appoggio russo alla Siria e le questioni ancora aperte in Crimea. Nonostante il parziale accordo fra USA e Cina, il clima di incertezza sul comparto dei Metalli resta forte, pur senza stravolgere il nostro approccio cautamente ottimista. Ribadiamo che, in mancanza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa o nuove infrastrutture) o dell'offerta (produzione cinese o nuova *escalation* sui dazi), le quotazioni dei principali metalli possono recuperare ulteriormente, almeno nel breve.

Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo. Le tensioni sui dazi USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi hanno finito per indebolire gli Agricoli nel mese di maggio; scenario a cui si è sommata l'imposizione di sanzioni alla Russia. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante; la FAO segnala tuttavia, in maggio, un deterioramento delle attese sui raccolti sudamericani, ipotesi che favorirebbe la contrazione dell'offerta e il recupero delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non può venire eroso in maniera rapida: qualche mancato accumulo inizia tuttavia ad essere segnalato sia dalla FAO che dal WASDE. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo, visto il basso livello dei prezzi e nonostante il recupero marginale registrato a inizio 2018.

	Performance degli indici commodity			
	Valore	Var. %	Var. %	Var. %
	21.05.18	01.01.18	2 anni	5 anni
GSCI	2.849,7	11,5	20,8	-39,3
GSCI Energia	548,6	18,6	33,4	-47,6
GSCI Met. Preziosi	1.547,8	-1,9	0,7	-11,2
GSCI Met. Industriali	1.426,4	-1,6	49,2	0,2
GSCI Prod. Agricoli	403,4	6,3	-15,1	-42,7

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 21.05.2018



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

22 maggio 2018

16:02 CET

Data e ora di produzione

22 maggio 2018

16:12 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*

	Mag.	Apr.
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	19,6	45,0
Brent	18,5	52,4
Gas Naturale	-4,8	59,3
Gasolio	15,4	53,6
Oro	-1,2	8,6
Argento	-3,3	15,8
Rame	-5,1	17,7
Alluminio	0,5	12,3
Zinco	-7,1	60,6
Nickel	15,0	13,6
Mais	14,8	-1,9
Frumento	18,8	-13,2
Soia	7,7	14,4
Cacao	38,2	-33,8
Zucchero	-20,2	28,0
Caffè	-4,8	8,2
Cotone	12,5	11,6

Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 21.05.2018

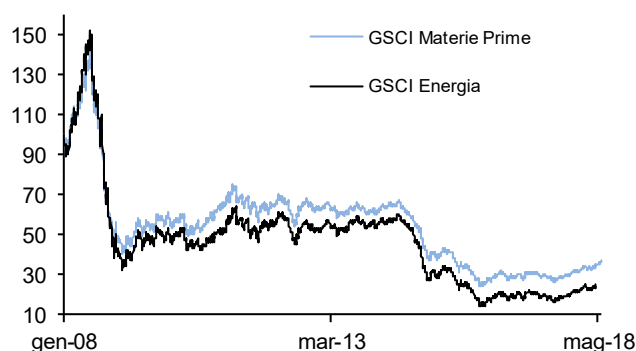
I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 21.05.2018 (salvo diversa indicazione).

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

Energia: ancora cauto ottimismo per il 2018 ma cresce lo *shale-oil* USA

Commodity: lo scenario resta di cauto ottimismo ma attenzione alle economie emergenti. Continua il cauto ottimismo per il 2018 delle commodity pur in presenza di una moderata contrazione della performance delle risorse di base, che deriva dalla forte volatilità dei mercati delle ultime settimane. Lo scenario macroeconomico tratteggiato dall'FMI nel suo ultimo World Economic Outlook (aprile 2018) resta favorevole alle materie prime. Il quadro globale è ancora positivo, ma con qualche rischio all'orizzonte per le economie emergenti, legato prevalentemente al movimento di capitali in atto, visto che la guerra commerciale fra USA e Cina è momentaneamente sospesa. Il rialzo dei rendimenti dei titoli di stato Usa (decennale americano sopra il 3%) ha generato un forte deflusso di capitali dai Paesi emergenti a favore degli Stati Uniti, favorendo anche il rafforzamento del dollaro. Uno scenario che certamente sta mettendo in difficoltà le economie emergenti, che rischiano di ridurre il loro apporto alla crescita globale e conseguentemente alla domanda di risorse di base.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.05.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. (%) 2 anni	Var. (%) 5 anni
GSCI	2.849,7	11,5	20,8	-39,3
GSCI Energia	548,6	18,6	33,4	-47,6
WTI (\$)	72,2	19,6	51,3	-23,4
Brent (\$)	79,2	18,5	62,6	-22,8
Gas Naturale (\$)	2,8	-4,8	36,3	-32,9

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

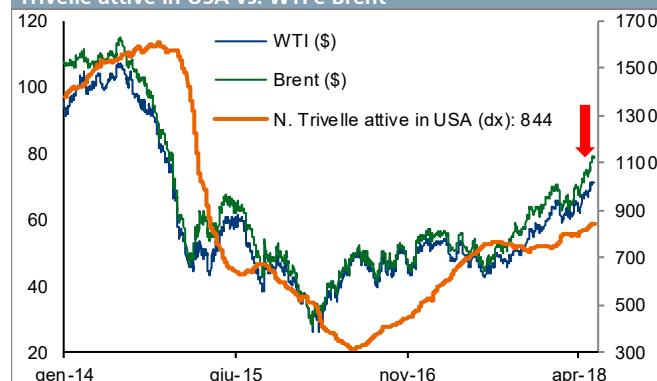
Energia: ancora forza sul comparto, Brent sopra gli 80 dollari poi storna. Nel mese di maggio abbiamo assistito ad una ulteriore accelerazione dei prezzi del petrolio, col Brent ai massimi dal 2014 in area 80,50 (salvo poi stornare). L'output statunitense è ormai stabilmente sopra i 10,5 milioni di barili 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 verrà superata entro pochi mesi. Baker Hughes ha confermato le

trivelle attive sul suolo statunitense a 844, dopo sei settimane consecutive di rialzi, raffreddando solo momentaneamente i timori sulla crescente produzione USA. La manovra di Trump contro l'Iran è probabile che limiti la vendita del petrolio iraniano, riducendo ancor di più l'offerta aggregata OPEC e aumentando l'efficacia dei tagli. L'Iran, analizzando il documento del Dipartimento del Tesoro USA sulle sanzioni a 90 e 180 giorni, non ha ravvisato interventi tali da generare una riduzione dell'output petrolifero in essere. Il quadro resta pertanto di sostegno al petrolio, in vista del meeting OPEC del 22 giugno a Vienna in cui Russia ed OPEC dovranno decidere se prolungare ulteriormente i tagli alla produzione.

Venezuela: nuove sanzioni USA dopo la rielezione di Maduro.

L'Amministrazione Trump ha deciso, lunedì 21 maggio, di varare altre sanzioni nei confronti del Venezuela, a seguito della rielezione del Presidente Maduro in quelle che il Governo statunitense ha definito "elezioni farsa". Lo scopo delle nuove sanzioni è di impedire al Presidente Maduro di vendere il debito del Paese per aumentare la propria ricchezza personale. Trump ha firmato un ordine esecutivo che impedirà alle imprese o ai cittadini statunitensi di comprare il debito o altri asset del Governo venezuelano, inclusa la compagnia petrolifera statale Petróleos de Venezuela, affiliata a Citgo Petroleum. Il tentativo americano sembra essere quello di chiudere i "canali di corruzione" che Maduro (e i membri del suo *establishment*) utilizzano per arricchirsi, secondo informazioni delle Autorità statunitensi. A nostro avviso, sanzioni mirate contro gli asset governativi o individui vicini alla Presidenza e all'élite militare sono preferibili rispetto a sanzioni che coinvolgono i flussi commerciali (e in particolare i flussi di greggio e di prodotti petroliferi); questo perché la comunità internazionale condannerebbe probabilmente ulteriori mosse che danneggino direttamente la popolazione e che mettano a repentaglio gli equilibri regionali.

Trivelle attive in USA vs. WTI e Brent



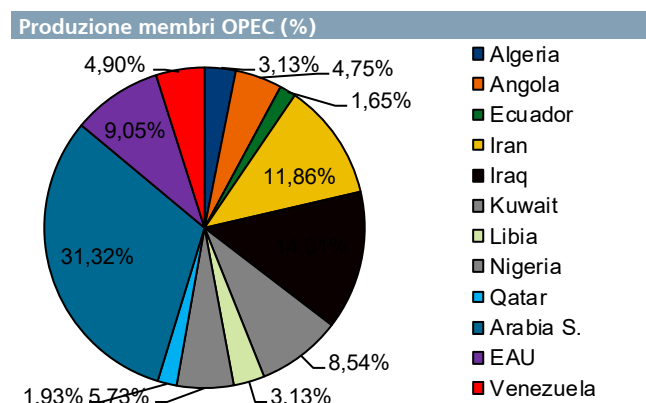
Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

