

## Commodity in consolidamento, cauta fiducia per il 2018

**Energia: Outlook Moderatamente Positivo, ma sale la cautela.** Il comparto petrolifero è ancora impostato al rialzo nonostante lo storno dei prezzi registrato nelle ultime settimane. Ribadiamo quindi il nostro cauto ottimismo, così come rafforziamo la nostra idea che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resti l'aumento della produzione USA di *shale-oil*: una procedura onerosa che sta tuttavia traendo beneficio dall'aumento delle quotazioni petrolifere, che l'hanno resa nuovamente molto competitiva. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia, anche se l'equilibrio di mercato rischia di essere minato dalla crescita dell'offerta non-OPEC ed appare più esposto, rispetto al passato, ai crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Venezuela, visto il declino strutturale dell'output del Paese sudamericano. Alla luce di questo scenario, è probabile che le quotazioni del petrolio si muovano in *trading range* nel corso del 2018. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 65 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 61 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 70 e 66 dollari al barile per il 2019 e a 75 e 71 dollari al barile per il 2020.

**Metalli Preziosi: Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.** L'aumento delle tensioni di mercato, dovute alla possibile guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti, ha portato moltissima volatilità sui mercati e, conseguentemente, un'impennata dell'avversione al rischio: tutti fattori di sostegno ai Preziosi che, infatti, vedono migliorare le loro previsioni di rialzo. Questo scenario articolato, che somma, a rischi inflattivi in aumento, una domanda industriale in crescita e rischi geopolitici forti, potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi, senza escludere performance in maggior misura positive per argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (settore Auto), metalli che sono legati alla domanda industriale. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio per via del ritorno dell'inflazione (passato anche per un rincaro delle quotazioni del petrolio) e per la ripresa delle tensioni sui mercati finanziari, che hanno fatto recuperare *appeal* ai Preziosi.

**Metalli Industriali: Outlook Moderatamente Positivo nonostante lo storno a seguito delle tensioni fra Cina e Stati Uniti.** Riteniamo concluso l'apporto positivo dato dalle chiusure programmate in Cina a seguito della campagna antinquinamento. La conseguente contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati è un tema che viene sostanzialmente archiviato con la fine dell'inverno. E proprio mentre eravamo giunti al momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla fine della curva di contrazione della produzione, sono esplose la questione dazi e le tensioni sul commercio mondiale, legate alle trattative fra Cina e Stati Uniti. In questo scenario di preoccupazione restiamo in attesa di seguire come evolverà lo scontro fra le due principali economie del mondo, pur ribadendo che il ciclo macroeconomico resta molto favorevole e l'aspettativa di una continua e solida espansione della domanda mondiale di metalli consolida il nostro cauto ottimismo.

**Agricoli: Outlook Moderatamente Positivo.** Dopo il recupero delle quotazioni delle principali granaglie, avvenuto nei primi due mesi dell'anno, il peso delle tensioni legate alle imposizioni dei dazi USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi stanno indebolendo gli Agricoli. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come confermato dalla FAO, rafforzando l'attesa per un'ulteriore debolezza delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non sembra che possa ridursi grazie alla risalita della domanda di etanolo dovuta al rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo visto il basso livello delle quotazioni e nonostante il blando recupero delle prime settimane del 2018. La nostra idea di un possibile ulteriore rimbalzo dei prezzi, nella prima parte dell'anno, deve però tener conto dell'impatto che potrebbero avere i dissidi fra Cina e USA.

28 marzo 2018

14:23 CET

Data e ora di produzione

28 marzo 2018

14:30 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\*

|              | Mar. | Feb. |
|--------------|------|------|
| 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          | 8,0   | 45,0  |
| Brent        | 4,8   | 52,4  |
| Gas Naturale | -8,9  | 59,3  |
| Gasolio      | 3,0   | 53,6  |
| Oro          | 3,0   | 8,6   |
| Argento      | -2,9  | 15,8  |
| Rame         | -8,3  | 17,7  |
| Alluminio    | -9,8  | 12,3  |
| Zinco        | -1,5  | 60,6  |
| Nickel       | 1,9   | 13,6  |
| Mais         | 6,6   | -1,9  |
| Frumento     | 5,2   | -13,2 |
| Soia         | 7,1   | 14,4  |
| Cacao        | 35,0  | -33,8 |
| Zucchero     | -17,3 | 28,0  |
| Caffè        | -5,7  | 8,2   |
| Cotone       | 4,3   | 11,6  |

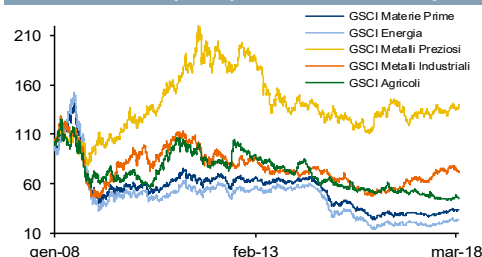
Fonte: Bloomberg; Thomson Reuters-Datstream. Dati al 27.03.2018

### Performance degli indici commodity

|                       | Valore   | Var. %   | Var. % | Var. % |
|-----------------------|----------|----------|--------|--------|
|                       | 27.03.18 | 01.01.18 | 2 anni | 5 anni |
| GSCI                  | 2.613,0  | 2,2      | 21,8   | -46,8  |
| GSCI Energia          | 487,4    | 5,4      | 38,6   | -55,9  |
| GSCI Met. Preziosi    | 1.606,4  | 1,9      | 7,9    | -21,8  |
| GSCI Met. Industriali | 1.346,4  | -7,1     | 38,2   | -8,3   |
| GSCI Prod. Agricoli   | 386,5    | 1,8      | -14,8  | -45,6  |

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Thomson Reuters-Datstream, Bloomberg e previsioni di consenso al 27.03.2018

### Andamento dei principali indici commodity



Nota: media mobile a 30 giorni, serie storiche dei principali indici dei prezzi delle materie prime; 01.01.2008 = 100. Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

I prezzi del presente documento sono aggiornati alla chiusura del 27.03.2018 (salvo diversa indicazione).

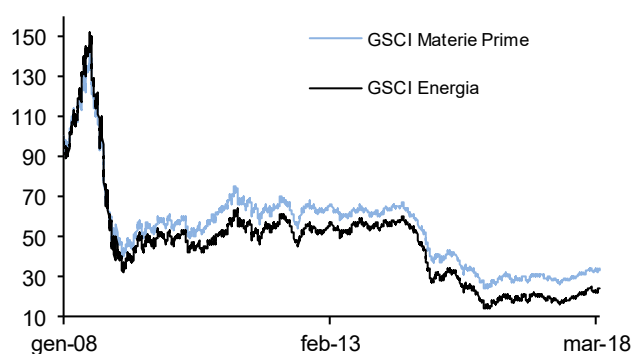
Per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni si rimanda all'Avvertenza Generale.

## Energia: cauto ottimismo per il 2018, ma resta l'ostacolo *shale-oil* americano

**Commodity sotto pressione a causa della possibile guerra commerciale promossa dagli Stati Uniti.** Resta il cauto ottimismo sul 2018 pur in presenza di una blanda contrazione della performance delle risorse di base, che va di pari passo con la volatilità del petrolio e dei metalli, messi sotto pressione dal varo dei dazi su acciaio e alluminio promossi dall'Amministrazione Trump. Ribadiamo come lo scenario macroeconomico tratteggiato dall'FMI nel suo ultimo World Economic Outlook dovrebbe risultare positivo per il comparto delle materie prime: la ripresa mondiale si rinforza infatti nei numeri trainata dai Paesi emergenti, da politiche fiscali espansive e politiche monetarie ancora accomodanti. Restano però ignote le conseguenze di un'eventuale guerra commerciale fra le principali economie del mondo: Cina e Stati Uniti. Si conferma pertanto un quadro di generale sostegno alla domanda di materie prime, nonostante l'intensificarsi di rischi geopolitici e fatto salvo il forte legame con la crescita cinese, la prima economia in termini di domanda di risorse, alle prese col suo processo di razionalizzazione.

superamento di alcuni timori sui mercati azionari e nonostante il deterioramento dei fondamentali, facendo tornare i prezzi del petrolio nei pressi dei massimi 2018: per il WTI in area 65-67 dollari al barile e per il Brent in area 70 dollari. Il comparto appare molto più sensibile rispetto al passato ai crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente e in Venezuela nonostante, di fondo, permanga l'ottimismo dettato dal proseguimento della politica di contenimento della produzione decisa da OPEC e Russia, favorita anche dal declino ormai strutturale dell'output in Venezuela. Le tensioni in Medio Oriente vertono sul timore riguardante la possibile introduzione di nuove sanzioni sull'Iran da parte degli Stati Uniti, scenario che creerebbe ulteriori problemi all'offerta iraniana (con evidenti conseguenze sull'offerta OPEC) e che, a valle, inciderebbe sul surplus globale di greggio. Questo aspetto risulterebbe d'aiuto alla dinamica del petrolio, specie ora che l'incremento della produzione di *shale-oil* USA resta il principale ostacolo all'ulteriore ripresa dei prezzi, configurandosi come l'elemento che maggiormente rischia di intralciare l'andamento positivo del comparto energetico.

GSCI Energia vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

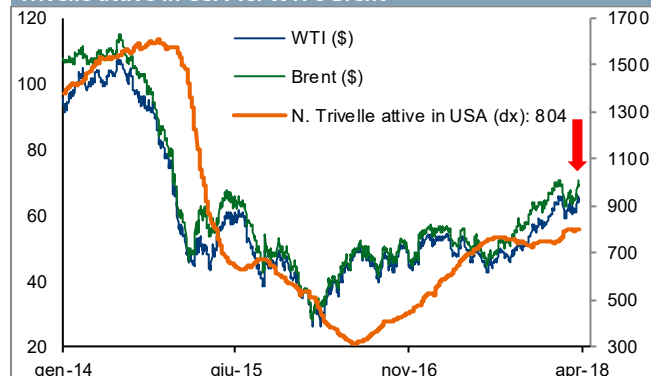
Performance di lungo termine

|                   | Valore<br>27.03.18 | Performance (%)<br>da inizio 2018 | Var. (%)<br>2 anni | Var. (%)<br>5 anni |
|-------------------|--------------------|-----------------------------------|--------------------|--------------------|
| GSCI              | 2.613,0            | 2,2                               | 21,8               | -46,8              |
| GSCI Energia      | 487,4              | 5,4                               | 38,6               | -55,9              |
| WTI (\$)          | 65,3               | 8,0                               | 65,7               | -32,9              |
| Brent (\$)        | 70,1               | 4,8                               | 74,1               | -36,3              |
| Gas Naturale (\$) | 2,7                | -8,9                              | 45,6               | -33,1              |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Energia: consolida il comparto, ma aumentano la volatilità del petrolio e la debolezza del gas naturale.** Nel mese di marzo si è verificato prima uno storno e poi un recupero del settore dell'Energia. Dopo i livelli raggiunti a inizio anno, i prezzi del petrolio hanno corretto nelle ultime settimane in linea col ribasso dei listini azionari, intimoriti dalle azioni di politica economica (in particolare dell'Amministrazione Trump su dazi e commercio internazionale). Nelle ultime sedute, il recupero delle quotazioni petrolifere ha però accelerato, in scia col

Trivelle attive in USA vs. WTI e Brent

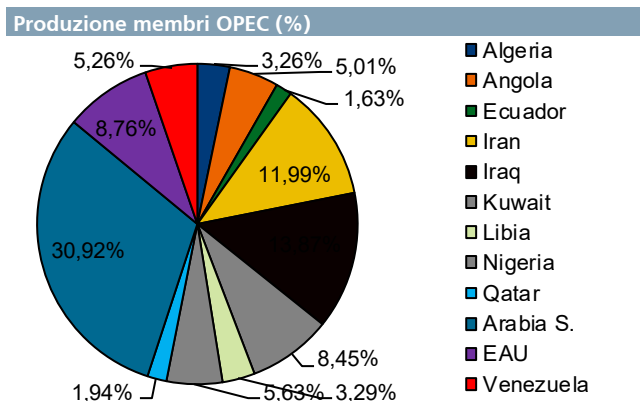


Fonte: Bloomberg & Baker Hughes, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**EIA: stime aggiornate per il 2019.** Nello Short-Term Energy Outlook (STEO) del 6 marzo, l'EIA (Energy Information Administration) ha rilasciato le stime aggiornate sul mercato petrolifero riguardanti il periodo 2018-2019. L'EIA prevede un prezzo medio per il Brent di 62,13 dollari al barile per il 2018 (rivisto al ribasso dai 62,39 di febbraio) e 61,51 dollari al barile nel 2019 (invariato rispetto alla stima precedente), in rialzo rispetto alla media 2017 di 54,15 dollari al barile. Lo spread tra Brent e WTI è inoltre atteso allargarsi da 3,36 dollari al barile nel 2017 a 4,0 dollari nel 2018 e nel 2019. I fondamentali rimangono tuttavia deboli, con il mercato atteso in leggero surplus anche qualora si confermasse il mantenimento sotto controllo dell'output da parte di OPEC e Russia. Le stime EIA vedono infatti il mercato registrare un surplus di 0,4 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (in aumento dagli 0,2 mbd stimati a febbraio) e di 0,3 mbd nel 2019 (rivisti al rialzo dagli 0,2 mbd delle stime precedenti). La domanda mondiale è stimata in crescita dai 98,5 mbd del 2017 a 100,2 mbd nel 2018 (+1,7 mbd a/a, invariato rispetto alle stime di febbraio) e

a 101,9 mbd nel 2019 (+1,7 mbd a/a, rivisto al ribasso dai 102,0 mbd di febbraio). 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, rivista al rialzo dai 61,0 di febbraio) e a 62,4 mbd nel 2019 (+1,2 mbd a/a, rivista al rialzo da 62,3 mbd). A trainare tale incremento sarebbero gli USA, con la produzione di US *crude oil* stimata in crescita dai 9,3 mbd del 2017 a 10,7 mbd nel 2018 (+1,4 mbd a/a, rivisto al rialzo dai 10,6 mbd di febbraio) e ad un record di 11,3 mbd nel 2019 (+0,6 mbd a/a, rivista al rialzo da 11,2 mbd). La produzione USA dovrebbe quindi oltrepassare la soglia di 11 mbd per il 4° trimestre, come più volte stimato in queste ultime settimane, anticipando l'idea che gli USA possano diventare il 1° produttore al mondo di petrolio in pochi mesi. L'offerta OPEC di greggio è invece attesa rimanere sostanzialmente stabile a 32,44 mbd del 2017, 32,47 mbd nel 2018 (+0,0 mbd a/a, rivista marginalmente) e a 32,73 mbd nel 2019 (+0,3 mbd a/a, rivista marginalmente). La capacità produttiva di *crude oil* in surplus dell'OPEC dovrebbe infine ridursi da 2,1 mbd nel 2017 a 1,9 mbd nel 2018 e a 1,3 mbd nel 2019.

**OPEC: rivista al rialzo la produzione non-OPEC, l'equilibrio di mercato si conferma dipendente dalle decisioni del Cartello.** Nell'ultimo report mensile MOMR (Monthly Oil Market Report) del 14 marzo, l'OPEC ha pubblicato le proprie stime aggiornate su domanda e offerta di greggio per il 2018. Mentre l'offerta non-OPEC è attesa in crescita a 59,5 milioni di barili al giorno (mbd) nel 2018 (+1,7 mbd a/a, rivista al rialzo da 59,3 mbd delle stime di febbraio), la domanda mondiale è vista in aumento a 98,6 mbd (+1,6 mbd a/a, invariata rispetto alle stime precedenti). Sulla base delle proiezioni aggiornate, la "richiesta di greggio OPEC", ovvero l'offerta necessaria a portare il mercato in equilibrio, è ora stimata intorno ai 32,6 mbd, in calo dai 32,9 mbd stimati a febbraio ed inferiore di 0,2 mbd rispetto al 2017. I dati appaiono dunque confermare come sia necessario per l'OPEC mantenere i propri tagli alla produzione per la maggior parte del 2018 per preservare il mercato del greggio prossimo all'equilibrio. A tale proposito, secondo fonti secondarie, la produzione cumulata marginale del Cartello sarebbe scesa a febbraio a 32,19 mbd da 32,26 mbd in gennaio (-77.000 barili al giorno). Sul lato delle scorte, tuttavia, quelle di greggio nei Paesi OECD sono tornate a crescere a gennaio portandosi a 2.865 mb (+13,7 mb), 50 mb sopra la media quinquennale. In termini di giorni di copertura futura, le scorte commerciali OECD sono però scese a 60 giorni a gennaio, in calo di 0,1 giorni rispetto a dicembre e inferiori di 0,6 giorni rispetto alla media quinquennale.



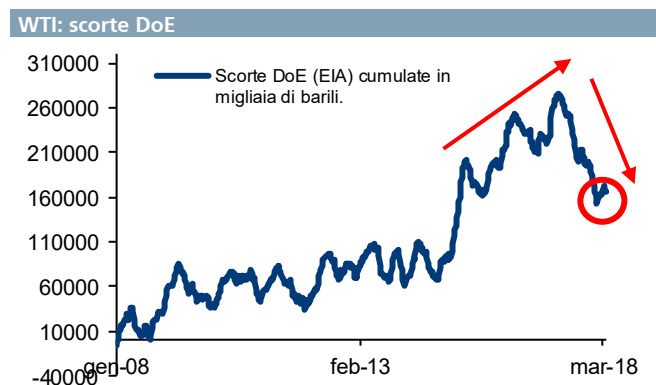
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Bloomberg, dati al 28.02.2018

**IEA: 2018 in deficit dal 2° trimestre, nonostante la crescita dell'offerta non-OPEC.** Nell'ultimo report mensile Oil Market Report (OMR), l'IEA (International Energy Agency) ha rivisto al rialzo la domanda mondiale di petrolio di 0,1 milioni di barili giornalieri (mbd) nel 2018 a 99,3 mbd, in crescita dunque di 1,5 mbd dai 97,8 mbd del 2017. L'IEA ha inoltre osservato come i dati preliminari mostrino un inizio d'anno particolarmente robusto per la domanda proveniente da Cina e India, con quest'ultima che, secondo le stime IEA, dovrebbe contribuire per circa il 50% all'aumento nella domanda del 2018. Sul fronte dell'offerta, la produzione di greggio non-OPEC è confermata in crescita a 59,9 mbd (+1,8 mbd a/a, invariata rispetto alla stima di febbraio) da 58,1 mbd del 2017 (rivista al ribasso da 58,2 mbd). L'IEA ha riconfermato il ruolo chiave della produzione USA: all'interno della crescita della produzione non-OPEC, quella statunitense dovrebbe infatti contribuire per 1,3 mbd degli 1,8 mbd stimati. Di conseguenza, l'offerta non-OPEC nel 2018 dovrebbe espandersi ad un ritmo molto più sostenuto rispetto a quello della domanda mondiale (+1,8 mbd contro +1,5 mbd), portando ad un calo della "richiesta di greggio OPEC" (ossia l'ammontare di offerta del Cartello necessario a mantenere il mercato in equilibrio). Le stime EIA vedono quest'ultima in calo da 32,8 nel 2017 a 32,4 mbd nel 2018. Rimanendo sul fronte della produzione OPEC, le stime di inizio anno vedono la produzione di greggio a febbraio scendere a 32,1 mbd, con un rapporto tra i tagli effettivi e previsti dall'accordo del 147%. Tale aumento è tuttavia largamente dovuto al calo della produzione venezuelana, in assenza del quale il rapporto sarebbe del 100%. In aggiunta, nonostante i tentativi del Cartello, le scorte commerciali OECD di greggio e di altri prodotti sono cresciute a gennaio (per la prima volta in sette mesi) di 18 mb a 2.871 mbd. La crescita di gennaio è risultata tuttavia nettamente inferiore rispetto alla media segnata nello stesso mese nei 5 anni precedenti e vede il surplus di riserve commerciali OECD oltre la media quinquennale a 53 mbd (in leggero aumento dai 52 mbd di dicembre). La IEA ha infine espresso ottimismo, evidenziando come il mercato si trovi in progressivo ribilanciamento: domanda e offerta si stanno infatti sempre più allineando. Le stime IEA vedono, sulla scia di una produzione OPEC invariata, un leggero surplus produttivo

nel 1° trimestre 2018 seguito da progressivi deficit nel resto dell'anno, con un ulteriore taglio alla produzione venezuelana che potrebbe spingere il mercato verso un disavanzo ancora più marcato. Lo scenario appare così in contrasto con quanto emerso dal report di marzo dell'EIA, il quale stima un ritorno al surplus già nel 3° trimestre 2018 per il restante anno e per tutto il 2019.

|                   | 27.03.18 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Energia      | 487,4    | 6,3    | 12,1   | 16,3    | 5,4     |
| WTI (\$)          | 65,3     | 9,0    | 26,6   | 34,9    | 8,0     |
| Gas Naturale (\$) | 2,7      | -7,7   | -10,8  | -13,1   | -8,9    |
| Gasolio (\$)      | 618,3    | 3,6    | 12,3   | 34,5    | 3,0     |

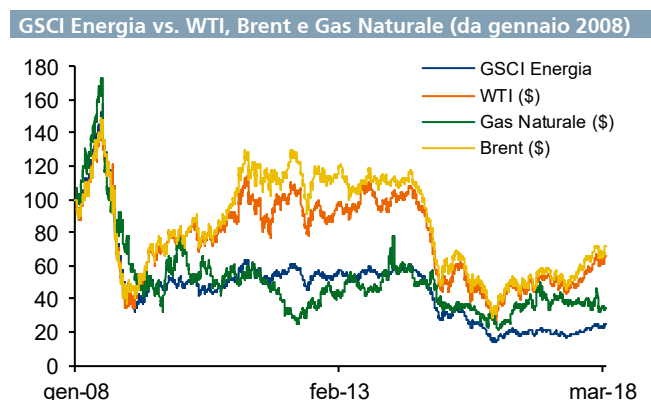
**La dinamica delle scorte USA è in ribasso.** Le scorte USA di petrolio, pur restando a livelli molto alti, mostrano una dinamica di contrazione: i dati rilasciati dall'API (American Petroleum Institute) hanno evidenziato però incrementi di oltre 5,3 milioni di barili (attese a +1 milione). L'EIA invece segnala come dopo alcuni mesi di ribasso le proprie riserve abbiano trovato un supporto e stiano iniziando una fase di nuovo incremento, come mostrato dal grafico.



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

**Gas Naturale: forte calo le quotazioni del metano in vista della bella stagione.** Lasciato alle spalle il periodo invernale, benché negli USA orientali si preveda un fine marzo ancora freddo, calano decisamente le quotazioni del gas naturale. Il deciso rialzo dei prezzi che aveva caratterizzato le prime settimane dell'anno era stato dettato da alcuni fattori stagionali legati all'inverno, alla domanda in Europa (che strutturalmente, risente di alcuni "colli di bottiglia" legati al proprio approvvigionamento di gas dal Nord Africa e dall'Est Europa) e, infine, al processo di sostituzione fra carbone e metano in Cina, a seguito degli interventi di riduzione delle emissioni di anidride carbonica. Tutti fattori che si sono velocemente esauriti con la fine dell'inverno. Il quadro è correttamente descritto anche dalla diminuzione delle riserve di gas naturale nelle strutture di stoccaggio sotterranee dell'Ucraina, scese del 6,7% fra il 17 e il 24 marzo. Le riserve di gas si sono ridotte a 8,035 miliardi di metri cubici nei giorni scorsi, dagli 8,612

miliardi di metri cubici registrati a metà mese; l'Ucraina aveva iniziato il 2018 con le maggiori riserve di gas stoccato degli ultimi cinque anni. Per il metano immaginiamo un deterioramento dei fondamentali nel corso del prossimo trimestre a causa dell'atteso rialzo dell'offerta di gas naturale liquefatto, unito al calo stagionale della domanda. Il focus si sposta quindi sulla stagionalità estiva, quando la domanda di elettricità per condizionamento degli ambienti inciderà sulla richiesta di gas naturale per le centrali elettriche.