EIA: prezzo del petrolio rivisto al rialzo nonostante aspettative di produzione record negli USA. Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) dell'8 maggio, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato petrolifero riguardanti il periodo 2018-2019. L'EIA ha

sensibilmente rivisto al rialzo le proprie proiezioni, con il prezzo medio per il Brent che è atteso a 70,68 dollari al barile per il 2018 (rivisto al rialzo di circa 7 dollari dai 63,36 delle stime di aprile) e a 65,98 dollari al barile nel 2019 (rivisto al rialzo di circa 3 dollari dai 62,28 dollari delle stime precedenti), in aumento ancora più deciso dalla media 2017 di 54,15 dollari al barile. Sono state inoltre riviste le aspettative circa l'allargamento dello spread tra Brent e WTI, atteso in aumento da 3,36 dollari al barile nel 2017 a circa 5,10 dollari nel 2018 e nel 2019. Sul fronte della domanda e dell'offerta, le stime EIA mantengono le aspettative di un mercato in leggero surplus di circa 0,2 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (invariato rispetto ad aprile) mentre rivedono al rialzo il surplus del 2019 a 0,6 mbd dagli 0,1 mbd delle stime precedenti. Tale dinamica dovrebbe essere trainata da una domanda mondiale in crescita dai 98,5 mbd del 2017 a 100,3 mbd nel 2018 (+1,8 mbd a/a, invariato rispetto alle stime di aprile) e a 102,0 mbd nel 2019 (+1,7 mbd a/a, rivisto al ribasso dai 102,2 mbd di aprile). Sul fronte della produzione, l'offerta non-OPEC è vista in crescita dai 58,7 mbd del 2017 a 61,2 mbd nel 2018 (+2,5 mbd a/a, invariata rispetto alle stime di aprile) e a 63,1 mbd nel 2019 (+1,9 mbd a/a, rivista al rialzo dai 62,7 mbd di aprile). Gli USA si confermano alla guida dell'incremento dell'offerta non-OPEC: la produzione di US *crude oil* è stimata in crescita dai 9,4 mbd del 2017 a 10,7 mbd nel 2018 (+1,4 mbd a/a, invariato rispetto alle stime di aprile) e ad un nuovo record di 11,9 mbd nel 2019 (+1,1 mbd a/a, rivista al rialzo da 11,44 mbd stimati ad aprile). Gli Stati Uniti dovrebbero così chiudere il 2019 con una produzione superiore a 12 mbd. L'offerta OPEC di greggio è invece attesa rimanere sostanzialmente stabile ai 32,4 mbd del 2017, fermandosi a 32,3 mbd nel 2018 (-0,2 mbd a/a, invariato rispetto ad aprile) e 32,4 mbd nel 2019 (+0,1 mbd a/a, invariata rispetto ad aprile). La capacità produttiva di *crude oil* in surplus dell'OPEC dovrebbe così scendere da 2,1 mbd nel 2017 a 1,8 mbd nel 2018 (-0,1 mbd rispetto alle stime di aprile) e a 1,3 mbd nel 2019 (in linea con le stime di aprile).

OPEC: i dati del MOMR di maggio vedono aumentare i margini di flessibilità dell'OPEC. Nell'ultimo report mensile MOMR (Monthly Oil Market Report) del 14 maggio, l'OPEC ha pubblicato le proprie stime aggiornate su domanda e offerta di greggio per il 2018. L'offerta non-OPEC è vista in incremento a 59,6 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (+1,7 mbd a/a, invariata dalle stime di aprile). La domanda mondiale è stimata in crescita a 98,8 mbd (+1,7 mbd a/a, marginalmente rivista al rialzo da 98,7 mbd delle stime di aprile). Le stime aggiornate vedono dunque la "richiesta di greggio OPEC", ovvero l'offerta necessaria a portare il mercato in equilibrio, attestarsi a 32,7 mbd, rivista al rialzo di circa 0,1 mbd rispetto alle stime di aprile ma comunque in calo di 0,3 mbd rispetto al 2017. In aggiunta, dati più recenti provenienti da fonti secondarie mostrano che la produzione cumulata del Cartello sarebbe risalita marginalmente ad aprile attestandosi a 31,93 mbd dai 31,92 mbd di marzo. Tale dinamica lascia intendere che

l'OPEC avrebbe comunque la possibilità di ridurre la portata dei propri tagli alla produzione nel resto dell'anno mantenendo il mercato ancora prossimo all'equilibrio. Sul lato delle scorte, quelle di greggio nei Paesi OCSE hanno continuato a contrarsi a marzo attestandosi a 2.829 milioni di barili, mb (-25 mb m/m), scendendo così ad appena 9 mb sopra la media quinquennale. Nello specifico, le scorte di greggio si collocano a +12 mb rispetto alla propria media quinquennale mentre quelle di prodotti derivati sono inferiori di circa 3mb. In termini di giorni di copertura futura, le scorte commerciali OECD sono scese a 59,9 giorni a marzo dai 60,3 di febbraio, inferiori dunque di circa 1,6 giorni rispetto alla media quinquennale.



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 30.04.2018

IEA: le quotazioni elevate del greggio spingono al ribasso la domanda mondiale. Nell'Oil Market Report (OMR) del 16 maggio, l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto lievemente al ribasso le proprie stime sulla domanda mondiale di petrolio sulla scia delle pressioni che le elevate quotazioni del greggio degli ultimi mesi dovrebbero esercitare sui consumi. L'IEA ha rivisto infatti di circa 0,04 mbd la domanda globale di petrolio nel 2018 a 99,2 mbd (99,3 mbd delle stime di aprile), ma comunque in crescita solida di 1,4 mbd (dai 97,8 mbd del 2017). Dal lato dell'offerta, la produzione di greggio non-OPEC è stata marginalmente rivista al rialzo da 59,9 a 60,0 mbd (+1,8 mbd a/a da 58,1 mbd del 2017). L'OMR di maggio ribadisce dunque come, secondo le stime IEA, l'offerta non-OPEC nel 2018 dovrebbe crescere ad un ritmo più robusto di quello della domanda, rispettivamente di circa 1,8 mbd contro 1,4 mbd, portando così ad un calo della "richiesta di greggio OPEC" (l'ammontare di offerta del Cartello necessario a mantenere il mercato in equilibrio) da 32,6 nel 2017 a 32,2 mbd nel 2018 (rivista al ribasso dai 32,4 delle stime di aprile). A riguardo, i dati di aprile sulla produzione di greggio OPEC vedono questa ridursi ulteriormente a 31,65 mbd (da 31,8 mbd a marzo e 32,1 mbd a febbraio) sulla scia di persistenti cali nella produzione venezuelana e di una minore attività in Africa. Il rapporto tra i tagli effettivi e previsti dall'accordo sale così da 163% a 172%. Ipotizzando una produzione OPEC stabile per il resto del 2018 ai livelli di aprile, l'IEA stima che il mercato registri un deficit a partire dal secondo trimestre fino

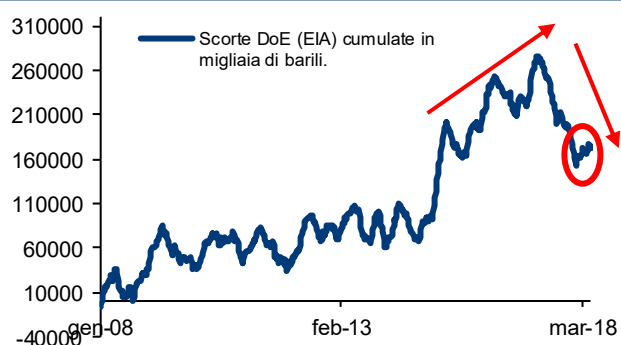
alla fine dell'anno, una conclusione analoga a quella di aprile. Rimanendo sul tema delle scorte, quelle commerciali OCSE di greggio e di altri prodotti sono continuate a scendere a marzo di 27 milioni di barili (mb) a 2.819 mb, ai minimi da marzo 2015, 214 mb inferiori rispetto ai valori di marzo 2017 e 1 mb inferiori rispetto alla loro media quinquennale.

	21.05.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Energia	548,6	17,4	15,1	23,7	18,6
WTI (\$)	72,2	15,1	24,5	42,4	19,6
Gas Naturale (\$)	2,8	6,7	-5,3	-15,6	-4,8
Gasolio (\$)	692,8	18,4	23,2	44,6	15,4

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

La dinamica delle scorte USA. Negli USA, il report settimanale sulle scorte dell'Energy Information Administration (EIA) ha mostrato un calo di oltre 1,4 milioni di barili nell'ultima settimana, oltre le attese di 1,3 milioni. In forte calo anche le benzine di quasi 4 milioni di barili, dato che va interpretato come positivo nell'ottica dell'utilizzo di benzina per trasporti da parte dei consumatori americani. L'American Petroleum Institute (API) aveva comunicato che le scorte di greggio erano salite a +4,85 milioni di barili (contro i -1,85 milioni della scorsa settimana). L'aumento della produzione USA resta il principale ostacolo al rialzo dei prezzi del greggio, controbilanciando i tagli alla produzione di OPEC e Russia e le attese di sanzioni all'Iran.

WTI: scorte DoE



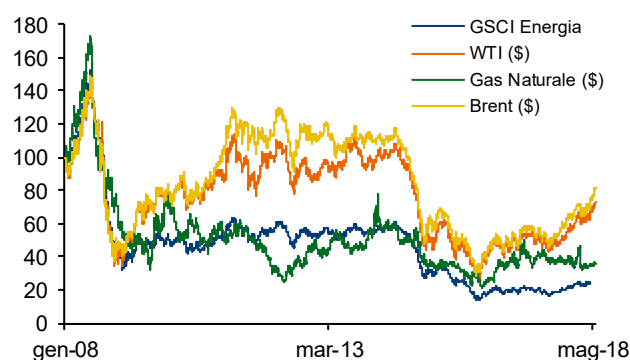
Nota: dati a cura dell'EIA (Energy Information Administration) del Department of Energy (DoE) statunitense. Fonte: Bloomberg

Gas Naturale: l'EIA conferma stime di produzione record per gli USA nel biennio 2018-19. Le stime EIA dello Short-Term Energy Outlook (STEO) di maggio vedono la produzione statunitense di gas naturale in crescita dai 73,6 miliardi di piedi cubici al giorno (Bcf/d) del 2017 a 80,5 Bcf/d nel 2018 (+8,9 Bcf/d a/a), stabilendo così un nuovo record. L'espansione della produzione dovrebbe procedere anche nel 2019, anno in cui questa è attesa salire a 83,3 Bcf/d (+2,9 Bcf/d a/a). La crescita della produzione di gas naturale statunitense dovrebbe fornire slancio anche alle esportazioni: l'EIA stima queste in crescita da 0,4 Bcf/d nel 2017 ad una media di 2,0 Bcf/d nel 2018 e 4,6 Bcf/d nel 2019. Dal lato delle scorte, l'EIA stima che queste

siano aumentate di 22 miliardi di piedi cubici in aprile, il 27% in meno rispetto alla media quinquennale degli incrementi nello stesso mese. Se confermato, l'incremento delle scorte sarebbe il più basso avvenuto in aprile dal 1983. Dai dati preliminari emerge tuttavia che lo scorso aprile sia stato il più freddo degli ultimi 21 anni, un elemento che in parte giustifica il basso aumento delle scorte. Sulla base delle proiezioni EIA di crescita della produzione, le scorte di gas naturale dovrebbero inoltre espandersi ad un ritmo superiore alla media quinquennale nell'attuale "injection season" (ossia il periodo tra aprile e ottobre) e superare i 3,5miliardi di piedi cubici a fine ottobre, rimanendo tuttavia inferiori di circa l'8% rispetto alla media quinquennale dello stesso mese. Riguardo i prezzi, invece, l'EIA stima che il prezzo (spot) del gas naturale Henry Hub (HH, centro di distribuzione della Louisiana) registri una media di 3,01 dollari per milione di British thermal units (MMBtu) nel 2018 e 3,11 dollari per MMBtu nel 2019.

Le sanzioni alla Russia e i risvolti sul settore del gas in Europa. Il Presidente americano Trump ha minacciato l'Europa: se il gasdotto fra Russia e Germania verrà realizzato, sarà l'inizio di una guerra commerciale fra i due storici alleati. In definitiva, se l'Europa vuole evitare lo scontro con gli Stati Uniti, deve fermare il progetto del gasdotto Nord Stream 2, in collaborazione con la Russia. Nello specifico, Trump avrebbe fatto pressioni in questo senso sulla Cancelliera tedesca Merkel durante la sua visita alla Casa Bianca. Lo stop al gasdotto sarebbe la condizione necessaria per raggiungere un accordo sui dazi con l'Europa. Il progetto Nord Stream 2 prevede il trasporto di gas dalla Russia alla Germania sotto le acque del Mar Baltico. Per la Russia, però, realizzare questo progetto significa anche avere un'arma di ricatto nei confronti dell'Ucraina e di altri Paesi dell'Est Europa, alleati e partner degli Stati Uniti. La volontà russa di proseguire in concomitanza con la disponibilità europea viene vissuta come una minaccia alle speranze degli USA di diventare uno dei principali fornitori di gas in Europa: da qui le pressioni non solo politiche nei confronti degli alleati europei.

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Neutrale da Moderatamente Positivo, Brent in area 80 dollari al barile. Il comparto petrolifero appare aver raggiunto il proprio massimo dopo l'ultima salita dei prezzi registrata in maggio. Ribadiamo la nostra prudente fiducia, ma osserviamo che il tetto degli oltre 80 dollari al barile sembra difficile da superare in maniera stabile senza l'intervento di qualche altro fattore che non siano gli attuali tagli o le difficoltà produttive di alcuni membri OPEC. Permane la prospettiva di ulteriori sanzioni all'Iran che ne limitino la produzione; il ribasso dell'output venezuelano è cosa ormai acclarata e la conferma dei tagli produttivi (OPEC e Russia) è ampiamente metabolizzata dal mercato. Tutti fattori che sono stati di supporto ai prezzi, ma che debbono scontrarsi con la costante crescita dello *shale-oil* USA: una procedura onerosa che sta beneficiando dall'aumento delle quotazioni petrolifere, che l'hanno resa nuovamente molto competitiva. Molto dipenderà dalle scelte che saranno assunte da Russia ed Arabia Saudita nel prossimo meeting OPEC del 22 giugno. Capiremo se un ulteriore slancio nei tagli produttivi, come dimensione (improbabile) o tempo (più probabile), potrà dare nuova forza al trend di rialzo dei prezzi. Alla luce di questo scenario, riteniamo probabile che le quotazioni del petrolio si spingano in un nuovo *trading range* nel corso del 2018, spostandosi verso i 70 dollari per il WTI ed i 75 dollari per il Brent e sollecitandoci a cambiare il nostro Outlook in Neutrale da Moderatamente Positivo. Lo spread fra Brent e WTI non dovrebbe accennare a contrarsi, mantenendo un delta medio di oltre 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: 75 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 70 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 75 e 70 dollari al barile per il 2019 e a 78 e 74 dollari al barile per il 2020. Le stime di consenso Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili nella sottostante tabella.

Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia

	Valore 2° trim. 21.05.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	72,2	63,0	64,0	63,5	62,8	63,0
Brent (\$.)	79,2	67,0	67,3	66,7	66,5	67,5
Gas Nat. (\$)	2,8	2,9	2,9	3,0	3,0	3,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia

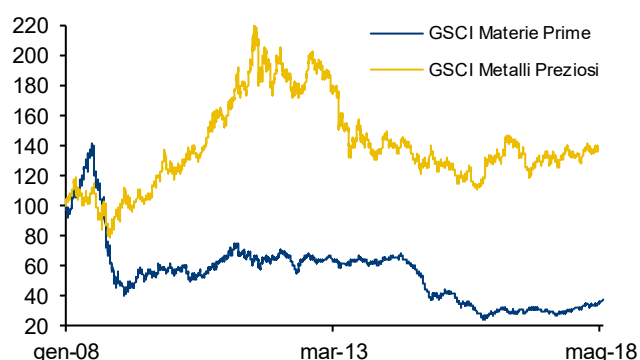
	Valore 2° trim. 21.05.18	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2018	Anno 2019	Anno 2020
WTI (\$)	72,2	70,0	70,0	70,0	70,0	74,0
Brent (\$.)	79,2	75,0	75,0	75,0	75,0	78,0
Gas Nat. (\$)	2,8	2,8	2,7	3,2	3,0	3,0

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Preziosi: deboli sul rialzo dei rendimenti dei Treasury e del dollaro

Debolezza del comparto sotto in area 1.600 Deciso ribasso dei Preziosi che sulle tensioni geopolitiche di aprile avevano sfiorato area 1.650, mentre ora stornano sotto 1.600. La risalita del dollaro che scambia ai massimi da oltre cinque mesi contro il basket delle principali valute (Dollar Index) e l'impennata delle quotazioni del petrolio potrebbero forzare la Federal Reserve ad assumere un atteggiamento più aggressivo sui tassi di interesse negli Stati Uniti. La Fed ha confermato a tre le strette sul costo del denaro nell'anno in corso (compresa quella effettuata lo scorso 21 marzo) ed il decennale USA ha infranto il 3% di rendimento, fattore che ha sostenuto ulteriormente la corsa del dollaro. Sui Preziosi restano immutati i temi di attenzione: a) le tensioni sui mercati legate alle politiche ostili sui dazi decise dall'Amministrazione USA contro Cina e Russia; b) il percorso di rialzo dei tassi della Fed, che non accelera anche se ora sostiene l'apprezzamento del dollaro; c) le tensioni sul nucleare sia contro la Corea del Nord che contro l'Iran.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore	Performance (%)	Var.	Var.
	21.05.18	da inizio 2018	2 anni	5 anni
GSCI	2.849,7	11,5	20,8	-39,3
GSCI Preziosi	1.547,8	-1,9	0,7	-11,2
Oro (\$)	1289,9	-1,2	3,1	-6,2
Argento (\$)	16,5	-3,3	0,0	-27,1
Platino (\$)	898,4	-3,5	-12,1	-39,0
Palladio (\$)	997,3	-6,5	78,6	32,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Oro e Argento: tassi americani e dollaro deprimono i prezzi, restano solo le aspettative di inflazione. I rischi politici e geopolitici che avevano esercitato un forte impatto sulle quotazioni di oro e argento si sono fatti meno determinanti sul mercato dei Preziosi, quadro che ha finito per sgonfiare la domanda di oro e argento intesi come bene rifugio. Di contro, l'aumento dei tassi USA e il rafforzamento del dollaro hanno finito per pesare negativamente sulle

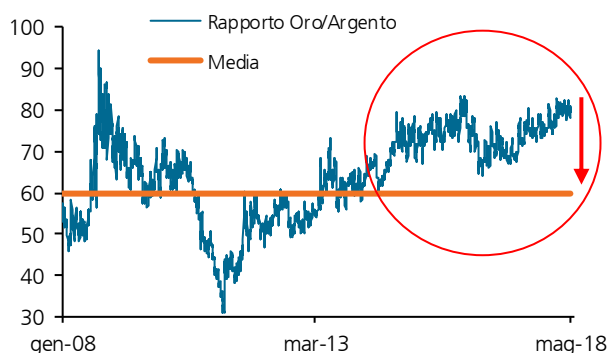
quotazioni dell'oro e dell'argento, portandosi al centro della scena come fattori chiave.

Movimento di ribasso per l'oro, che scende sotto area 1.300 dollari l'oncia: questo evento non smonta tuttavia la nostra idea secondo cui il metallo giallo possa scambiare prevalentemente intorno ad area 1.300 dollari nei prossimi mesi. Le scelte dall'Amministrazione Trump in termini di sanzioni alimentano il timore di ritorsioni da parte dei soggetti maggiormente danneggiati, in particolare Cina e Russia. Queste tensioni non si sono peraltro scaricate sull'oro. Al contrario, la stretta monetaria negli USA e la salita dei rendimenti dei Treasury (con quello a dieci anni al 3%), hanno spinto al rialzo il dollaro tratteggiando un quadro di ulteriore debolezza per l'oro. Dal lato dei fondamentali, 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% con cali generalizzati tranne in Iran, dove il rischio sanzioni ha provocato la corsa agli acquisti, così come in Turchia. I flussi sugli ETF si sono confermati positivi per il quinto trimestre consecutivo per un ammontare 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 c'è stato un calo del 12%, ai minimi dal 2008. L'unico vero fattore di crescita per la domanda nel primo trimestre sono state le Banche centrali: le riserve auree sono cresciute del 42% con acquisti netti per 116,5 tonnellate, in linea con la media trimestrale degli ultimi 7 anni. Le maggiori Banche acquirenti sono state quelle di Russia, Turchia e Kazakhstan. L'offerta di oro è cresciuta anch'essa (+3% a 1.063,5 tonnellate), grazie ad un aumento di produttività delle miniere.