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo, ma sale la cautela.** Il comparto petrolifero è ancora impostato al rialzo nonostante lo storno dei prezzi registrato nelle ultime settimane. Ribadiamo quindi il nostro cauto ottimismo, così come rafforziamo l'idea che ad ostacolare la corsa dei prezzi del petrolio resti l'aumento della produzione USA di *shale-oil*: una procedura onerosa che sta tuttavia traendo beneficio dall'aumento delle quotazioni petrolifere, che l'hanno resa nuovamente molto competitiva. Il comparto petrolifero resta supportato dal prolungamento dei tagli alla produzione di OPEC e Russia (anche se l'equilibrio di mercato rischia di essere minato dalla crescita dell'offerta non-OPEC) ed appare più esposto, rispetto al passato, ai crescenti rischi geopolitici in Medio Oriente e Venezuela, visto il declino strutturale dell'output del Paese sudamericano. Alla luce di questo scenario, è probabile che le quotazioni del petrolio si muovano in *trading range* nel corso del 2018, frutto del delicato equilibrio fra le pressioni al ribasso derivanti dai deboli fondamentali e le spinte al rialzo legate all'interesse dei mercati finanziari, pronti a speculare sulle differenze di prezzo fra i contratti "spot" e "forward". Lo spread fra petrolio Brent e WTI non dovrebbe accennare a contrarsi, mantenendo un delta medio di 4 dollari nel corso del prossimo biennio, figlio del differenziale dei costi di trasporto dai bacini *shale-oil* (statunitensi) verso i mercati asiatici. Le stime Intesa Sanpaolo sono: 1) per il Brent: 65 dollari al barile per il 2018; 2) per il WTI: 61 dollari al barile per il 2018. Brent e WTI vengono stimati, rispettivamente, a 70 e 66 dollari al barile per il 2019 e a 75 e 71 dollari al barile per il 2020. Le stime di consenso

Bloomberg sul Brent e sul WTI sono visibili, invece, nella sottostante tabella.

| Previsioni di prezzo per i singoli componenti dell'Energia |          |          |          |          |      |      |
|--|----------|----------|----------|----------|------|------|
|  | Valore   | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | Anno | Anno |
|  | 27.03.18 | 2018     | 2018     | 2018     | 2019 | 2020 |
| WTI (\$)   | 65,3     | 60,0     | 60,0     | 60,0     | 60,0 | 62,0 |
| Brent (\$.)  | 70,1     | 65,0     | 64,0     | 64,9     | 65,0 | 66,0 |
| Gas Nat. (\$)  | 2,7      | 3,0      | 3,0      | 3,1      | 3,0  | 3,1  |

Fonte: consenso Bloomberg

| Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti dell'Energia |          |          |          |          |      |      |
|--|----------|----------|----------|----------|------|------|
|  | Valore   | 2° trim. | 3° trim. | 4° trim. | Anno | Anno |
|  | 27.03.18 | 2018     | 2018     | 2018     | 2019 | 2020 |
| WTI (\$)   | 65,3     | 61,0     | 61,0     | 61,0     | 66,0 | 71,0 |
| Brent (\$.)  | 70,1     | 65,0     | 65,0     | 65,0     | 70,0 | 75,0 |
| Gas Nat. (\$)  | 2,7      | 3,00     | 3,00     | 3,20     | 3,00 | 3,00 |

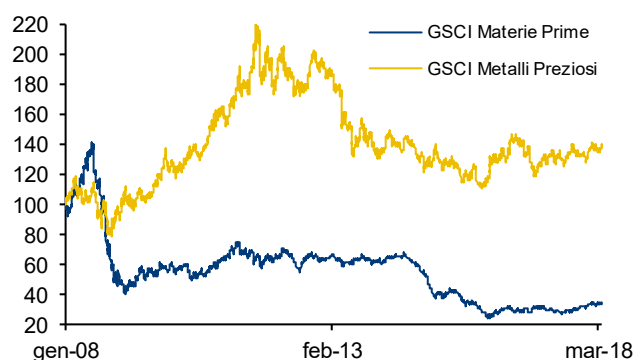
Fonte: Intesa Sanpaolo



## Metalli Preziosi: inflazione e tensioni geopolitiche sono i principali driver

Consolida in area 1.600, sale la volatilità e l'avversione al rischio. Consolidano i Preziosi in area 1.600, ma al di sotto dei massimi annuali del 2018 registrati a fine gennaio, quando si era sfiorata area 1.650. Nonostante lo scenario macroeconomico resti forte ma non supportivo per gli asset rifugio, i Preziosi dovrebbero rimanere su livelli relativamente elevati, sfruttando le tensioni in rialzo sui mercati a causa dei rischi geopolitici, che esercitano un forte impulso nei confronti dei beni rifugio. Sulle materie prime, in generale, tiene banco la reazione debole del dollaro, in calo nei confronti di tutte le principali valute, dopo che la Fed ha confermato a tre le strette sul costo del denaro nell'anno in corso (compresa quella effettuata lo scorso 21 marzo). Molti operatori si aspettavano che l'Istituto centrale americano potesse mettere in conto quattro rialzi già nel 2018. Anche la scelta di un aumento in più dei tassi, da 2 a 3, nel 2019 non è stata sufficiente a convincere il mercato che il percorso di apprezzamento del dollaro possa subire un'accelerazione. Il comparto resta pertanto strettamente legato alle prospettive del dollaro e alle scelte future della Fed: la costante debolezza della divisa USA nei confronti delle principali valute mondiali continua ad alimentare gli acquisti sui Preziosi in generale ma, nello specifico, sull'oro. La debolezza del dollaro appare appesantita dalle paure degli investitori, che ormai sono più d'una: a) il piano di spesa progettato dall'Amministrazione Trump, considerato troppo a rischio di gonfiare ulteriormente il deficit federale statunitense, aspetto che Trump ha cercato di sanare con un provvedimento d'urgenza, un disegno di legge che include il finanziamento del Tesoro fino a ottobre 2019; b) le tensioni sui mercati legate alle politiche ostili sui dazi decise dall'Amministrazione USA e indirizzate, in particolare, contro la Cina; c) il percorso di rialzo dei tassi della Fed, che non accelera e sostiene meno del previsto l'apprezzamento del dollaro.

GSCI Metalli Preziosi vs. GSCI (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|               | Valore Performance (%) |                | Var. 2 anni | Var. 5 anni |
|---------------|------------------------|----------------|-------------|-------------|
|               | 27.03.2018             | da inizio 2018 |             |             |
| GSCI          | 2.613,0                | 2,2            | 21,8        | -46,8       |
| GSCI Preziosi | 1.606,4                | 1,9            | 7,9         | -21,8       |
| Oro (\$)      | 1.345,0                | 3,0            | 10,4        | -15,6       |
| Argento (\$)  | 16,6                   | -2,9           | 9,1         | -41,6       |
| Platino (\$)  | 945,7                  | 1,6            | 0,1         | -39,8       |
| Palladio (\$) | 978,2                  | -8,3           | 72,4        | 26,6        |

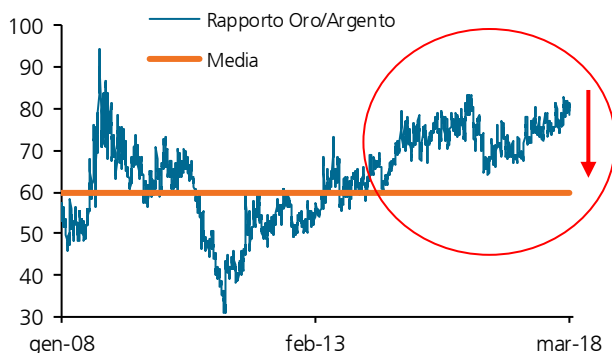
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Il quadro su Oro e Argento: i rischi politici scalzano inflazione e dollaro nella classifica dei fattori chiave.

Rispetto al mese scorso sono emersi con maggior forza i rischi politici e geopolitici di forte impatto a livello mondiale, situazione che da sempre risulta di supporto alla domanda di oro e argento intesi come bene rifugio. Al contrario, l'aumento dei tassi USA e il rafforzamento del dollaro, due aspetti che abitualmente dovrebbero pesare negativamente sulle quotazioni dell'oro e dell'argento, in questa fase appaiono in secondo piano e non sembrano essere fattori chiave sui Preziosi in generale. Consolida il rialzo dell'oro, in area 1.350 dollari l'oncia, e questo rafforza l'ipotesi che il metallo giallo possa scambiare prevalentemente fra i 1.300 e 1.350 dollari nei prossimi mesi. Accantonati i fattori legati all'andamento del dollaro, alle scelte di "normalizzazione" delle politiche delle Banche centrali e al ritorno dell'inflazione, a guidare il recupero del metallo giallo sarà, con molta probabilità, la tensione generata dalla guerra commerciale che potrebbe scatenarsi con l'introduzione di tariffe penalizzanti da parte dall'Amministrazione Trump. Il timore è legato alle ritorsioni da parte dei soggetti maggiormente danneggiati, in particolare la Cina. Appaiono invece meno in grado di influenzare l'oro le tensioni in Medio Oriente e Nord Corea, derubricate a conflitti di stampo regionale, che i mercati stanno ponendo in secondo piano. Le quotazioni dell'argento, in scia a quelle dell'oro, consolidano il rialzo ma restano ancora lontane dal livello toccato a settembre 2017 di 18 dollari l'oncia. Anche per l'argento, una riduzione del commercio internazionale dettata dalle tensioni fra Cina e Stati Uniti aprirebbe spazi per scenari negativi sui mercati, con un aumento della domanda di beni rifugio (inclusi appunto oro e argento). L'argento sta però sottoperformando rispetto ai rendimenti ottenuti dall'oro, risentendo di un contesto macroeconomico meno favorevole. Come più volte detto, l'argento ha una componente industriale più variegata rispetto al metallo giallo; non appare inoltre aver beneficiato della domanda di copertura dai rischi politici e finanziari che invece caratterizza l'oro. Rafforziamo peraltro il nostro scenario di cauto ottimismo sull'argento grazie alla sua correlazione con la domanda per fini industriali nei settori dei prodotti elettronici e dei pannelli fotovoltaici: ci attendiamo quindi che la distanza di rendimento, rispetto all'oro, possa interrompersi nel corso del 2018. Guardiamo con interesse al rapporto di prezzo fra oro e argento che è

prossimo ai massimi di sempre. Situazione che storicamente tende a stornare ritornando vicino al valore medio, favorendo così il recupero dei prezzi dell'argento.

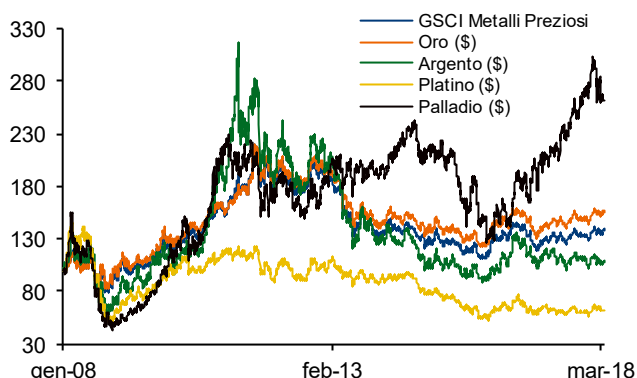
#### Rapporto Oro su Argento (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il quadro su Platino e Palladio.** Confermiamo il quadro di cauto ottimismo su platino e palladio, metalli utilizzati nel ciclo industriale. I fondamentali di domanda e offerta non mutano rispetto al mese scorso, suggerendo ancora un maggior potenziale di rialzo per il palladio sul platino. La permanenza in deficit di entrambi i mercati per il 2018 e la vera e propria rivoluzione in atto nel settore automobilistico preludono ad una maggior crescita della domanda mondiale di palladio rispetto a quella di platino, sulla scia della contrazione delle quote di mercato dei veicoli diesel rispetto ai veicoli a benzina, come conseguenza degli scandali sulle emissioni inquinanti. La dinamica, pressoché simile, per le quotazioni dei due metalli potrebbe favorire il processo di sostituzione fra i due, anche se indubbiamente non nel prossimo futuro: la modifica dei processi industriali infatti non appare così agevole.