Le quotazioni dell'argento restano deboli, anche se meno di quelle dell'oro, e consolidano pur restano 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. La richiesta di argento per investimento è scesa del 52% nel corso del 2017 (ovvero 50,2 milioni di once) e alcune stime non escludono che possa registrare un ulteriore calo a 43,9 milioni di once nel corso del 2018. Livello che sarebbe il più basso dal 2006, quando si raggiunse quota 30,6 milioni di once. Le attese sono soprattutto per la componente industriale dell'argento che fino ad ora non pare aver portato particolari benefici. Un aumento dell'utilizzo dell'argento nel settore dei pannelli solari è dato per scontato quest'anno, ma anche questo tipo di richiesta potrebbe non avere un impatto elevato sui prezzi. In crescita anche la richiesta in arrivo dalle gioiellerie. Infine, guardiamo con interesse al rapporto di prezzo fra oro e argento che è

vicino ai massimi storici e che, nei fatti, tende a rientrare vicino al valore di media, facilitando il recupero dei prezzi dell'argento.

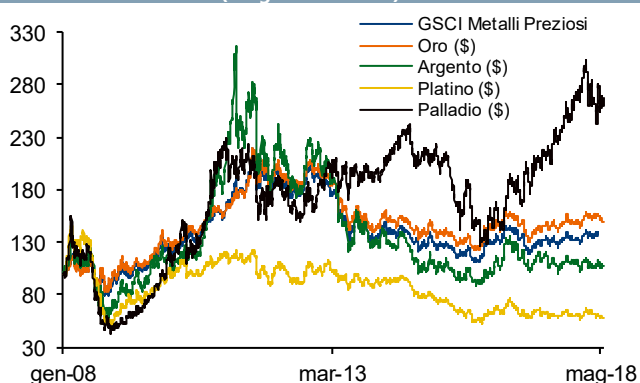
Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il quadro su Platino e Palladio. Rallentano sia platino che palladio, metalli utilizzati nel ciclo industriale. I parametri di domanda e offerta non cambiano rispetto al mese scorso, consigliando prudenza pur se in un quadro di potenziale rialzo per il palladio sul platino, nonostante le prese di beneficio su entrambi. La rivoluzione tecnica in atto nel settore automobilistico è di buon auspicio per una maggior crescita della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino, in proporzione alla contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto a quelli a benzina. Il processo di sostituzione fra i due metalli, non nel breve termine, appare altamente possibile, anche se la modifica dei processi industriali richiede un certo tempo. Infine confermiamo come non sembri mutare l'idea di un mercato in deficit, nel 2018, per entrambi i metalli che rischiano di scontare uno scenario futuro di mancate forniture.

GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di medio termine

	21.05.2018	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Preziosi	1.547,8	-3,0	-0,9	0,9	-1,9
Oro (\$)	1.289,9	-3,0	-0,1	2,3	-1,2
Argento (\$)	16,5	-0,8	-3,6	-3,9	-3,3
Platino (\$)	898,4	-9,9	-4,3	-4,9	-3,5
Palladio (\$)	997,3	-4,1	-0,9	30,8	-6,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo sul comparto ma sale la cautela. Il comparto dei Preziosi resta strettamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed, che si rifletteranno sui Treasury. Il rischio, con un rendimento del decennale così interessante (3%), è che gli operatori possano decidere comunque, anche in fasi di turbolenza che abbiano come protagonista gli Stati Uniti, di non immobilizzare liquidità in oro e argento ma nei titoli di stato USA: titoli più remunerativi rispetto al passato e decisamente più liquidabili sui mercati finanziari. Considerando poi come va sfumando il *driver* legato all'utilizzo dei preziosi come asset difensivo, visto lo scarso *appeal* generato dalle tensioni geopolitiche, resta solo lo scenario di atteso surriscaldamento dei prezzi ad alimentare le aspettative di una reazione positiva delle quotazioni di oro e argento. Il recupero delle quotazioni petrolifere sconta il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia), quadro che supporterà ancora l'aumento delle aspettative d'inflazione; resta peraltro l'ostacolo della fortissima produzione USA di *shale-oil* a frenare ulteriori rincari del petrolio. Questo quadro che vede la sommatoria di rischi inflattivi, domanda industriale in crescita e rischi geopolitici elevati, potrebbe sostenere gli investimenti in Preziosi. Riteniamo possibili performance maggiormente positive per argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (settore Auto), metalli che sono maggiormente connessi alla domanda industriale. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio sulla speranza di un ritorno dell'inflazione (figlia anche del rincaro delle quotazioni del petrolio) ma esprimiamo maggior cautela sul recupero strutturale dei Preziosi, rispetto al mese scorso.

Previsioni di consenso per i singoli componenti dei Preziosi

	Valore 2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.289,9	1.325,0	1.325,0	1.317,4	1.324,0
Argento (\$)	16,5	16,9	17,0	17,1	17,5
Platino (\$)	898,4	947,5	960,0	975,0	1.003,8
Palladio (\$)	997,3	1.040,0	1.045,0	1.050,0	1.000,0

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dei Preziosi

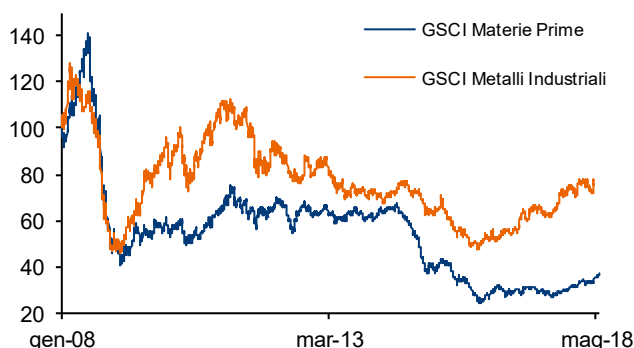
	Valore 2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2020
Oro (\$)	1.289,9	1.310	1.280	1.290	1.300
Argento (\$)	16,5	16,5	16,7	16,9	17,2
Platino (\$)	898,4	910	930	940	930
Palladio (\$)	997,3	1.050	1.100	1.100	1.125

Fonte: Intesa Sanpaolo

Metalli Industriali: stop ai dazi tra Cina e USA ma permane la prudenza

Metalli Industriali in consolidamento dopo lo stop ai dazi fra USA e Cina e le sanzioni alla Russia. Dopo il forte rialzo a cavallo fra aprile e maggio che ha visto il comparto salire a quota 1.500 sui timori di un blocco dell'export di alcuni metalli, assistiamo ora ad un consolidamento delle quotazioni. Ribadiamo infatti che, benché i fondamentali sui Metalli siano rimasti sostanzialmente invariati, tratteggiando un quadro di fondo positivo, è salita la volatilità dei prezzi a causa di componenti esogene e legate alle tensioni geopolitiche. L'abbozzo di accordo fra Cina e Stati Uniti ha però ridotto anche quest'ultimo fattore, consentendo un consolidamento poco sotto 1.450. Dal 23 marzo infatti sono entrati in vigore ufficialmente i dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio (rispettivamente del 25% e del 10%) ma lo stop alle tariffe cinesi, se da un lato congela i timori degli operatori circa una minor offerta mondiale, dall'altro lascia intatta l'incertezza sul futuro, visto l'inasprirsi delle tensioni con la Russia. Le attuali sanzioni USA alla Russia, che colpiscono alluminio e nickel, sono frutto delle tensioni in Siria e del comportamento russo in Crimea. In questo clima di incertezza restiamo in attesa di capire come evolverà lo scontro fra le due principali economie del mondo, ma rimaniamo cautamente ottimisti.

GSCI Industriali vs. GSCI (da gennaio 2008)



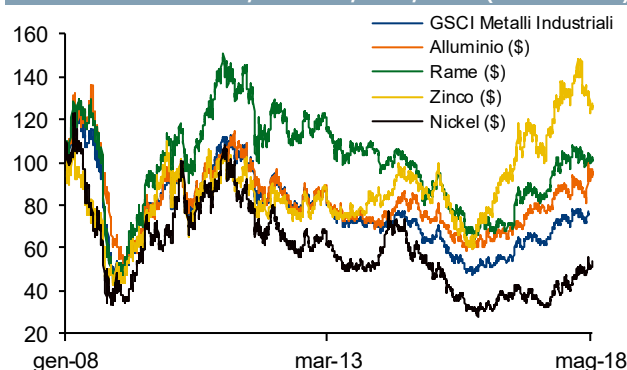
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.05.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.849,7	11,5	20,8	-39,3
GSCI Industriali	1.426,4	-1,6	49,2	0,2
Rame (\$)	6.879,0	-5,1	50,3	-8,0
Alluminio (\$)	2.280,0	0,5	47,4	21,1
Zinco (\$)	3.099,0	-7,1	66,5	70,3
Nickel (\$)	14.675,0	15,0	72,6	-3,3

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Cina-USA: accordo sui dazi. Il secondo round di colloqui tra i funzionari di Stati Uniti e Cina porta ad una tregua nella guerra commerciale fra le due economie. Il vicepremier (con delega al commercio) Liu He e il segretario al Tesoro Mnuchin hanno dichiarato che Cina e Stati Uniti si sono accordati per rinunciare all'innalzamento delle tariffe, raggiungendo anche un accordo per ridurre il deficit commerciale degli Stati Uniti nei confronti della Cina. Risultato in linea con le indicazioni ricevute dal Presidente Donald Trump e dal Presidente cinese Xi Jinping. L'accordo verte su alcuni impegni formali. La Cina si è impegnata ad aumentare significativamente le proprie importazioni di merci e servizi statunitensi; gli Stati Uniti si sono impegnati a favorire l'export verso la Cina di prodotti agricoli e dal settore dell'energia. Infine è stata definita una generica cooperazione volta alla protezione della proprietà intellettuale. L'auspicio è quello di continuare di impegnarsi ancora su questi temi, per cercare di risolvere le questioni economiche e commerciali in maniera proattiva.

Russia: le sanzioni sollevano più di un dubbio. Gli Stati Uniti hanno inasprito i dazi sulle importazioni USA dalla Russia (anche a seguito dell'appoggio politico concesso da questa al Presidente siriano Assad), premendo per ulteriori sanzioni verso i cosiddetti "oligarchi". L'interpretazione delle sanzioni coinvolge l'Europa perché il Dipartimento del Tesoro USA non solo ha vietato ai cittadini statunitensi di intrattenere relazioni commerciali con le società e gli individui inclusi nella *blacklist*, ma ha avvertito che anche i non-americani possono essere colpiti da sanzioni qualora non rispettino questo divieto. Un quadro che rende difficoltoso per le aziende europee approvvigionarsi dei principali metalli russi come alluminio e nickel, con forti rischi di rincaro dei costi o blocco delle produzioni. Le sanzioni, originate nel 2014 dopo la crisi in Crimea, avrebbero dovuto accelerare l'attuazione degli accordi di Minsk con cui russi e ucraini avrebbero dovuto trovare accordi di pace più solidi, ma non hanno sortito i risultati sperati. L'ostilità verso le sanzioni alla Russia è un tema commerciale molto sentito in Italia ma anche in Germania e Francia. Il livello di tensione fra Europa e Stati Uniti si è

ulteriormente alzato quando gli USA hanno cominciato ad avere meno riguardi nei confronti dell'UE, prima coi dazi e poi con l'uscita unilaterale dall'accordo sul nucleare iraniano. Tutti tasselli di un puzzle che non ha di certo favorito i rapporti con l'Amministrazione Trump rea di agire, in campo politico e commerciale, ignorando le esigenze anche dei partner strategici storici.

Cina: inizio di 2° trimestre solido seppur in moderato rallentamento. Le rilevazioni dell'istituto Caixin di aprile hanno visto l'indice PMI relativo al settore manifatturiero stabilizzarsi a 51,1 punti, dai 51,0 punti di marzo. L'indice si conferma dunque per l'undicesimo mese consecutivo oltre la soglia dei 50 punti che distingue le fasi di contrazione da quelle di espansione e ribadisce così le prospettive positive circa l'attività delle industrie cinesi anche nel primo mese del secondo trimestre. Sul fronte dei dati reali, la **produzione industriale** ad aprile ha registrato una decisa ripresa dell'espansione su base annua a 7,0% dal 6,0% di marzo. Il dato cumulato da inizio anno ha visto invece la crescita salire, seppur marginalmente, da 6,8% a/a a 6,9% a/a, confermandosi dunque ancora in accelerazione rispetto alla chiusura del 2017 al 6,2% a/a. Il dato di aprile nasconde tuttavia anche in questo mese un ulteriore rallentamento degli **investimenti fissi**: la crescita cumulata nei primi quattro mesi scende infatti dal 7,5% a/a di marzo a 7,0% a/a. In aggiunta, mentre gli investimenti immobiliari hanno mantenuto una crescita cumulata robusta al 10,3% a/a ad aprile, è proseguito il rallentamento degli investimenti in infrastrutture nel terziario: l'incremento cumulato è sceso infatti dal 13,0% a/a di marzo a 9,3% a/a, complice anche la riduzione dei finanziamenti del Governo cinese. Il rallentamento di aprile si è esteso anche ai consumi, con **le vendite al dettaglio** che hanno visto la crescita moderare dal 10,1% a/a (8,6% a/a in termini reali) di marzo a 9,4% a/a (7,4% a/a in termini reali). La dinamica di aprile vede comunque la crescita cumulata da inizio anno rimanere solida e scendere solo marginalmente da 9,8% a 9,7%. Dal lato del commercio internazionale, la **bilancia commerciale** ad aprile ha registrato un surplus di 28,78 miliardi di dollari (27,75 miliardi il consenso) dopo il deficit di 4,98 miliardi di marzo. La dinamica mensile vede le esportazioni crescere del 12,9% a/a dopo il calo del 2,7% a/a del mese precedente; risultano invece in accelerazione le importazioni, in crescita al 21,5% a/a dopo il 14,4% a/a di marzo. Nonostante l'aumento di aprile, il surplus di bilancia commerciale cumulato nei primi 4 mesi (76,75 miliardi di dollari) del 2018 rimane il più basso dal 2014. In effetti, mentre i dati di aprile confermano una crescita cumulata delle esportazioni che, seppur in moderazione rispetto ad inizio anno, appare ancora robusta (al 13,7%, superiore al 10,9% di fine 2017), questa rimane comunque inferiore rispetto a quella delle importazioni (19,6% a/a ad aprile) che continuano invece a risentire positivamente di una domanda interna solida.

Prosegue il raffreddamento dal mercato immobiliare cinese. Le stime dell'Ufficio nazionale di statistica cinese confermano

anche ad aprile la prosecuzione del trend di crescita dei **prezzi delle nuove case** nelle maggiori città della Cina. In linea con quanto osservato a marzo, aprile segna una ulteriore pausa nel trend di raffreddamento del mercato immobiliare perseguito dal Governo cinese. Sebbene la crescita su base annua dei prezzi delle nuove case sia scesa ulteriormente a 4,7% dal 4,9% di marzo, l'andamento su base mensile vede la dinamica dei prezzi accelerare per il secondo mese consecutivo a 0,5% dopo essere già salita a marzo a 0,4%. In aggiunta, ad aprile il numero di città, tra le 70 monitorate, che registrano un aumento dei prezzi delle nuove abitazioni salgono ancora raggiungendo quota 58, dopo che a marzo erano tornate ad aumentare attestandosi a 55. Essendo le città che registrano un calo rimaste stabili a 10, sono i centri che riportano prezzi stabili a scendere ad aprile da 5 a 2. L'analisi degli agglomerati urbani mostra inoltre come aprile abbia visto una accelerazione nel trend di crescita dei centri di minori dimensioni, aiutati anche da misure governative che hanno permesso ai potenziali acquirenti di far venir meno alcune restrizioni sugli acquisti di case.

Inflazione ancora in calo ad aprile, maggiore flessibilità per la PBOC. Le rilevazioni da parte dell'istituto di statistica cinese hanno visto l'inflazione (CPI) ad aprile scendere dal 2,1% di marzo a 1,8%. Il calo dell'inflazione è trainato da una contrazione dell'indice dei prezzi al consumo di circa lo 0,2% m/m che, insieme al calo dell'1,1% di marzo, riassume completamente l'aumento di 1,2% m/m osservato a febbraio sulla scia dei festeggiamenti del nuovo anno lunare. La contrazione di aprile, analogamente a quanto osservato a marzo, risente ancora tuttavia di un residuo effetto stagionale legato specialmente ai prezzi alimentari e alla loro moderazione in seguito alla conclusione dei festeggiamenti. Al netto di ciò, la dinamica inflattiva ad aprile appare comunque ancora moderata: la misura *core* dell'inflazione, ossia al netto dei prezzi alimentari ed energetici, è infatti rimasta invariata al 2,0% dopo essere scesa dal 2,5% di febbraio e registra un aumento dell'indice dello 0,2% m/m. I dati di marzo ribadiscono dunque la presenza di pressioni al rialzo sui prezzi che tuttavia appaiono ancora di entità modesta e prive di particolari segnali di accelerazione. Tale scenario continua a giocare a favore della Banca centrale cinese (PBOC) che, con l'inflazione distante dal target del 3%, può far fronte con maggiore flessibilità all'andamento della congiuntura economica, nonché considerare futuri aumenti dei tassi per limitare l'aumento dell'indebitamento domestico. La possibilità di mantenere tassi d'interesse bassi senza portare ad una sostanziale accelerazione della crescita dei prezzi permette inoltre alla PBOC di proteggersi anche da squilibri esterni, in particolare riguardanti la valuta, per mantenere stabile il cambio USD/CNY. Pressioni al rialzo sui prezzi non appaiono provenire neanche dal lato delle imprese: ad aprile l'indice dei prezzi alla produzione (PPI) si è infatti contratto su base mensile per il terzo mese consecutivo registrando, come a marzo, una variazione di -0,2%. In aggiunta, nonostante

l'aumento della crescita su base annua di 3 decimi da 3,1% a 3,4%, questa rimane ancora inferiore al 3,7% di febbraio.

Il quadro sui Metalli Industriali: preoccupazioni geopolitiche e crescita globale frenano il rame. Sugli Industriali pesa un generalizzato aumento dell'offerta, che sta deprimendo le quotazioni. Il rapporto di produzione di Glencore nel primo trimestre ha visto aumentare su base annua i volumi di rame (+7% a 345.400 tonnellate), zinco (+13% a 241.700) e nickel (+21% a 30.100 tonnellate). Il **rame** torna sotto 7.000 a causa dell'incertezza sulle prospettive di crescita globale ma anche della forza del dollaro USA, che ha pesato sui prezzi. Di base, rispetto al mese scorso non ci sono particolari novità sul comparto. L'aumento delle preoccupazioni geopolitiche, l'incremento delle scorte e una domanda cinese più debole hanno messo sotto pressione i prezzi del rame che confermano una prima parte dell'anno abbastanza negativa, con un calo del 5,1% nei primi cinque mesi del 2018. I massimi di gennaio, in area 7.200, erano dovuti un dollaro debole e ad aspettative positive sulla domanda cinese: tutti fattori che sono via via scemati ed a cui si è sommato il fatto che molte miniere esistenti stanno riavviando la produzione, mentre le dinamiche dell'offerta si concentrano sulle minacce di sciopero in diversi impianti. L'**alluminio** resta legato alle notizie di sanzioni alla Russia, in particolare quelle che hanno colpito l'uomo d'affari russo Oleg Deripaska, che si è dimesso dal Consiglio di Amministrazione di Rusal e si è impegnato a non ricoprire il ruolo di direttore. L'alluminio aveva raggiunto il massimo degli ultimi sei anni il mese scorso, dopo che gli Stati Uniti avevano imposto sanzioni a Rusal, il secondo produttore al mondo di alluminio. Da allora ha ritracciato più della metà di questi guadagni, sulla speranza che la contrazione dell'offerta possa essere meno impattante di quanto si temesse inizialmente. Lo **zinco** resta il metallo coi migliori fondamentali, a causa di un deficit di offerta. Ciò nonostante, i prezzi dello zinco hanno stornato in area 3.100 soprattutto a causa del panorama minerario globale che sta tornando ad un livello di normalità, privo cioè di grossi ostacoli produttivi (e quindi in grado di influenzare negativamente i prezzi dello zinco a causa di un possibile incremento dell'offerta): uno scenario che discende dalla precedente forza della domanda, che ha spinto gli investimenti minerari e industriali. Questa situazione a tendere rischia di riequilibrare il mercato, deteriorandone i fondamentali e limitando la salita delle quotazioni nel corso del 2018. Il rialzo del **nickel** ha rallentato dopo il superamento di area 15.000 nel mese di aprile. La decisione dell'Amministrazione Trump di inasprire le sanzioni contro alcuni oligarchi russi (con rischi per Norilsk, il maggiore produttore mondiale di nickel) a cui si è sommato il *delisting* di due qualità di nickel che fanno capo a Norilsk e che, non venendo più prodotte, sono state escluse dall'LME (London Market Exc., la borsa dei metalli) ha generato solo una blanda tensione rialzista sul nickel, che scambia ora in area 14.700. A smussare le tensioni di prezzo anche la bozza di accordo fra Cina e Usa che, pur non riguardando il nickel, contribuisce a