#### GSCI Preziosi vs. tutti (da gennaio 2008)



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

#### Performance di medio termine

|               | 27.03.2018 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|---------------|------------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Preziosi | 1.606,4    | 2,9    | 3,5    | 4,2     | 1,9     |
| Oro (\$)      | 1.345,0    | 3,9    | 4,5    | 7,2     | 3,0     |
| Argento (\$)  | 16,6       | -1,8   | -1,8   | -9,0    | -2,9    |
| Platino (\$)  | 945,7      | 2,1    | 2,7    | -1,3    | 1,6     |
| Palladio (\$) | 978,2      | -8,7   | 5,1    | 23,3    | -8,3    |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo sul comparto.** L'aumento delle tensioni di mercato, dovute alla possibile guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti, ha portato moltissima volatilità sui mercati e, conseguentemente, un'impennata dell'avversione al rischio. Tutti fattori che paiono di sostegno ai Preziosi, che infatti vedono migliorare le previsioni di rialzo. In aggiunta, la svolta restrittiva delle principali Banche centrali (alla Fed e alla BoJ si è infatti aggiunta anche la BoE, pronta ad alzare i tassi a maggio per contrastare il surriscaldamento dei prezzi, seppur con cautela e gradualità) ci restituisce la conferma di un ritorno dell'inflazione che appare ora più sostenuto. Il recupero delle quotazioni petrolifere (seppur leggermente frenato nelle ultime settimane), nonostante il prolungamento dei tagli OPEC (più la Russia), supporterà ancora l'aumento delle aspettative d'inflazione. Resta l'ostacolo della fortissima produzione USA di *shale-oil* a frenare ulteriori rincari del petrolio. Questo scenario articolato, che somma ai rischi inflattivi una domanda industriale in crescita e rischi geopolitici elevati, potrebbe supportare gli investimenti in Preziosi, senza peraltro escludere performance in maggior misura positive per argento (elettronica e fotovoltaico) e palladio (settore Auto), metalli che sono legati alla domanda industriale. Il nostro Outlook resta Moderatamente Positivo proprio per via del ritorno dell'inflazione (passato anche per un rincaro delle quotazioni del petrolio) e per il ritorno delle tensioni sui mercati finanziari, che hanno fatto recuperare *appeal* ai Preziosi.

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

|               | Valore 2° trim. 27.03.18 | 3° trim. 2018 | 4° trim. 2018 | Anno 2019 | Anno 2020 |
|---------------|--------------------------|---------------|---------------|-----------|-----------|
| Oro (\$)      | 1.345,0                  | 1.315,0       | 1.315,0       | 1.318,0   | 1.325,0   |
| Argento (\$)  | 16,6                     | 17,0          | 17,2          | 17,3      | 18,1      |
| Platino (\$)  | 945,7                    | 972,5         | 977,5         | 990,0     | 1.059,0   |
| Palladio (\$) | 978,2                    | 1.060,0       | 1.077,5       | 1.100,0   | 1.036,3   |

Fonte: consenso Bloomberg

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

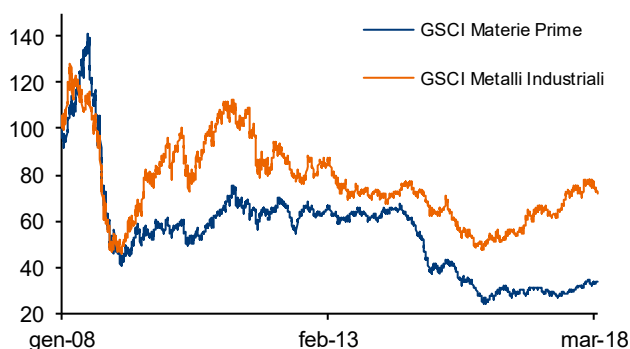
|               | Valore 2° trim. 27.03.18 | 3° trim. 2018 | 4° trim. 2018 | Anno 2019 | Anno 2020 |
|---------------|--------------------------|---------------|---------------|-----------|-----------|
| Oro (\$)      | 1.345,0                  | 1.320         | 1.310         | 1.300     | 1.350     |
| Argento (\$)  | 16,6                     | 17,3          | 18,0          | 18,3      | 18,5      |
| Platino (\$)  | 945,7                    | 960           | 950           | 940       | 930       |
| Palladio (\$) | 978,2                    | 1.060         | 1.080         | 1.100     | 1.125     |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Metalli Industriali: i dazi deprimono le quotazioni, sale la cautela per il 2018

I Metalli Industriali stornano, intimoriti dalle tensioni legate a una possibile guerra commerciale. I fondamentali sui metalli sono rimasti sostanzialmente invariati, tratteggiando un quadro di fondo positivo. Ciò nonostante registriamo lo storno dei metalli industriali che hanno abbandonato i massimi in area 1.450 per ritracciare di 100 punti, in area 1.350, ovvero ai livelli di dicembre 2017, prima che partisse il forte rialzo di fine anno. Il comparto ha accusato in maniera decisa le turbolenze sorte dopo gli annunci di dazi da parte dell'amministrazione Trump, amplificando i timori di una possibile guerra commerciale fra Cina e Stati Uniti. Dal 23 marzo infatti sono entrati in vigore ufficialmente i dazi sulle importazioni di acciaio e alluminio, rispettivamente del 25% e del 10%. L'iniziativa sui metalli industriali era stata giustificata con motivi di sicurezza nazionale: gran parte della produzione bellica USA dipende dalle importazioni di acciaio e alluminio. Gli Stati Uniti hanno escluso anche la Corea del Sud dai dazi sull'acciaio, imponendo però un limite alle importazioni, dopo che già Canada e Messico erano stati risparmiati da una penalizzazione tariffaria. Ad alzare il livello della tensione però è stato ancora Trump, che ha successivamente annunciato nuove tariffe sulle importazioni dalla Cina per un ammontare di oltre 60 miliardi. In seguito alla mossa di Trump è arrivata la scontata reazione della Cina, che minacciato dazi alle importazioni USA per un valore di tre miliardi. Nelle ultime giornate la situazione pare però ricomporsi: il Segretario al Tesoro Mnuchin e il vicepremier cinese Liu (con delega al commercio estero), insieme ai loro collaboratori, sono in trattativa per dirimere la questione. L'amministrazione Trump avrebbe espresso richieste nei confronti di Pechino, come il taglio dei dazi sulle auto USA, il maggior acquisto di semiconduttori e un accesso più agile al mercato finanziario cinese da parte delle società americane. 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)



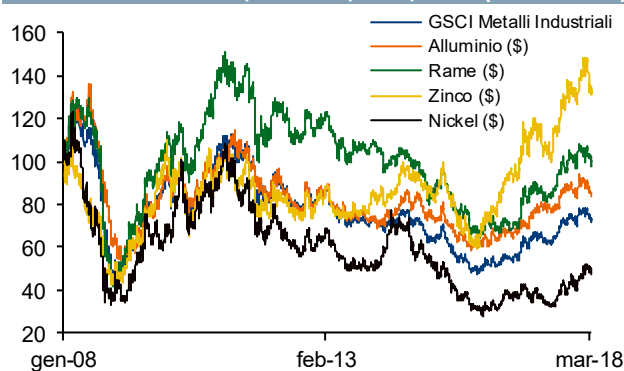
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Performance di lungo termine

|                  | Valore<br>27.03.18 | Performance (%)<br>da inizio 2018 | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|
| GSCI             | 2.613,0            | 2,2                               | 21,8             | -46,8            |
| GSCI Industriali | 1.346,4            | -7,1                              | 38,2             | -8,3             |
| Rame (\$)        | 6.649,0            | -8,3                              | 34,5             | -11,8            |
| Alluminio (\$)   | 2.045,0            | -9,8                              | 38,6             | 7,4              |
| Zinco (\$)       | 3.288,3            | -1,5                              | 84,0             | 75,1             |
| Nickel (\$)      | 13.000,0           | 1,9                               | 50,3             | -22,0            |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Cina: ancora positive le aspettative sull'attività manifatturiera.** Le rilevazioni dell'istituto Caixin hanno confermato a febbraio, per il nono mese di fila, il trend positivo dell'attività delle industrie cinesi, con l'indice PMI relativo al settore manifatturiero che è rimasto pressoché stabile a 51,6 punti a febbraio dai 51,5 del mese precedente. Le prospettive a marzo dovrebbero confermarsi positive: il consenso vede infatti l'indice mantenersi ancora sostanzialmente invariato a 51,7 punti, confermandosi dunque oltre la soglia dei 50 punti che separa le fasi di contrazione da quelle di espansione. Sul fronte dei dati reali, dopo la consueta pausa nella pubblicazione dei dati macro dovuta ai festeggiamenti del calendario lunare, i primi dati per il nuovo anno mostrano una **produzione industriale** cumulata che a febbraio è cresciuta del 7,2% a/a, in accelerazione rispetto alla chiusura dell'anno al 6,2%. Tra le componenti si segnala in particolare la crescita della produzione high-tech (+11,9%) e di attrezzature manifatturiere (+8,4%). In aggiunta, mentre da un lato appaiono in progressiva accelerazione gli **investimenti fissi**, al 7,9% a/a dal 7,2% del 2017, rallentano dal 19,0% del 2017 a 16,1% gli investimenti in infrastrutture, complice anche la riduzione dei finanziamenti del Governo cinese. Sul fronte dei consumi, la crescita delle vendite al dettaglio cumulate a febbraio si mantiene ancora ampiamente robusta nonostante il lieve rallentamento a 9,7% a/a dal 10,2% a/a con cui si era chiuso il 2017. Sul fronte del commercio internazionale, dopo il surplus di 20,4 miliardi di gennaio, la **bilancia commerciale** a febbraio ha superato ampiamente le aspettative di un deficit di



5,70 miliardi segnando invece un surplus di 33,74 miliardi. La crescita del 44,5% a/a osservata nelle esportazioni a febbraio risente tuttavia molto probabilmente di fattori stagionali dovuti ai festeggiamenti del calendario lunare. Nonostante la crescita dell'export nei primi due mesi nell'aggregato rimanga comunque decisamente robusta (24,4% a/a dal 10,9% di fine 2017), tali valori dovrebbero comunque essere temporanei e frutto della volatilità spesso registrata ad inizio anno.

**Proseguono i segnali di raffreddamento dal mercato immobiliare cinese.** Le stime dell'Ufficio nazionale di statistica cinese segnano a febbraio il ventinovesimo mese consecutivo di crescita dei **prezzi delle nuove case** nelle maggiori città della Cina. La dinamica di crescita dei prezzi conferma tuttavia che la politica di raffreddamento del mercato messa in atto dal Governo cinese sta portando i primi frutti. Se infatti da un lato l'effetto base positivo porta a una lieve accelerazione dei prezzi al 5,2% a/a dal 5,0% di gennaio (5,3% nel 2017), dall'altro la crescita su base mensile rallenta a 0,2% (0,3% a gennaio; 0,4% a dicembre). In aggiunta, febbraio 2018 riporta il numero di città che registrano un aumento dei prezzi abitativi ai livelli di settembre 2017: nello specifico delle 70 città monitorate 44 hanno registrato un incremento su base mensile dei prezzi abitativi (52 a gennaio, 57 a dicembre), 16 un calo e 10 hanno riportato prezzi stabili. L'analisi degli agglomerati urbani mostra inoltre come prosegua sia la correzione dei prezzi nelle principali città dopo il primo calo osservato a gennaio, sia il rallentamento della crescita nelle restanti città medio-grandi.