ridurre le tensioni di mercato. Ribadiamo che, se ci sarà un deficit di offerta, sarà limitato, garantendo comunque che il prezzo di equilibrio resti sostenuto (almeno in area di 14.000 dollari la tonnellata), confermando la nostra prudenza sul comparto.

Performance di medio termine

	21.05.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Met. Industriali	1.426,4	-1,3	3,5	20,5	-1,6
Rame (\$)	6.879,0	-4,0	-1,1	20,6	-5,1
Alluminio (\$)	2.280,0	4,3	8,2	17,6	0,5
Zinco (\$)	3.099,0	-13,1	-3,8	19,0	-7,1
Nickel (\$)	14.675,0	6,1	23,9	56,2	15,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Outlook Moderatamente Positivo nonostante la frenata delle ultime settimane. Lasciato alle spalle il fattore positivo determinato dalle chiusure programmate in Cina a seguito della campagna invernale antinquinamento, la scena sui metalli è dominata dalle tensioni geopolitiche. Il congelamento dei dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio (rispettivamente del 25% e del 10%) dopo il parziale accordo fra USA e Cina scongiura, almeno nel breve, l'ipotesi di guerra commerciale fra le due economie. Le sanzioni USA alla Russia su alluminio e nickel sono invece una sorta di rappresaglia verso l'appoggio russo alla Siria e le questioni ancora aperte in Crimea. Nonostante il parziale accordo fra USA e Cina, il clima di incertezza sul comparto dei Metalli resta forte, pur senza stravolgere il nostro approccio cautamente ottimista. Ribadiamo che, in mancanza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa o nuove infrastrutture) o dell'offerta (ritorno alla produzione cinese o nuova *escalation* sui dazi), le quotazioni dei principali metalli possono recuperare ulteriormente, almeno nel breve. 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 21.05.18	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.879,0	7.025	7.050	6.950	7.063	7.150
Alluminio (\$)	2.280,0	2.200	2.200	2.150	2.170	2.250
Zinco (\$)	3.099,0	3.200	3.200	3.100	3.239	3.239
Nickel (\$)	14.675,0	13.125	13.063	13.075	13.212	13.212

Fonte: consenso Bloomberg

Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

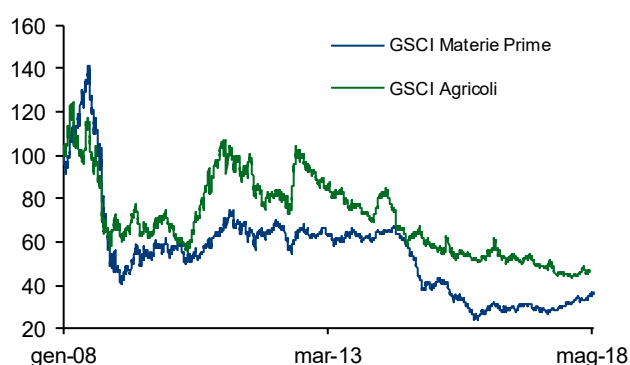
	Valore 21.05.18	2° trim. 2018	3° trim. 2018	4° trim. 2018	Anno 2019	Anno 2020
Rame (\$)	6.879,0	6.970	7.000	7.000	7.000	7.150
Alluminio (\$)	2.280,0	2.310	2.400	2.400	2.400	2.400
Zinco (\$)	3.099,0	3.200	3.400	3.400	3.500	3.500
Nickel (\$)	14.675,0	14.700	14.700	15.000	15.000	15.000

Fonte: Intesa Sanpaolo

Prodotti Agricoli: prosegue il trend laterale in vista della stagione estiva

Prosegue il consolidamento degli Agricoli viste le incertezze sul commercio mondiale. Il comparto degli Agricoli aveva recuperato da inizio anno portandosi, nel mese di marzo, sopra la soglia di 410, complici le revisioni al ribasso sulle riserve di granaglie, che lasciavano ben sperare circa una possibile riduzione del surplus produttivo per il 2018. Il WASDE di maggio ha confermato una riduzione delle scorte per la stagione 2018-19, alimentando le speranze che si possa emergere da questa fase laterale dei prezzi. Le tensioni sul commercio tra USA e Cina a seguito dei dazi USA su acciaio e alluminio cinesi potrebbero infatti spingere la Cina a rispondere, imponendo tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi. Questo tema si è un po' raffreddato negli ultimi giorni grazie all'accordo fra l'Amministrazione Trump ed il Governo di Pechino, che hanno fermato l'imposizione reciproca di dazi. Non a caso, la Cina ha deciso di terminare le indagini *anti-dumping* sulle importazioni di sorgo proveniente dagli Stati Uniti. La decisione è stata annunciata da un comunicato del Ministero del Commercio, che cita i timori di un aumento dei costi e le crescenti difficoltà per il settore agricolo. Nonostante il passo avanti nelle trattative, rafforziamo 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 dal prosieguo, nonostante l'accordo, della trattativa commerciale fra USA e Cina.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



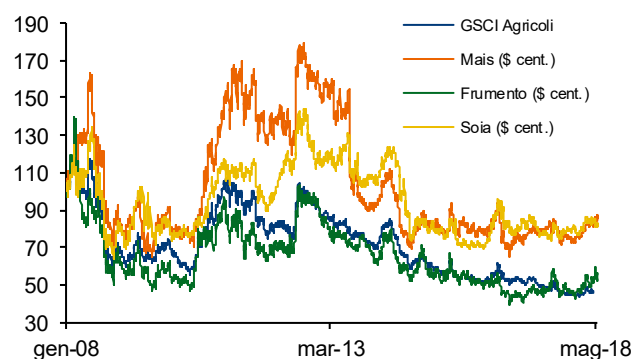
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

	Valore 21.05.18	Performance (%) da inizio 2018	Var. % 2 anni	Var. % 5 anni
GSCI	2.849,7	11,5	20,8	-39,3
GSCI Agricoli	403,4	6,3	-15,1	-42,7
Mais (\$ cent.)	402,8	14,8	2,1	-38,8
Fruento (\$ cent.)	507,3	18,8	8,4	-26,3
Soia (\$ cent.)	1.025,3	7,7	-4,6	-31,4
Cotone (\$ cent.)	88,4	12,5	43,4	6,0
Cacao	2.615,0	38,2	-10,2	12,9
Zucchero	12,1	-20,2	-29,1	-27,3
Caffè (arabica)	120,2	-4,8	-3,6	-6,4
Caffè (robusta)	1.783,0	4,0	9,3	-9,5

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Il WASDE di maggio: prospettive positive per gli Agricoli nella stagione 2018-19.

Lo scorso 10 maggio 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 le prime stime circa i fondamentali di domanda e offerta per la stagione 2018-19. Le scorte finali di **frumento** dovrebbero contrarsi a 264,3 milioni di tonnellate (Mt) nel 2018-19 da 270,5 Mt nel 2017-18. Tale dinamica sarebbe spinta da un lato da una produzione mondiale attesa in calo a 747,8 Mt nel 2018-19 dalle 758,4 Mt nel 2017-18, dall'altro da un consumo globale visto in aumento a 753,9 Mt nel 2018-19 da 743,8 Mt nel 2017-18. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe così scendere a 35,1% nel 2018-19 da 36,4% nel 2017-18. Anche le scorte finali di **mais** dovrebbero ridursi sensibilmente da 194,9 Mt nel 2017-18 a 159,2 Mt nel 2018-19. In particolare, nonostante la produzione mondiale sia attesa crescere a 1.056,1 Mt nel 2018-19 da 1.036,7 Mt del 2017-18, questa dovrebbe essere più che controbilanciata da un aumento del consumo globale da 1.069,3 Mt del 2017-18 a 1.091,8 Mt nel 2018-19. In aggiunta, il rapporto scorte/consumi dovrebbe così scendere a 14,6% nel 2018-19 da 18,2% della stagione 2017-18. Le scorte finali di **soia** sono viste anch'esse in calo a 86,7 Mt nel 2018-19 da 92,2 Mt nel

2017-18. Come per il mais, l'aumento atteso della produzione mondiale a 354,5 Mt nel 2018-19 da 336,7 Mt del 2017-18 dovrebbe essere controbilanciato da una crescita del consumo globale a 357,7 Mt nel 2018-19 da 342,3 Mt del 2017-18. Il rapporto scorte/consumi è visto così scendere a circa 24,2% nel 2018-19 dal 26,9% del 2017-18.