**Prezzi al consumo in crescita ma accelerazione poco probabile.** Le rilevazioni dell'istituto di statistica cinese hanno mostrato l'inflazione (CPI) nel mese di febbraio crescere su base mensile dell'1,2% dallo 0,6% di gennaio portando l'inflazione a rimbalsare dall'1,5% al 2,9% a/a. Di ben 4 decimi oltre il consenso, il dato di febbraio segna così il più alto tasso di crescita dei prezzi al consumo da novembre 2013 e si avvicina significativamente al target del 3% della PBoC. Nonostante ciò, il dato risente in maniera particolare dell'effetto base positivo causato dai prezzi alimentari nonché delle dinamiche dovute ai festeggiamenti del nuovo anno. La misura *core* dell'inflazione, ovvero quella che esclude i prezzi di energia e prodotti alimentari, mostra infatti un'accelerazione più contenuta a 2,5% a/a dall'1,9% di gennaio, con una variazione su base mensile che, seppur in crescita da 0,2% a 0,5%, risulta comunque più contenuta di quella osservata per la misura *headline*. Nel complesso il dato di febbraio, se analizzato nel più ampio contesto di politica monetaria della PBoC, da un lato conferma la presenza di pressioni al rialzo sui prezzi, dall'altro non dovrebbe far presagire un'accelerazione dei prezzi oltre le attese. A tale proposito, il consenso stima l'inflazione in media al 2,3% per il 2018. Prosegue invece il rallentamento dell'indice dei prezzi alla produzione (PPI), che a febbraio cresce su base annua del 3,7% dal 4,3%. Su base mensile il PPI segna la prima correzione da giugno 2017 scendendo dello 0,1% dopo esser salito dello 0,3% a gennaio.

**Rame. Si conferma l'ottimismo sul 2018, dopo lo storno in atto.** I prezzi del rame hanno registrato uno storno, rientrando dai massimi in area 7.300 e scendendo quasi a ridosso di 6.500, a causa delle tensioni sui dazi. Nel report mensile di marzo, l'International Copper Study Group (ICSG) tratteggia un quadro di deficit per il mercato mondiale del rame, nel 2017, pari a -135 mila tonnellate, di poco inferiori alle -137 mila tonnellate nel 2016, seppur in netto calo rispetto alle -585 mila tonnellate del 2013 (record storico). Il dato va interpretato comunque positivamente in quanto l'espansione dei consumi mondiali, stimati attorno ai 23,67 milioni di tonnellate nel 2017, sembra aver ben compensato la crescita dell'offerta di rame a livello globale. Nonostante le turbolenze delle ultime settimane, soprattutto sui metalli, il buon ciclo economico in atto, figlio di un inizio d'anno che ha registrato dati macroeconomici stabili in Cina e nei principali paesi sviluppati, rappresenta un ottimo scenario per i metalli. Di conseguenza, non escludiamo che sull'intero 2018 il mercato possa registrare un modesto deficit, anche se probabilmente inferiore rispetto al 2017-16. Negli ultimi mesi, le scorte sono rimaste pressoché stabili, mentre salgono i timori circa nuove rivendicazioni sindacali in America Latina e trattative fra società minerarie e governi nel Sud-Est asiatico. Tutti fattori che rischiano di ridurre l'offerta sul mercato fisico soprattutto nella prima metà del 2018, favorendo un incremento delle quotazioni.

**Alluminio. I dazi USA-Cina al centro delle dinamiche dell'alluminio.** Con alle spalle il tema della riduzione della capacità produttiva in Cina, dovuto alle scelte governative in ottica ambientalista, sta tenendo banco la possibile guerra commerciale fra USA e Cina, con l'imposizione di dazi commerciali. Gli Stati Uniti hanno annunciato l'imposizione di tariffe del 10% sulle importazioni di alluminio e del 25% sulle importazioni di acciaio da tutti i paesi, tranne Sud Corea, Canada e Messico (in vista di ulteriori trattative per ridefinire il NAFTA), in vigore dal 23 marzo. E' parso chiaro da subito come il vero obiettivo dell'amministrazione Trump fosse la Cina, accusata di *dumping* e violazione dei diritti di proprietà intellettuale. Nel breve periodo esprimiamo cautela, la correzione potrebbe continuare se le conseguenze delle tariffe applicate porteranno a un'effettiva riduzione degli scambi commerciali.

**Zinco. Dopo i massimi in area 3.600, storna sui dazi, allineandosi alla debolezza del comparto.** Nonostante lo storno in atto, a seguito delle turbolenze sull'imposizione dei dazi USA ai metalli cinesi, lo zinco continua a mostrare una forza inaspettata. Il raddoppio delle quotazioni registrato negli ultimi due anni conferma lo stato di tensione sulle quotazioni, col prezzo salito fino a 3.600, un livello che non si vedeva dall'estate del 2007. Gli ultimi dati di febbraio a cura dell'International Lead Zinc Study Group (ILZSG) tratteggiano un mercato mondiale dello zinco in grosso deficit: -495 mila tonnellate per l'anno 2017 (rispetto a -122 mila tonnellate nel 2016 e un surplus di 170 mila tonnellate nel 2015). Dato che si confronta con un'offerta mondiale di 13,74 milioni di

tonnellate e un consumo di 13,86 milioni di tonnellate sempre nel 2017. Anche per il 2018 è probabile una dinamica positiva di domanda e offerta per lo zinco: il mercato dovrebbe rimanere in deficit, anche se forse inferiore a quello del 2017 a causa dell'atteso incremento di capacità produttiva, una reazione scontata delle principali società minerarie visto l'ampio deficit di mercato e il forte rialzo delle quotazioni. Anche sullo zinco prevale un cauto ottimismo; in assenza di nuovi piani di stimolo in Cina o di interruzioni dell'offerta mineraria, le quotazioni potrebbero consolidare al rialzo ma senza le performance degli ultimi due anni. La forza della domanda e le elevate quotazioni in essere hanno spinto gli investimenti minerari e industriali, aumentando probabilmente anche l'offerta. Situazione che riequilibrerà il mercato deteriorandone i fondamentali e limitando la salita delle quotazioni nel corso del 2018.

**Nickel. Lo storno in area 13.000 rischia di essere un'occasione di recupero, viste le aspettative sull'auto elettrica.** Nonostante lo storno in atto, figlio delle tensioni su tutti i metalli industriali a causa delle trattative sul libero commercio fra Cina e Stati Uniti, l'auto elettrica resta il tema di fondo del comparto. La ripresa dell'industria siderurgica e i segnali di scarsità dell'offerta hanno spinto il nickel in area 14.000 dollari per tonnellata a fine 2017, al record degli ultimi due anni. Lo storno in area 13.000 è provocato da fattori non specifici, esterni al comparto del nickel. Nell'ultimo outlook semestrale, l'International Nickel Study Group (INSG) segnala un deficit in espansione nel 2017 per il mercato del nickel. I consumi mondiali sono attesi crescere più velocemente della produzione mineraria alimentando un deficit strutturale anche nel 2018 grazie alla crescente domanda di acciaio inossidabile. Le quotazioni del metallo, che ha trovato nuovo slancio dalle prospettive di impiego nelle batterie delle auto elettriche, risultano in rialzo dell'1,9% dall'inizio dell'anno, nonostante lo storno in atto, mentre prosegue il calo delle scorte nelle principali borse mondiali. Fra i fattori di rischio resta l'incertezza sull'espansione delle esportazioni da Indonesia e Filippine, che sono stimate solo in modesto rialzo; un quadro di tensione che resta di supporto al recupero dei prezzi e quindi a un Outlook cautamente positivo.

#### Performance di medio termine

|                       | 27.03.18 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
|-----------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
| GSCI Met. Industriali | 1.346,4  | -6,5   | 1,8    | 11,4    | -7,1    |
| Rame (\$)             | 6.649,0  | -8,8   | 1,9    | 13,2    | -8,3    |
| Alluminio (\$)        | 2.045,0  | -10,5  | -4,0   | 5,2     | -9,8    |
| Zinco (\$)            | 3.288,3  | 0,4    | 4,4    | 19,9    | -1,5    |
| Nickel (\$)           | 13.000,0 | 5,3    | 24,5   | 30,1    | 1,9     |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Outlook Moderatamente Positivo nonostante lo storno a seguito delle tensioni fra Cina e Stati Uniti.** Riteniamo concluso l'apporto positivo dato dalle chiusure programmate in Cina a seguito della campagna antinquinamento. La conseguente contrazione dell'offerta produttiva di metalli lavorati e semilavorati è un tema che viene sostanzialmente archiviato con la fine dell'inverno. E proprio mentre eravamo giunti al

momento chiave per la produzione di metalli in Cina, ovvero alla fine della curva di contrazione della produzione, sono esplose la questione dazi e le tensioni sul commercio mondiale legate alle trattative fra Cina e Stati Uniti. In questo scenario di preoccupazione restiamo in attesa di seguire come evolverà lo scontro fra le due principali economie del mondo, pur ribadendo che il ciclo macroeconomico resta molto favorevole e l'aspettativa di una continua e solida espansione della domanda mondiale di metalli consolida il nostro cauto ottimismo. Globalmente, ci aspettiamo che, in assenza di novità dal lato della domanda (nuovi piani di spesa pubblica e in infrastrutture) o dell'offerta (prepotente ritorno alla produzione cinese o impatto forte dei dazi), si ravvivi il trend di rialzo delle quotazioni, almeno nel breve, anche solo come recupero fisiologico dello storno in atto. I fondamentali restano buoni e ci attendiamo profitti positivi anche nel corso del 2018. Un quadro d'insieme che ci consente di confermare il nostro Outlook Moderatamente Positivo.

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

|                | Valore<br>27.03.18 | 2° trim.<br>2018 | 3° trim.<br>2018 | 4° trim.<br>2018 | Anno<br>2019 | Anno<br>2020 |
|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Rame (\$)      | 6.649,0            | 6.973            | 6.950            | 7.000            | 7.000        | 6.900        |
| Alluminio (\$) | 2.045,0            | 2.125            | 2.150            | 2.125            | 2.150        | 2.173        |
| Zinco (\$)     | 3.288,3            | 3.400            | 3.298            | 3.200            | 3.300        | 3.300        |
| Nickel (\$)    | 13.000,0           | 12.000           | 12.000           | 12.200           | 12.048       | 12.048       |

Fonte: consenso Bloomberg

#### Previsioni Intesa Sanpaolo per i singoli componenti degli Industriali

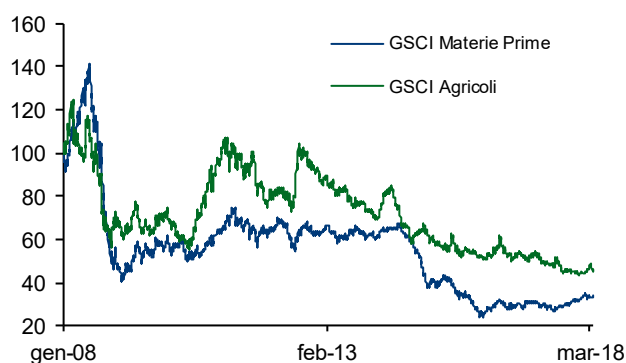
|                | Valore<br>27.03.18 | 2° trim.<br>2018 | 3° trim.<br>2018 | 4° trim.<br>2018 | Anno<br>2019 | Anno<br>2020 |
|----------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|--------------|--------------|
| Rame (\$)      | 6.649,0            | 7.200            | 7.100            | 7.000            | 7.000        | 7.150        |
| Alluminio (\$) | 2.045,0            | 2.200            | 2.200            | 2.200            | 2.150        | 2.200        |
| Zinco (\$)     | 3.288,3            | 3.500            | 3.500            | 3.500            | 3.600        | 3.600        |
| Nickel (\$)    | 13.000,0           | 14.000           | 14.700           | 15.000           | 15.000       | 15.000       |

Fonte: Intesa Sanpaolo

## Prodotti Agricoli: la possibile ritorsione ai dazi USA frena il recupero in atto

Si interrompe il recupero da inizio 2018 a causa delle tensioni sul commercio mondiale. Gli Agricoli avevano recuperato da inizio anno assestandosi sopra la soglia di 400, complici le revisioni al ribasso sulle riserve di granaglie del WASDE di febbraio, che lasciavano ben sperare circa una possibile riduzione del surplus produttivo nel 2018. Il WASDE di marzo ha invece lanciato segnali contrastanti, alimentando lo storno dei prezzi che aveva già preso slancio dalle tensioni sul commercio tra USA e Cina che rischiano di far salire il nervosismo anche sugli Agricoli. I dazi USA su acciaio e alluminio cinesi potrebbero infatti spingere la Cina a rispondere imponendo tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi. A maggior ragione, pertanto, rafforziamo il nostro approccio di massima attenzione circa il possibile recupero dei prezzi, visto anche il perdurare di alcuni fattori negativi sul comparto: a) rischio meteo che favorirà ancora raccolti abbondanti; b) accumulo di riserve mondiali di cereali ai massimi. Non mutano pertanto i due temi chiave sul comparto: 1) l'impatto delle condizioni meteo sulla produzione agricola mondiale nel corso del 2018, con il possibile formarsi del fenomeno de "La Niña"; 2) le possibili speculazioni finanziarie dovute alle tensioni generate dalla guerra commerciale che potrebbe scatenarsi fra USA e Cina.