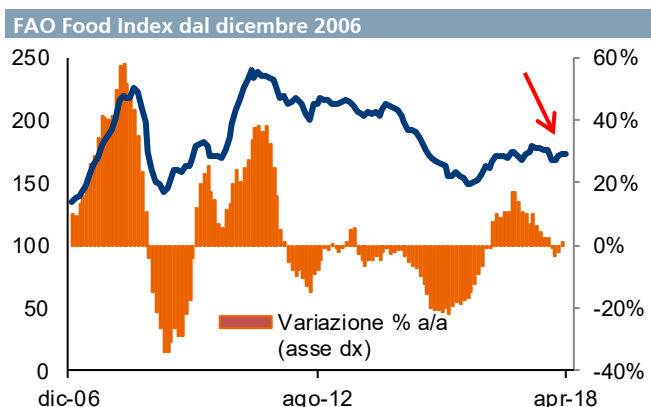
Performance di medio termine					
	21.05.18	3M (%)	6M (%)	12M (%)	YTD (%)
GSCI Agricoli	403,4	2,9	2,9	2,9	6,3
Mais (\$ cent.)	402,8	9,8	16,7	7,4	14,8
Fruento (\$ cent.)	507,3	12,4	20,0	16,8	18,8
Soia (\$ cent.)	1.025,3	-0,7	2,8	7,2	7,7
Cotone (\$)	88,4	9,8	25,0	12,8	12,5
Cacao	2.615,0	-1,3	-1,9	-8,6	38,2
Zucchero	12,1	-11,7	-20,8	-26,7	-20,2
Caffè (arabica)	120,2	0,5	-3,5	-8,0	-4,8
Caffè (robusta)	1.783,0	-1,3	-1,9	-8,6	4,0

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Indice FAO dei prezzi alimentari stabile ad aprile, crescita annua al 2,7%. Ad aprile, l'indice FAO è rimasto sostanzialmente invariato su base mensile registrando una media di 173,5 punti (173,1 a marzo) e vedendo la crescita su base annua salire così a 2,7%. La dinamica delle componenti dell'indice, che è una media ponderata su base commerciale dei prezzi delle cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali, ha visto, come a febbraio e marzo, un aumento dei prezzi del mais, del grano e della maggior parte dei prodotti caseari; questo è stato tuttavia controbilanciato dall'ulteriore calo delle quotazioni dello zucchero e dalla riduzione dei prezzi degli olii vegetali e della carne. Nel dettaglio, l'indice dei prezzi dei cereali registra un aumento (il quarto consecutivo) dell'1,7% m/m (15,4% a/a) ad aprile, guidato dal prezzo del grano sulla scia delle preoccupazioni meteorologiche e, in particolare, della prolungata siccità negli Stati Uniti. La robusta domanda mondiale e il peggioramento delle aspettative dei raccolti, soprattutto in Argentina, continua a guidare il forte incremento dei prezzi del mais, in aumento anche ad aprile. L'indice dei prezzi dei prodotti lattiero-caseari cresce invece per il terzo mese consecutivo (+3,4% m/m, +11,1% a/a), risentendo positivamente ancora della forte domanda globale e di una produzione di latte neozelandese inferiore alle attese. L'indice dei prezzi della carne torna a scendere ad aprile dello 0,9% m/m raggiungendo valori prossimi a quelli dello stesso mese lo scorso anno. La dinamica vede i prezzi della carne bovina e suina risentire negativamente rispettivamente della crescita dell'export USA e di una domanda di import modesta. I prezzi della carne ovina e del pollame sono rimasti invece sostanzialmente invariati. L'indice dei prezzi degli olii vegetali si ribadisce in calo (-1,4% m/m, -4,0% a/a) sulla scia della flessione dei prezzi dell'olio di palma, di soia e di girasole. Si conferma infine l'indice dei prezzi dello zucchero, in calo ulteriore del 4,8% m/m (-24% a/a) per effetto dell'abbondanza delle disponibilità per l'export (soprattutto in

Thailandia ed India) e del deprezzamento del real brasiliano contro il dollaro statunitense.

FAO: L'Indica traina il rialzo dei prezzi del riso, poco interesse per il Basmati. Ad aprile, l'indice globale FAO dei prezzi del riso si è attestato al livello più alto dal novembre 2014 registrando una media di 230,6 punti, in aumento di 3,4 punti (1,5%) dallo scorso marzo. Nel dettaglio, a guidare l'aumento di aprile sono stati i prezzi dell'Indica, aumentati del 4-5% rispetto a marzo grazie alla rinnovata domanda asiatica. Al contrario, lo scarso interesse verso il Basmati ha determinato il calo dell'indice di riferimento del 2% rispetto al mese precedente. Il ritorno massiccio dell'Indonesia e delle Filippine come acquirenti sul mercato internazionale ad aprile è stato il maggior driver della dinamica rialzista dei prezzi asiatici del riso Indica. I valori delle esportazioni dal Pakistan sono saliti del 9%, ai massimi degli ultimi 57 mesi, dopo la conclusione a metà aprile di una vendita di 150.000 tonnellate al BULOG (Indonesian Bureau of Logistics), l'Ufficio di logistica indonesiano. In Thailandia e Vietnam, il sostegno ai prezzi fornito da precedenti grandi scambi con il BULOG è stato amplificato dal lancio il 27 aprile della gara d'importazione G2G da parte delle Filippine. Nonostante questa si sia chiusa senza alcuna assegnazione, l'anticipazione delle vendite alle Filippine ha alzato i prezzi dell'Indica di circa il 4-5% in entrambi i Paesi. In India la tendenza rialzista dei prezzi è stata invece più moderata, grazie agli arrivi del raccolto Rabi e al deprezzamento della Rupia. Nelle Americhe, le esportazioni si sono mantenute stabili in Argentina e Uruguay, mentre la rigidità dell'offerta ha continuato a supportare le quotazioni del riso negli Stati Uniti, in un contesto di domanda robusta. Anche i prezzi in Brasile sono risultati in crescita ad aprile (+2%): le vendite all'asta, unite ad un ritmo di vendita robusto da inizio anno, hanno più che compensato le pressioni al ribasso derivanti dall'indebolimento del real e dal progresso della raccolta. I dati di aprile dell'indice del riso segnalano prezzi internazionali nei primi quattro mesi dell'anno superiori di circa il 17% rispetto ai livelli nel corrispondente periodo del 2017. Nel complesso dunque, lo scenario che emerge dal WASDE di marzo circa la stagione 2018-19 è positivo, con un calo delle scorte ed un aumento dei consumi che appare diffuso alle principali commodity agricole.



Focus zucchero: il deterioramento dei fondamentali non favorisce lo zucchero. Il mercato globale dello zucchero si appresta a registrare un surplus record: è questa la conclusione alla quale sono giunti gli analisti di Green Pool, società di ricerca australiana che a maggio ha rivisto al rialzo di ben 3,5 milioni di tonnellate (Mt) a 18,4 Mt le proprie stime sul surplus di zucchero nella stagione 2017-18 e di 0,6 Mt a 6,6 Mt quello della stagione 2018-19. L'incremento della produzione in India, il secondo Paese per produzione dietro solo al Brasile, rappresenta uno dei principali driver della crescita del surplus della stagione attuale: grazie ad un robusto incremento dei terreni adibiti alla coltivazione della canna da zucchero e ad una maggiore resa degli stessi, l'output indiano dovrebbe salire a ben 31,1 Mt (rivisto a rialzo da 29,6 Mt della stima precedente). L'aumento della produzione indiana dovrebbe espandersi anche alla stagione 2018-19 e favorire il sopracitato incremento del surplus anche nella prossima stagione. La produzione indiana dovrebbe inoltre oltrepassare la soglia di 32 Mt nella prossima stagione, superando così quella del Centro-Sud del Brasile adibita alla coltivazione della canna da zucchero: i bassi prezzi hanno infatti portato le coltivazioni sudamericane a spostarsi su colture più redditizie come quelle volte alla produzione dell'etanolo. Recenti dati di UNICA Group mostrano tuttavia un aumento inatteso della produzione di zucchero del Centro-Sud del Brasile nella prima quindicina di aprile (mese che sancisce l'inizio della stagione di frantumazione della canna da zucchero), nonostante i recenti problemi climatici, nonché un passaggio verso la produzione di etanolo che non pare abbastanza deciso da sostenere i prezzi dello zucchero. Sul lato delle scorte globali, le attuali proiezioni di Green Pool le vedono salire sopra le 100 Mt entro la stagione 2018-19, segnando un rapporto scorte/consumi di circa il 54%. Alla luce dei dati fondamentali, non sembrano dunque presentarsi pressioni al rialzo sulle quotazioni dello zucchero, dopo che queste hanno nell'ultimo mese consolidato la propria discesa in area 12 dollari.