GSCI Agricoli vs. GSCI (da gennaio 2008)



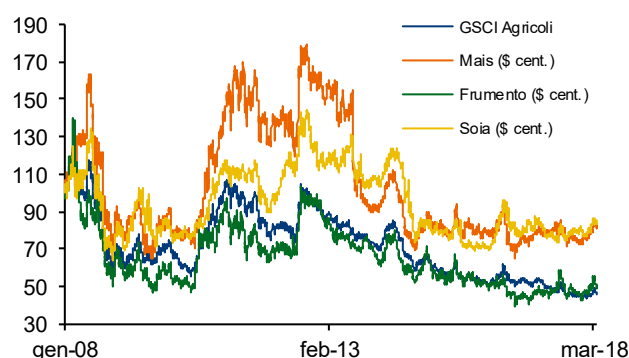
Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

Performance di lungo termine

|                     | Valore<br>27.03.18 | Performance (%)<br>da inizio 2018 | Var. %<br>2 anni | Var. %<br>5 anni |
|---------------------|--------------------|-----------------------------------|------------------|------------------|
| GSCI                | 2.613,0            | 2,2                               | 21,8             | -46,8            |
| GSCI Agricoli       | 386,5              | 1,8                               | -14,8            | -45,6            |
| Mais (\$ cent.)     | 374,0              | 6,6                               | 0,9              | -46,2            |
| Frumento (\$ cent.) | 449,0              | 5,2                               | -4,7             | -34,7            |
| Soia (\$ cent.)     | 1.019,5            | 7,1                               | 12,2             | -27,4            |
| Cotone (\$ cent.)   | 82,0               | 4,3                               | 41,9             | -7,3             |
| Cacao               | 2.554,0            | 35,0                              | -13,8            | 18,8             |
| Zucchero            | 12,5               | -17,3                             | -21,0            | -29,7            |
| Caffè (arabica)     | 119,0              | -5,7                              | -6,7             | -12,9            |
| Caffè (robusta)     | 1.783,0            | 4,0                               | 22,3             | -11,9            |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

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



Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

**Il WASDE di marzo.** Lo scorso 8 marzo è stato pubblicato il rapporto mensile WASDE (*World Agricultural Supply and Demand Estimates*) a cura del Dipartimento dell'Agricoltura statunitense (USDA, United States Department of Agriculture). Le scorte finali di **frumento** dovrebbero assestarsi a 268,9 Mt nel 2017-18 da 266,1 Mt delle stime di febbraio e da 252,6 Mt del 2016-17. La produzione mondiale è attesa in crescita a 758,8 Mt nel 2017-18 da 758,3 Mt del mese scorso e da 750,5 Mt del 2016-17. Il consumo globale è sceso a 742,5 Mt nel 2017-18 da 744,8 Mt del mese scorso e rispetto ai 739,4 Mt nel 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è atteso così crescere a 36,2% nel 2017-18 dal 35,7% delle stime precedenti e dal 34,2% del 2016-17. Le scorte finali di **mais** dovrebbero ridursi a 199,2 Mt nel 2017-18 rispetto a 203,1 Mt dello scorso mese e contro 231,9 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe scendere a 1.041,7 Mt nel 2017-18 (stima rimasta invariata) da 1.075,2 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso invece crescere a 1.174,4 Mt nel 2017-18 da 1.068,4 Mt dello scorso mese e rispetto a 1.058,4 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi è così atteso scendere a 18,5% nel 2017-18 dal 19,0% precedente e dal 21,9% della stagione 2016-17. Le scorte finali di **soia** sono viste in calo a 94,4 Mt nel 2017-18 da 98,1 Mt dello scorso mese e contro 96,7 Mt del 2016-17. La produzione mondiale dovrebbe ridursi a 340,9 Mt nel 2017-18, da 346,9 Mt delle stime del mese passato e 351,3 Mt del 2016-17. Il consumo globale è atteso invece in crescita a 343,8 Mt nel 2017-18 da 343,2 Mt dello scorso mese e da 329,8 Mt del 2016-17. Il rapporto scorte/consumi dovrebbe dunque scendere a circa 27,5% nel 2017-18, dal precedente 28,6% e dal 29,3% del 2016-17.

**Il quadro sugli Agricoli nel post-WASDE di marzo.** Il WASDE in riferimento al **frumento** segnala una revisione al ribasso per le esportazioni della stagione 2017-18 di 25 milioni di bushel a un totale di 925 milioni di bushel, un contesto di mercato figlio della scarsa competitività del prodotto USA sulla piazza internazionale in termini di prezzo. Il grano statunitense si è mosso al rialzo nel mese di febbraio a causa dei timori di

danneggiamento delle coltivazioni dovuto alla siccità e dei prezzi elevati che rendono il prodotto USA poco competitivo, vista la forte concorrenza di Argentina e Russia. Le esportazioni della Russia sono previste in ascesa di 1,5 milioni di tonnellate a un totale di 37,5 milioni di tonnellate. I prezzi del **mais** hanno raggiunto i livelli più elevati degli ultimi sette mesi grazie alle comunicazioni del governo USA che mostrano un calo delle scorte e una spinta alle esportazioni derivante, tra le altre cose, dal cattivo stato in cui versano i raccolti argentini. Le proiezioni relative al raccolto di mais dell'Argentina (stagione 2017-18) indicano 36 milioni di tonnellate (-3 milioni di tonnellate rispetto alla precedente stima): il ribasso appare superiore alle attese di mercato, con la siccità prolungata tra febbraio e marzo che ha ridotto le prospettive di resa complessive del raccolto. Stessa sorte per le stime relative al raccolto di **soia** della nazione sudamericana che i tecnici USDA indicano ora a 47 milioni di tonnellate (-7 milioni di tonnellate rispetto alla precedente stima): anche in questo caso il ribasso appare al di sopra delle attese di mercato, che scommetteva per una revisione meno marcata di 5,6 milioni di tonnellate.

**Focus soia: agricoltura USA a rischio ritorsioni dopo i dazi.** Le tensioni sul commercio tra USA e Cina rischiano di impattare negativamente sugli Agricoli. I dazi USA su acciaio e alluminio cinesi potrebbero spingere la Cina a rispondere imponendo tariffe sui prodotti agricoli statunitensi, tra cui frutta fresca, noci, vino e carne di maiale. Pechino per il momento non sembra volere colpire la soia americana da cui dipende. I sussidi statali concessi dal governo USA ai produttori di soia hanno messo gli Stati Uniti in una posizione privilegiata all'interno del mercato cinese. La Cina è il maggiore importatore di soia al mondo: compra il 60% della produzione mondiale soprattutto da Brasile e Stati Uniti. Non c'è nessun'altra voce di esportazione che per Washington valga altrettanto in termini di fatturato. E nessun altro prodotto per cui gli USA siano tanto dipendenti da un solo mercato estero. Ogni anno vengono spediti in Cina circa 30 milioni di tonnellate di soia, ossia un terzo del raccolto USA, che ammonta al 60% delle esportazioni totali di quel legume. Gli acquisti cinesi di soia e derivati l'anno scorso hanno fruttato a Washington 14,6 miliardi di dollari. La questione andrà sviluppandosi nelle prossime settimane e andrà monitorata con molta attenzione. E però probabile che la Cina non arriverà ad imporre dazi sulla soia: senza i fornitori americani non sarebbe in grado di soddisfare il suo fabbisogno interno che ammonta a oltre 100 milioni di tonnellate l'anno, con conseguenze gravi in termini di aumento dei costi per l'industria alimentare e gli allevatori di bestiame cinesi. La Cina si è già spostata sulla soia sudamericana, e proprio il Brasile ha superato gli USA come primo fornitore di soia, con esportazioni che superano ormai 50 milioni di tonnellate l'anno.

| Performance di medio termine |          |        |        |         |         |
|------------------------------|----------|--------|--------|---------|---------|
|                              | 27.03.18 | 3M (%) | 6M (%) | 12M (%) | YTD (%) |
| GSCI Agricoli                | 386,5    | 1,9    | 1,9    | 1,9     | 1,8     |
| Mais (\$ cent.)              | 374,0    | 6,3    | 6,1    | 4,5     | 6,6     |
| Fruento (\$ cent.)           | 449,0    | 5,0    | -1,3   | 5,8     | 5,2     |
| Soia (\$ cent.)              | 1.019,5  | 7,8    | 6,3    | 4,9     | 7,1     |
| Cotone (\$)                  | 82,0     | 4,1    | 17,8   | 6,7     | 4,3     |
| Cacao                        | 2.554,0  | -2,9   | -2,3   | 3,0     | 14,1    |
| Zucchero                     | 12,5     | 1,0    | -0,2   | -0,2    | -17,3   |
| Caffè (arabica)              | 119,0    | 0,7    | 1,5    | 0,0     | -5,7    |
| Caffè (robusta)              | 1.783,0  | 2,7    | 2,4    | -1,1    | 4,0     |

Fonte: Bloomberg, elaborazioni Intesa Sanpaolo

### Indice FAO dei prezzi alimentari in lieve aumento a febbraio.

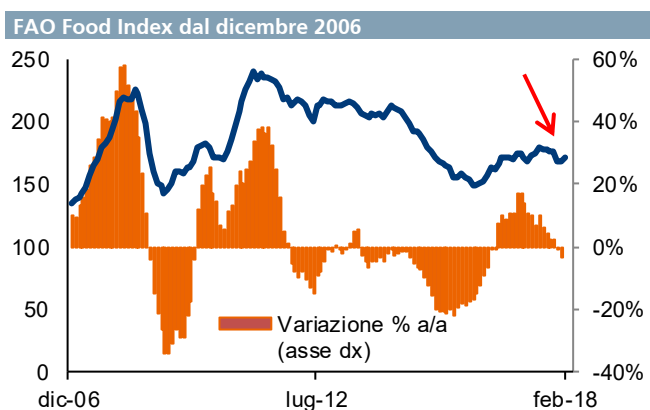
L'indice FAO ha messo a segno una modesta crescita a febbraio registrando una media di 170,8 punti, in aumento dell'1,1% m/m dai 169,5 punti di gennaio e portando il calo su base annua a ridursi al 2,7%. L'indice, che è una media ponderata su base commerciale dei prezzi delle cinque principali materie prime alimentari sui mercati internazionali, è stato trainato dalla crescita dei prodotti lattiero-caseari (+6,2% m/m), che hanno risentito positivamente di una domanda globale robusta e di una produzione neozelandese inferiore alle aspettative. Positivo è stato anche il contributo dei prezzi dei cereali (+2,5%), i quali hanno messo a segno il secondo mese consecutivo di crescita sulla scia di condizioni climatiche sfavorevoli che hanno influenzato negativamente le prospettive dei raccolti invernali in USA e Argentina. A fronte di un indice del prezzo della carne rimasto sostanzialmente stabile, sono risultati in controtendenza gli indici degli oli vegetali (-3,1%) e dello zucchero (-3,4%). Il primo, spinto da prospettive di crescita del surplus nella stagione 2017-18, ha così raggiunto il livello più basso degli ultimi 19 mesi, mentre il secondo, in un contesto di produzione crescente in Thailandia, India e Europa, è tornato ai minimi degli ultimi due anni.

### La FAO rivede al rialzo le stime sulle scorte mondiale di cereali.

Nel Cereal Supply and Demand Brief di marzo la FAO ha mantenuto sostanzialmente invariate le proprie stime sulla produzione globale di cereali del 2017, la quale è attesa confermare un nuovo record a 2.642 milioni di tonnellate. La modesta revisione al rialzo di circa 2 milioni di tonnellate rispetto alle stime di febbraio è dovuta principalmente alla revisione dei raccolti di cereali secondari in Australia ed Africa. Sul fronte dei consumi, le stime FAO sull'utilizzo globale di cereali per la stagione 2017-18 sono state nuovamente riviste al rialzo di 5 milioni di tonnellate a 2.608 milioni di tonnellate (+1,5% a/a) sulla scia di un aumento nell'utilizzo di mais come mangime per gli animali in Asia. Nonostante la revisione della crescita dei consumi superiore a quella della produzione, le stime della FAO hanno rivisto al rialzo le riserve mondiali cerealicole a fine stagione 2017-18 a 753 milioni di tonnellate da 739 mln stimati a febbraio (+1,9% rispetto alla stima precedente, +4,6% a/a). La dinamica è dovuta principalmente a una correzione al rialzo delle stime sulle scorte iniziali di cereali secondari in Europa ed Africa. Al netto della revisione modesta della crescita della produzione, le stime sulle forniture



di cereali per la stagione 2017-18 sono infatti cresciute a 3.362 milioni di tonnellate dai 3.343 milioni delle stime di febbraio. Nello specifico, le scorte di cereali secondari sono ora viste in aumento a 309,8 milioni di tonnellate nel 2017-18 dai 298,8 mln delle stime precedenti, mentre quelle di grano sono confermate in forte aumento a 272,7 milioni (+2,9 milioni di tonnellate rispetto alla stima precedente, +9,2% a/a). Le stime sulle scorte di riso sono state infine riviste marginalmente a 170,4 milioni di tonnellate, in modesta crescita di 1,7 milioni rispetto all'anno scorso. A seguito della revisione al rialzo delle scorte, la stima dello "stock-to-use-ratio" (il rapporto tra gli stock finali e le utilizzazioni interne) di cereali sale al 28,5% entro la fine del 2017-18, superando il 27,7% delle stime precedenti che segnava un nuovo record dalla stagione 2001-02.



**Focus zucchero: India e Thailandia alimentano il surplus.** Le stime sulla produzione mondiale di zucchero di quest'anno appaiono gonfiate dalle prospettive sui raccolti di India e Thailandia e questo si ripercuote sui prezzi che hanno lambito i minimi registrati nel 2015 (11 dollari). In India il Governo ha implementato politiche di prezzo che stanno alimentando una decisa sovrapproduzione, con Uttar Pradesh e Maharashtra (i maggiori produttori del paese) che hanno annunciato raccolti sopra la media. L'unica notizia positiva arriva dal Brasile, dove una produzione in contrazione riduce le prospettive di possibile surplus nel corso della stagione. In aggiunta, con l'aumento dei prezzi dell'etanolo, che rende la produzione di biocarburante maggiormente appetibile, è probabile che i coltivatori locali possano destinare una maggior quantità di canna da zucchero alla produzione di biocarburante a scapito della produzione di dolcificante. Sul fronte europeo, nei primi mesi del 2017 lo zucchero costava 500 dollari a tonnellata. Oggi il prezzo di vendita dello zucchero è crollato a 350. Un ribasso che deriva dalla fine del regime delle quote in Europa. Una liberalizzazione invocata soprattutto da Germania e Francia che hanno aumentato del 20% le superfici agricole bieticole generando un eccesso di produzione di 3,5 milioni di tonnellate a scapito del resto del Sud Europa, rendendo l'outlook sui prezzi interni dello zucchero molto negativo.

**Focus cotone: scorte 2017-18 riviste al rialzo, confermato il calo atteso per il 2018-19.** A marzo, l'ICAC (International Cotton Advisory Committee) ha rivisto nuovamente al rialzo le stime sui prezzi del cotone per la stagione 2017-18 a 78 USD/lb (+1 USD/lb rispetto alla stima precedente). La revisione avviene sulla scia della conferma di aspettative al ribasso sulle scorte finali di cotone per la stagione 2018-19, solo parzialmente controbilanciate da una revisione al rialzo delle stime per la stagione in corso. Secondo le stime ICAC, le scorte mondiali di cotone al termine della stagione dovrebbero assestarsi a 19,25 milioni di tonnellate in quella in corso (riviste al rialzo di 0,38 milioni dalle stime del mese precedente) per poi registrare una forte contrazione nella stagione 2018-19 a 18,15 milioni (-1,1 milioni a/a), ai minimi degli ultimi sette anni. La dinamica delle scorte della stagione in corso è causata da una produzione particolarmente abbondante (25,79 milioni di tonnellate, rivista al rialzo a marzo di 0,28 milioni) dovuta ad un sostanziale aumento delle aree coltivate. La stagione 2018-19 dovrebbe invece vedere una crescita ancora robusta dei consumi e una riduzione della produzione. La stima delle scorte formulata dall'ICAC appare inoltre in linea con quella del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti (USDA), il quale per la stagione 2018-19 vede un calo di 1,28 milioni di tonnellate a un totale di 18 milioni di tonnellate. Nello specifico, la dinamica delle scorte proiettata dall'ICAC vede, sul fronte dei consumi, un incremento della domanda di cotone nella stagione 2018-19 a 26,47 milioni di tonnellate (+1,12 milioni a/a) sulla scia di un'economia globale in crescita e di un'accelerazione del comparto tessile. Sul fronte della produzione invece, la stagione 2018-19 dovrebbe vedere un marginale calo della produzione a 25,37 milioni di tonnellate (-0,4 milioni a/a) a causa di un calo sia delle rese dei raccolti che dell'area coltivata. A tale proposito, dalle indicazioni della Cotton Association of India è emerso come la stagione 2018-19 possa assistere a una contrazione delle aree coltivate del 12%, con i coltivatori del Maharashtra e Telangana che, in seguito a violenti attacchi parassitari, starebbero rivolgendo la loro attenzione a colture alternative.

**Focus caffè: attenzione a Brasile e Kenya.** Permane un certo ottimismo nei confronti delle quotazioni del caffè arabica, anche se la robusta potrebbe far meglio, almeno nel breve periodo. **Brasile** - Il mercato si è sino ad ora concentrato sulle pressioni ribassiste derivanti dalle prospettive di un raccolto brasiliano particolarmente tonico, ed effettivamente un calo dei prezzi nel 2° trimestre non può essere escluso a priori, ma un raccolto deludente nel sud del Minas Geiras e nel Cerrado potrebbe sostenere le quotazioni nel 3° trimestre. I prezzi potrebbero cedere terreno tra maggio e la prima metà di giugno a seguito dei volumi raccolti nella zona da Mata, nel nord del Minas Geiras e nell'area de Espirito Santo: in queste aree non si esclude un raccolto eccezionale, ma il raccolto deludente nel sud del Minas Geiras e nel Cerrado potrebbe essere un elemento in grado di sostenere i prezzi tra luglio e settembre. La previsione di un raccolto del Brasile non così ampio come ci si poteva attendere ha spinto gli analisti a



ridurre le stime sull'eccesso di offerta nella stagione 2018-19 che è attualmente visto a 3,2 milioni di sacchi (-900.000 sacchi). Di contro, la proiezione sul deficit globale della stagione 2017-18 è stata ridotta di 1,5 milioni di sacchi a un totale di 2,6 milioni a seguito di un possibile incremento di produzione in Etiopia e Nicaragua. **Kenya** - I compratori, giunti in Kenya per selezionare il raccolto primaverile, hanno generato un brusco aumento del prezzo medio del prodotto che ha raggiunto i livelli più elevati dell'ultimo triennio. In questa fase di mercato, il miglior caffè reperibile è proprio quello proveniente dai raccolti kenioti. Se paragonato ad altri produttori come Etiopia e Uganda, il Kenya ha un output decisamente inferiore (circa 47.000 tonnellate contro le oltre 459.000 tonnellate etiopi, per esempio), ma i suoi chicchi sono molto ricercati da società come Starbucks e sono spesso miscelati ad altro prodotto proveniente da altre aree produttive. Gennaio e febbraio sono i mesi in cui si svolge il raccolto in Kenya, fra le varietà coltivate sono presenti 3 dei 30 migliori caffè al mondo, classifica redatta da Coffee Review (la società che assegna i rating ai raccolti mondiali). Coffee Review ha segnalato come una varietà appartenente alla classe AA abbia ottenuto il miglior punteggio in Kenya, piazzandosi al quarto posto nel ranking mondiale. Stando alle analisi dell'USDA (il Dipartimento dell'Agricoltura USA), il terzo produttore di caffè dell'Africa potrebbe raggiungere una produzione pari a 48.000 tonnellate quest'anno (il raccolto termina a settembre). Gli obiettivi del Governo keniota sarebbero di raddoppiare la produzione entro il 2020 portandola a 100.000 tonnellate; tenendo presente che il picco produttivo è stato realizzato negli anni '80 con 130.000 tonnellate di prodotto, il target indicato dalle autorità kenioti non appare così proibitivo.

**Focus cacao: le stime ICCO e la corsa dei prezzi.** I prezzi del cacao mostrano ormai da tempo un notevole slancio, ma ora gli investitori si chiedono quanto potrà durare. La corsa al cacao di qualità elevata ha innescato un deciso rialzo dei prezzi in Europa creando tensioni alla borsa di Londra. L'International Cocoa Organization (ICCO) prevede un surplus globale di cacao di 105.000 tonnellate per la stagione 2017-18. Ma le preoccupazioni per il raccolto in Costa d'Avorio, il principale produttore mondiale, hanno fatto impennare i prezzi globali nelle ultime settimane. L'ICCO stima che il Ghana abbia prodotto circa 950.000 tonnellate di cacao la scorsa stagione, anche se si ritiene che gran parte di esso fosse costituita da chicchi ivoriani di contrabbando. Insieme alla Costa d'Avorio, il Ghana sta cercando 1,2 miliardi di dollari dall'African Development Bank (AfDB) per finanziare progetti volti a potenziare la capacità di trasformazione e stoccaggio del prodotto in modo da mettere in sicurezza le proprie riserve. Il Ghana e la Costa d'Avorio, che insieme rappresentano il 60-70% dell'offerta mondiale, hanno aperto i negoziati durante il crollo dei prezzi del cacao della scorsa stagione, con l'obiettivo di aumentare la cooperazione ed avere maggiore influenza sui prezzi mondiali. La Niche Cocoa, una grossa azienda che processa il cacao per produrre burro e cioccolato, negli ultimi

due anni ha raddoppiato la capacità produttiva del suo stabilimento alla periferia di Accra, la capitale del Ghana, quest'anno assumerà un centinaio di dipendenti e ha già esaurito gli ordini che può evadere entro il 2018. Infine, le scorte europee presso i magazzini ICE aggiornate all'8 marzo vedono stoccate 224.560 tonnellate di prodotto contro le 265.390 tonnellate di tre mesi fa; nello stesso periodo le forniture nei magazzini USA sono aumentate a 293.454 tonnellate rispetto alle precedenti 234.422 tonnellate.