Focus Cotone: minime pressioni al ribasso, pesano i raccolti abbondanti e l'aumento delle scorte. A maggio, l'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha mantenuto invariata la propria stima sui prezzi del cotone nella stagione

2017/18 a 83 centesimi di dollaro per libbra (USD/lb) ma ha rivisto al ribasso quella per la stagione 2018/19 a 82 USD/lb (-2 USD/lb rispetto alla stima di aprile). Tale scelta è giustificata da una revisione al rialzo delle scorte nella stagione futura, in un contesto di domanda che rimane comunque decisamente robusta. Nel dettaglio, le proiezioni di maggio hanno visto una revisione al rialzo della crescita della produzione di cotone a 25,97 Mt per la stagione 2017/18 (+0,30 Mt dalla stima precedente, +2,88 Mt a/a) e a 25,68 Mt per la stagione 2018/19 (+0,34 Mt dalla stima precedente, -0,29 Mt a/a). L'ICAC stima infatti che, nonostante le attese di calo dei terreni coltivati in India (il più grande produttore mondiale di cotone) a seguito agli attacchi parassitari del "bulbo rosa" (già incluse nelle stime di aprile), si dovrebbe osservare un aumento delle semine, soprattutto negli USA, stimolato dagli elevati prezzi del cotone osservati nella stagione 2017/18 (con una media di 84,63 USD/lb). Tale incremento non è stato controbilanciato da una parimenti ampia revisione della crescita dei consumi, stimati a 25,49 Mt per la stagione 2017/18 (+0,09 Mt dalla stima precedente, +0,97 Mt a/a) e a 26,71 Mt per la stagione 2018/19 (+0,20 Mt dalla stima precedente, +1,22 Mt a/a). Lo scenario proiettato a maggio vede così le scorte a fine stagione 2017/18 crescere a 19,31 Mt (+0,21 Mt dalla stima precedente, +0,48 Mt a/a) confermando come, dopo due stagioni consecutive in calo, la stagione 2017/18 dovrebbe vedere per la prima volta la produzione eccedere la domanda e le scorte aumentare. L'ICAC ribadisce tuttavia che l'aumento delle scorte dovrebbe essere temporaneo: queste sono infatti attese tornare a scendere nella stagione 2018/19 a livelli comunque prossimi al minimo dalla stagione 2011/12, attestandosi a 18,28 Mt (+0,35 Mt dalla stima precedente, -1,03 Mt a/a). Il calo dovrebbe avvenire sulla scia di una crescita dei consumi trainata soprattutto dai Paesi emergenti e, tra l'altro, dall'aumento dei costi di produzione delle fibre sintetiche. Lo stock-to-use ratio della stagione 2018/19 dovrebbe dunque salire a 0,77, superiore di circa un decimo rispetto a quanto stimato ad aprile e ancora superiore alla media di 0,49 registrata tra le stagioni 1990/91 e il 2010/11.

Focus caffè: ICO cambia scenario da surplus produttivo a deficit per la stagione in corso. Lo scorso 8 maggio l'International Coffee Organization (ICO) ha diffuso il report mensile sul mercato del caffè, che rivede lo scenario di surplus indicando invece, per la stagione 2017/2018, un deficit produttivo. ICO prevede un consumo globale di caffè pari a circa 159,92 milioni di bags, in aumento rispetto ai 157,69 milioni di bags della stagione precedente. Stima inoltre una produzione 2017/18 a 159,66 milioni di bags (+1,2% a/a), situazione che si traduce in un lieve deficit di fornitura pari a 254.000 bags. Nel dettaglio, la contrazione produttiva registrata in Sud America è pari a -6,1% per un totale di 70,59 milioni di bags; positiva invece la situazione degli altri produttori, che appaiono in grado di compensare il calo sudamericano. In crescita la produzione dell'Africa (+3,2% per un totale di 17,66 milioni di bags) insieme a quella di Messico

ed America Centrale (+7,1%, ad un totale di 21,92 milioni di bags) e di Asia e Oceania (+10% ad un totale di 49,49 milioni di bags). I dati sulle esportazioni globali aggiornati a marzo 2018 mostrano un calo dello 0,9% a 10,8 milioni di bags rispetto al marzo del 2017. A guidare il calo dell'export sono in particolare le spedizioni di Colombian Milds. Venendo al solo Brasile, le esportazioni mostrano un calo del 10,5% a/a a 2,52 milioni di tonnellate nel mese di marzo 2018; nei primi 5 mesi dell'anno il Brasile ha esportato un totale di 16,57 milioni di bags, un ammontare che corrisponde a calo del 7,7% rispetto allo stesso periodo della stagione passata.

Focus cacao: la qualità della produzione in Costa d'Avorio al centro del mercato. Da inizio anno le quotazioni del cacao sono aumentate di oltre il 38% in un quadro che vede siccità, infestanti e scelte strategiche dominare la scena in Africa Occidentale. Due sembrano essere i temi che dominano il mercato del cacao della Costa d'Avorio e che contribuiscono alla tonicità dei prezzi. Il primo riguarda l'azione del Governo ivoriano attraverso i programmi di sostegno al settore del cacao, volti a ridurre l'eccesso di offerta globale. L'interruzione della distribuzione di sementi ad alto rendimento volte ad ottimizzare la resa delle coltivazioni di cacao rischia di avere ripercussioni non solo sulla resa delle piantagioni, ma anche sulla qualità del prodotto. La paura degli operatori è che la diffusione di malattie in grado di deteriorare i raccolti sia favorita dal mancato impiego di sementi selezionate. Le sementi utilizzate in precedenza, se da un lato garantivano elevati margini di guadagno in termini di rendimento dei raccolti, hanno però generato quell'eccesso di offerta che ha depresso i prezzi del cacao. Va peraltro detto che la maggior parte dell'eccesso di offerta non arrivava dalle piantagioni legali, ma da quelle non autorizzate: a maggior ragione, una sospensione del controllo delle sementi utilizzate non scoraggia la coltivazione abusiva, ma si traduce in problemi di qualità del prodotto. Il secondo fattore sono i timori relativi alla diffusione delle malattie tipiche del cacao: sementi meno selezionate rendono più facile un attacco parassitario e una riduzione del prodotto. Le recenti notizie dalla Costa d'Avorio lasciano trasparire come la qualità del cacao potrebbe risultare compromessa da un riacutizzarsi di attacchi parassitari, con possibili influenze negative sulle dinamiche proprie del raccolto. Un quadro che appare ancora di sostegno ai prezzi del cacao, che scontano un ribasso dell'offerta nel prossimo futuro.

Outlook Moderatamente Positivo. Le tensioni legate ai dazi imposti dagli USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi hanno finito per indebolire gli Agricoli nel mese di maggio, prima dell'accordo stilato fra il Segretario al Tesoro Mnuchin e il vice-premier (con delega al commercio), Liu He. Scenario a cui si sono sommate l'imposizione di sanzioni alla Russia e la corrispondente contromossa, volta a limitare l'ingresso in Russia di prodotti agricoli di origine statunitense. Gli Agricoli hanno reagito ritracciando il recupero delle quotazioni avvenuto nei

primi due mesi dell'anno, accumulando in area 400 e finendo per rafforzare il trend laterale in atto da qualche mese. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante: la FAO segnala tuttavia in maggio un deterioramento delle attese sui raccolti sudamericani, un'ipotesi che favorirebbe la contrazione dell'offerta ed il recupero delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non può venire eroso in maniera rapida. Qualche mancato accumulo inizia tuttavia ad essere segnalato sia dalla FAO che dal WASDE: segnale che anche la dinamica delle scorte non è più irrimediabilmente impostata al costante accumulo. Appare peraltro evidente 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 l'Outlook Moderatamente Positivo, visto il basso livello dei prezzi e nonostante il recupero marginale registrato a inizio 2018. 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 2° trim. 3° trim. 4° trim. Anno Anno					
	21.05.18	2018	2018	2018	2019	2020
Mais (\$ cent.)	402,8	389,0	385,0	395,0	400,0	418,2
Frismento (\$ cent.)	507,3	481,2	476,5	485,0	488,8	475,5
Soia (\$ cent.)	1.025,3	1.020,0	1.000,0	1.000,0	1.030,0	1.045,0
Cotone (\$)	88,4	82,8	80,8	77,5	74,0	76,5
Cacao	2.615,0	2.565,0	2.525,0	2.500,0	2.402,5	2.077,0
Zucchero	12,1	12,4	12,6	13,0	14,4	14,6
Caffè (arabica)	120,20	120,0	125,0	127,5	125,5	125,5
Caffè (robusta)	1.783,0	1.535,0	1.535,0	1.535,0	1.850,0	1.877,0

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

Previsioni Intesa Sanpaolo per i componenti degli Agricoli

	Valore 2° trim. 3° trim. 4° trim. Anno Anno					
	21.05.18	2018	2018	2018	2019	2020
Mais (\$ cent.)	402,8	395	415	390	400	420
Frismento (\$ cent.)	507,3	497	535	500	500	510
Soia (\$ cent.)	1.025,3	1.025	1.030	1.025	1.025	1.050
Cotone (\$)	88,4	85,0	87,0	90,0	90,0	-
Cacao	2.615,0	2.600	2.500	2.500	2.250	-
Zucchero	362	334	325	320	320	-
Caffè (arabica)	120,20	117	125	130	135	138
Caffè (robusta)	1.783,0	1.745	1.780	1.800	1.850	1.880

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

Glossario

Barrel	Barile
Bilancia commerciale	Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)
Bilancia dei pagamenti	Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)
Bilancia delle partite correnti	Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).
BTU	British Thermal Unit - Unità termica inglese
Bushel	Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre
CAGR	Compound Average Growth Rate: tasso
CFTC	CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)
COMEX	Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago
CONAB	Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano
CRB	Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Thomson Reuters, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.
Debito pubblico	Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)
Debito estero	Emissioni di titoli in valuta
Default	Insolvenza
Disavanzo (o fabbisogno) pubblico	Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche
Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario	Deficit al netto degli interessi sul debito
DJPM	Dow Jones Precious 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 27.04.2018.

Il presente documento è distribuito da Banca IMI e Intesa Sanpaolo, a partire dallo stesso giorno del suo deposito presso Consob, è rivolto esclusivamente a soggetti residenti in Italia, e verrà messo a disposizione della rete di Intesa Sanpaolo attraverso la intranet aziendale e potrà essere consegnato ai clienti interessati. Il presente documento sarà disponibile per i clienti di Banca IMI nella sezione Market Hub del sito internet di Banca IMI (https://markethub.bancaimi.com/home_public.html).

Elenco delle raccomandazioni degli ultimi 12 mesi

L'elenco di tutte le raccomandazioni su qualsiasi strumento finanziario o emittente prodotte dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo e diffuse nei 12 mesi precedenti è disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo www.group.intesaspaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_elenco_raccomandazioni.jsp

Note Metodologiche

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

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

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

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

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

Certificazione dell'analista

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

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

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

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

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Responsabile Retail Research

Paolo Guida

Analista Azionario

Ester Brizzolara
Laura Carozza
Piero Toia

Analista Obbligazionario

Serena Marchesi
Fulvia Risso

Analista Valute e Materie prime

Mario Romani

Editing: Maria Giovanna Cerini, Daniela Piccinini