**Outlook Moderatamente Positivo.** Dopo il recupero delle quotazioni delle principali granaglie, avvenuto nei primi due mesi dell'anno, il peso delle tensioni legate alle imposizioni dei dazi USA alla Cina e i timori di ritorsioni attraverso l'imposizione di tariffe su molti prodotti agricoli statunitensi stanno indebolendo il comparto degli Agricoli. L'offerta mondiale di cereali resterà abbondante, come confermato dalla stessa FAO, rafforzando l'attesa per un'ulteriore debolezza delle quotazioni. L'accumulo delle scorte di cereali, ai massimi degli ultimi due anni, non sembra che possa ridursi grazie alla risalita della domanda di etanolo dovuta al rialzo delle quotazioni petrolifere. Confermiamo l'Outlook Moderatamente Positivo visto il basso livello delle quotazioni e nonostante il blando recupero delle prime settimane del 2018. La nostra idea di un possibile ulteriore rimbalzo dei prezzi, nella prima parte dell'anno, deve però tener conto dell'impatto che potrebbero avere i dissidi fra Cina e Stati Uniti. Nel 2° trimestre del 2018 potrebbe quindi proseguire quel minimo di volatilità positiva sulle quotazioni, mentre restiamo più cauti circa un recupero maggiore nel corso dell'intero 2018.

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

|                     | Valore 2° trim. |         | 3° trim. |         | 4° trim. |         | Anno |      |
|---------------------|-----------------|---------|----------|---------|----------|---------|------|------|
|                     | 27.03.18        | 2018    | 2018     | 2018    | 2019     | 2020    | 2019 | 2020 |
| Mais (\$ cent.)     | 374,0           | 375,0   | 385,0    | 387,5   | 395,0    | 390,0   |      |      |
| Frumento (\$ cent.) | 449,0           | 462,5   | 465,0    | 465,0   | 480,0    | 475,5   |      |      |
| Soia (\$ cent.)     | 1.019,5         | 1.000,0 | 990,0    | 992,5   | 1.017,7  | 1.045,0 |      |      |
| Cotone (\$)         | 82,0            | 76,0    | 74,5     | 72,0    | 74,0     | 78,6    |      |      |
| Cacao               | 2.554,0         | 2.175,0 | 2.212,5  | 2.262,5 | 2.350,0  | 2.077,0 |      |      |
| Zucchero            | 12,5            | 14,0    | 14,5     | 15,0    | 15,0     | 14,3    |      |      |
| Caffè (arabica)     | 119,0           | 127,9   | 130,4    | 130,0   | 128,9    | 128,9   |      |      |
| Caffè (robusta)     | 1.783,0         | 1.535,0 | 1.535,0  | 1.535,0 | 1.850,0  | 1.874,0 |      |      |

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 |      |
|---------------------|-----------------|-------|----------|-------|----------|-------|------|------|
|                     | 27.03.18        | 2018  | 2018     | 2018  | 2019     | 2020  | 2019 | 2020 |
| Mais (\$ cent.)     | 374,0           | 370   | 375      | 380   | 400      | 420   |      |      |
| Frumento (\$ cent.) | 449,0           | 450   | 450      | 450   | 475      | 500   |      |      |
| Soia (\$ cent.)     | 1.019,5         | 1.000 | 990      | 990   | 1.000    | 1.050 |      |      |
| Cotone (\$)         | 82,0            | 78,0  | 75,0     | 75,0  | 75,0     | -     |      |      |
| Cacao               | 2.554,0         | 2.200 | 2.150    | 2.200 | 2.250    | -     |      |      |
| Zucchero            | 355,9           | 365   | 360      | 355   | 350      | -     |      |      |
| Caffè (arabica)     | 119,0           | 120   | 125      | 130   | 135      | 138   |      |      |
| Caffè (robusta)     | 1.783,0         | 1.775 | 1.800    | 1.820 | 1.850    | 1.880 |      |      |

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

## Glossario

|   |   |
|---|---|
| Barrel                                    | Barile  |
| Bilancia commerciale                      | Differenza fra esportazioni ed importazioni di merci (quindi non le attività finanziarie)   |
| Bilancia dei pagamenti                    | Differenza fra esportazioni ed importazioni di tutte le transazioni internazionali (anche le attività finanziarie)  |
| Bilancia delle partite correnti           | Registra tutte le transazioni che hanno ad oggetto attività non finanziarie, ossia scambi di merci (bilancia commerciale), prestazioni di servizi, trasferimenti di redditi (da capitale e da lavoro) e trasferimenti unilaterali (pubblici e privati).                                   |
| BTU                                       | British Thermal Unit - Unità termica inglese  |
| Bushel                                    | Unità di misura delle granaglie, circa 60 libbre  |
| CAGR                                      | Compound Average Growth Rate: tasso   |
| CFTC                                      | CFTC (U.S. Commodity Futures Trading Commission)  |
| COMEX                                     | Commodities Exchange: borsa delle materie prime di Chicago  |
| CONAB                                     | Companhia Nacional De Abastecimento: Compagnia Nazionale dell'Approvvigionamento, dipendente dal Ministero dell'Agricoltura brasiliano  |
| CRB                                       | Commodities Research Bureau Index: indice di riferimento per i prezzi delle materie prime, pubblicato da Thomson Reuters, anche se storicamente era il Commodities Research Bureau a fornirlo.  |
| Debito pubblico                           | Consistenza delle passività (titoli emessi, debiti interni ed esteri) del settore pubblico (ovvero la somma algebrica di tutti i deficit passati)   |
| Debito estero                             | Emissioni di titoli in valuta   |
| Default                                   | Insolvenza  |
| Disavanzo (o fabbisogno) pubblico         | Indebitamento netto, corrisponde alla differenza fra le entrate e le spese totali delle amministrazioni pubbliche   |
| Disavanzo (o fabbisogno o saldo) primario | Deficit al netto degli interessi sul debito   |
| DJPM                                      | Dow Jones Previous Metal Index  |
| EPA                                       | Environmental Protection Agency USA: Agenzia statunitense per l'Ambiente  |
| Fenabrave                                 | Federação Nacional da Distribuição de Veículos Automotores  |
| GSCI                                      | Goldman Sachs Commodity Index: è un indice pesato della produzione mondiale di materie prime, composto da 24 contratti future; l'indice GSCI serve principalmente come benchmark per investire sul mercato delle commodity e come indicatore delle performance delle commodity nel tempo. |
| GFMS Ltd                                  | Gold Fields Mineral Services: è una società indipendente inglese fondata nel 1989 specializzata in analisi e previsioni su: oro, argento, platino e palladio.   |
| Hedge funds                               | Fondi comuni speculativi  |
| Investitori istituzionali                 | Comprendono: assicurazioni, fondi pensione, OICVM e gestioni di patrimoni mobiliari   |
| LBMA                                      | Il London Bullion Market Association raggruppa gli operatori professionali dei mercati dei metalli preziosi con sede a Londra   |
| Libbra                                    | Unità di peso, circa 453 grammi   |
| LME                                       | London Metal Exchange: borsa dei metalli non ferrosi più importante del mondo   |
| NOPA                                      | National Oilseed Processors Association: rappresenta le imprese impegnate nel settore della trasformazione e raffinazione di semi oleosi e dei prodotti derivanti dalla soia.   |
| NYMEX                                     | New York Mercantile Exchange: è il principale mercato mondiale per future ed opzioni sui prodotti energetici, come petrolio e gas naturale; su metalli preziosi, come argento, oro, palladio e platino; e su metalli industriali, come alluminio e rame                                   |
| Oncia                                     | Unità di peso, circa 27 grammi  |
| Paesi emergenti                           | Paesi in via di sviluppo (PVS), paesi dell'Europa centrale e orientale, Paesi dell'ex URSS, Economie di recente industrializzazione asiatiche, Israele  |
| Prodotto interno lordo (PIL)              | Valore dei beni e dei servizi finali (cioè non utilizzati nei processi produttivi) prodotti nel territorio nazionale  |
| Produzione industriale                    | Volume di ciò che viene prodotto dall'industria, da miniere e dal settore pubblico di un paese.   |
| Saldo partite correnti                    | Differenza tra le transazioni di natura corrente fra residenti e non residenti  |
| Saldo in conto capitale                   | Differenza tra le transazioni di natura finanziaria fra residenti e non residenti   |
| USDA                                      | United States Department of Agriculture: Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| Vulnerabilità esterna (indice di)         | (Debito estero a breve + debito estero a lunga in scadenza + depositi di non residenti in valuta estera oltre l'anno)/Riserve in valuta estera  |
| WASDE                                     | World Agricultural Supply and Demand Estimates: report mensile del Dipartimento dell'Agricoltura degli Stati Uniti  |
| WTI                                       | Crude Oil West Texas Intermediate (Crude Oil): derivato sul greggio americano trattato sul NYMEX  |
| \$/bbl                                    | USD per Barrel (dollari al barile)  |
| \$/MMBtu                                  | dollari per 1 milione di Unità termiche inglesi   |
| \$/MT                                     | USD per Metric Tone – dollari per tonnellata cubica e metrica   |

## Avvertenza generale

Il presente documento è una ricerca in materia di investimenti preparata e distribuita da Intesa Sanpaolo SpA, banca di diritto italiano autorizzata alla prestazione dei servizi di investimento dalla Banca d'Italia, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Il presente documento è anche distribuito da Banca IMI, banca autorizzata in Italia e soggetta al controllo di Banca d'Italia e Consob per lo svolgimento dell'attività di investimento, appartenente al Gruppo Intesa Sanpaolo.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse. Le opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento, e non vi è alcuna garanzia che i futuri risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute. Qualsiasi informazione contenuta nel presente documento potrà, successivamente alla data di redazione del medesimo, essere oggetto di qualsiasi modifica o aggiornamento da parte di Intesa Sanpaolo, senza alcun obbligo da parte di Intesa Sanpaolo di comunicare tali modifiche o aggiornamenti a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito.

Le stime di consenso indicate nel presente documento si riferiscono alla media o la mediana di previsioni o valutazioni di analisti raccolte da fornitori di dati quali Bloomberg, Thomson Reuters-Datastream, FactSet, o IBES. Nessuna garanzia, espressa o implicita, è fornita da Intesa Sanpaolo relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione, ovvero come un documento per la sollecitazione di richieste d'acquisto o sottoscrizione, di alcun tipo di strumento finanziario. Nessuna società del Gruppo Intesa Sanpaolo, né alcuno dei suoi amministratori, rappresentanti o dipendenti assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente determinati dall'utilizzo del presente documento o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione con il presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, i loro amministratori, rappresentanti o dipendenti (ad eccezione degli Analisti Finanziari e di coloro che collaborano alla predisposizione della ricerca) e/o le persone ad essi strettamente legate possono detenere posizioni lunghe o corte in qualsiasi strumento finanziario menzionato nel presente documento ed effettuare, in qualsiasi momento, vendite o acquisti sul mercato aperto o altrimenti. I suddetti possono inoltre effettuare, aver effettuato, o essere in procinto di effettuare vendite e/o acquisti, ovvero offerte di compravendita relative a qualsiasi strumento di volta in volta disponibile sul mercato aperto o altrimenti.

Il presente documento è pubblicato con cadenza mensile. Il precedente report di questo tipo è stato distribuito in data 27.02.2018.

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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita\\_elenco\\_raccomandazioni.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.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.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita\\_wp\\_governance.jsp](http://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_wp_governance.jsp), ed in versione sintetica all'indirizzo: <https://www.bancaimi.com/bancaimi/chisiamo/documentazione/mifid.html>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

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

Sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo [www.group.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:** Cristina Baiardi, Giovanna Cerini